

25.08.2009

USU Software AG^{(5)*}

KAUFEN

Kursziel: 4,62 €

Kurs: 3,40 €
25.08.2009, 10:00 Uhr,
Börse: Xetra

**Letztes Rating
(Kursziel):**
KAUFEN / 4,58 €
27.05.2009

Marktsegment:
Prime Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Christoph Schnabel
schnabel@gbc-ag.de

Kontakt:

USU Software AG
Falk Sorge
Spitalhof
D-71696 Möglingen

Tel.: +49 71414867-351
Fax: +49 71414867-108

Internet:
investor@usu-software.de
www.usu-software.de

*Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 12

Unternehmensprofil:

Branche: Software, IT-Beratung

Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

Mitarbeiter: 263 (30.06.2009)

Gründung: 1977

Vorstandsvorsitzender:
Bernhard Oberschmidt

WKN: A0BVU2

ISIN: DE000A0BVU28

Börsenkürzel: OSP2

Anzahl Aktien: 10,02 Mio. Stück

Marktkap.: 34,07 Mio. €

Streubesitz: 28,16 %

52 W Hoch: 3,85 €

52 W Tief: 1,77 €

Durchs. Tagesvolumen: 55.889 €



In Mio. €	2007		2008		2009e		2010e	
Bruttoergebnis	31,05		33,98		35,34		37,10	
EBITDA / Marge	3,48	11,2%	2,29	6,7%	3,00	8,5%	3,33	9,0%
EBIT / Marge	1,89	6,1%	0,97	2,8%	1,59	4,5%	1,96	5,3%
Jahresüberschuss	4,54		1,29		1,66		1,98	
In €								
Gewinn je Aktie*	0,44		0,13		0,16		0,19	
Dividende je Akt. / Rendite	0,15	4,4%	0,15	4,4%	0,15	4,4%	0,15	4,4%
Kennzahlen								
EV/Umsatz	0,78		0,70		0,68		0,65	
EV/EBITDA	6,97		10,47		7,98		7,19	
EV/EBIT	12,84		24,76		15,06		12,22	
KGV	7,71		26,76		21,13		17,80	
KBV (EK-Basis zum 31.12.2008)			0,75					

Highlights:

- ITK-Markt durch Konjunkturlage belastet, aber verhältnismäßig stabil
- USU Software AG hebt in Q2 2009 Umsatz an und erzielt eine deutliche Ergebnisverbesserung
- Internationalisierungsstrategie sollte im zweiten Halbjahr zusätzlich positive Impulse liefern
- Prognosen unverändert; Rating weiterhin Kaufen

Unternehmen

Profil

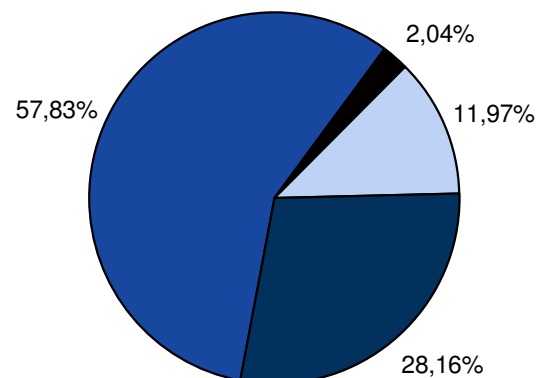
Die 1977 gegründete USU Software AG mit Sitz in Möglingen bietet als Spezialist für Business Service Management, Anwendungen und Servicedienstleistungen im Rahmen ihres Produkt- und Servicegeschäftes. Mit ihren bekanntesten Produkten Valuation und USU KnowledgeCenter ist die USU Software AG in der Lage, den wachsenden technischen und kaufmännischen Anforderungen zu entsprechen und individuelle ganzheitliche Lösungen für ihre Kunden anzubieten. Dabei liegt der Fokus auf dem Business Service Management, welches als ein neuartiger strategischer Ansatz für die Unternehmen den Wertbeitrag der IT-Organisation in den Unternehmenserfolg einbindet. Besonders wichtig ist das Herausfiltern und die Konzentration auf die Prozesse, die für den Wertbeitrag entscheidend sind. Mit der integrierten Software Suite Valuation haben die Kunden der USU Software AG diese Möglichkeit, gepaart mit einer effizienten Kostenplanung ihrer IT-Assets sowie einer individuellen Anpassung der IT-Services an ihre Geschäftsanforderungen. Das Ziel nachhaltiger Kosteneinsparungen und nutzungsabhängiger Kostenverrechnung bestimmt die Qualität und Optimierungspotenziale dieses Produktes.

Unternehmensweite Recherchen und die optimale Ausnutzung vorhandener interner und externer Wissensquellen werden im Bereich der Knowledge Business Lösungen durch die USU KnowledgeCenter Suite ermöglicht. Das Leistungsspektrum der USU Software AG wird durch die Business Solutions, die die Realisierung und Integration kompletter IT-Systeme und Architekturen im Rahmen von Projekten unterstützt, abgerundet. Individuallösungen für die Automobilindustrie über die Finanzbranche bis hin zum öffentlichen Sektor verdeutlichen die branchenübergreifenden Einsatzmöglichkeiten der von USU Software AG angebotenen Beratungsdienstleistungen.

Zum Kundenstamm der Gesellschaft gehören namhafte Unternehmen wie MAN, AOK, Allianz, Bosch, Volkswagen, T-Systems sowie von öffentlicher Seite die Städte Köln, Berlin, Stuttgart, sowie die Bayerische Staatskanzlei.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Udo Strehl / USPEG / WIZ-Stiftung	57,83 %
Peter Scheufler	11,97 %
USU-Organen (exkl. Udo Strehl)	2,04 %
Streubesitz	28,16 %



Quelle: USU, 20.08.09

Markt und Marktumfeld

Der aktuelle Rückgang des deutschen Bruttoinlandsproduktes spiegelt die globalen Verhältnisse wider, die nach wie vor von rezessiven Tendenzen beherrscht werden. Dennoch kann in den jüngst gemeldeten Zahlen des Statistischen Bundesamtes eine leichte Bodenbildung abgelesen werden. Demnach konnte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im zweiten Quartal des laufenden Jahres um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zulegen und damit gleichzeitig die Rezessionsphase verlassen. Weiterhin wird aber auf Sicht des Gesamtjahres 2009 mit bis zu -6,4 % ein deutlich rückläufiges BIP erwartet.

Von diesem gesamtwirtschaftlichen Marktumfeld beeinflusst präsentiert sich die deutsche IT-Branche insgesamt etwas weniger optimistisch. Im neuesten BITKOM-Branchenbarometer Q2-2009 zeigten insgesamt 53 % der befragten IT-Serviceanbieter eine positive Erwartungshaltung für den weiteren Verlauf des Geschäftsjahres 2009. Parallel hierzu erwarten 46 % der befragten Software-Unternehmen stabile oder steigende Umsatzerlöse. Im Vergleich dazu, äußerten sich im Vorquartal noch über 70 % der befragten Unternehmen optimistisch zum weiteren Jahresverlauf.

Diesem Umstand wird durch die Prognosen des deutschen Branchenverbandes BITKOM Rechnung getragen. Auf Gesamtjahresbasis wird demnach eine rückläufige Entwicklung des ITK-Marktes in Höhe von 2,5 % erwartet. Vorhergehende Prognosen erwarteten hier noch ein Marktwachstum in Höhe von bis zu 1,5 %. Die für die USU Software AG relevanten Teilmärkte Software (-2,2 %) und IT-Services (+0,7 %) sollen erneut eine bessere Entwicklung aufzeigen. Ähnliches prognostiziert der europäische Branchenverband EITO, der eine Reduktion des europäischen IT-Marktvolumens in Höhe von 2,2 % erwartet, nachdem im Vorjahr noch ein Wachstum von knapp 4 % registriert wurde.

Reduktion des IT-Marktvolumens in Höhe von 2,2 % erwartet

Umsatzentwicklung - Q2/2009

in Mio. Euro	Q2/2008	Veränderung	Q2/2009
Umsatz	8,33	+ 0,4 %	8,36
<i>davon Umsatz - Produkt</i>	5,60	+ 1,3 %	5,67
<i>davon Umsatz - Service</i>	2,72	- 1,5 %	2,68

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Mit erwirtschafteten Umsatzerlösen in Höhe von 8,36 Mio. € reiht sich das zweite Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2009 in die bereits aufgezeigte positive Entwicklung der Vor quartale ein. Gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres konnte die USU Software AG damit ein Umsatzwachstum in Höhe von 0,4 % erzielen (Q2/2008: 8,33 Mio. €).

Für diese Entwicklung zeigt sich in erster Linie das starke Beratungsgeschäft verantwortlich, das mit 5,23 Mio. € um 12,9 % über dem Vorjahreswert ausgefallen ist (Q2/2008: 4,63 Mio. €). Gleichzeitig präsentiert sich das Beratungsgeschäft als der umsatzstärkste Bereich der USU Software AG. Dabei hat sich der Anteil an den Gesamtumsätzen von

Starkes Beratungsgeschäft in Q2 2009

Starkes Produktgeschäft stabilisiert die Umsatzsituation

Auslandsanteil der Umsätze deutlich auf 8,8 % angehoben

55,6 % (Q2/2008) auf 62,5 % deutlich erhöht. Diese Situation ist zudem auf die rückläufige Entwicklung des wesentlich volatileren Lizenzgeschäftes zurückzuführen. Die von der USU Software AG erzielten Lizenz Erlöse in Höhe von 1,14 Mio. € konnten mit einem Minus von 40,5 % nicht an den Vorjahreswert von 1,91 Mio. € anknüpfen. Im Gegensatz hierzu stiegen die Wartungserlöse der Gesellschaft um 8,1 % auf 1,76 Mio. € (Q2/2008: 1,63 Mio. €) weiter an. Komplettiert werden die Umsatzerlöse der USU Software AG von den sonstigen Umsätzen, die mit 0,23 Mio. € gegenüber dem Vorjahresquartal um 47,1 % angehoben werden konnten (Q2/2008: 0,16 Mio. €).

In der Primärsegmentbetrachtung spiegelt sich das eben dargestellte Bild wider. Das traditionell starke „Produktgeschäft“, das alle produktbezogenen Umsatzerlöse der Gesellschaft darstellt, konnte vom soliden Beratungs- und Wartungsgeschäft profitieren und mit 5,67 Mio. € einen Anstieg von 1,3 % verzeichnen (Q2/2008: 5,60 Mio. €). Der negative Verlauf des Lizenzgeschäftes, der im „Produktgeschäft“ ebenfalls seinen Eingang findet, konnte somit ausgeglichen werden.

Das „Servicesegment“, das die beratungsbezogenen Serviceumsätze darstellt, konnte mit 2,68 Mio. € nicht an das Vorjahresniveau von 2,72 Mio. € anknüpfen und verzeichnete damit eine geringe Reduktion in Höhe von 1,5 %. Umsatzerlöse, die keinem dieser beiden Segmente zugeordnet werden können, beliefen sich mit 0,01 Mio. € nahezu auf dem Vorjahresniveau.

Das internationale Bestreben der USU Software AG kann im leichten Anstieg der Auslandsumsätze ersehen werden. Insgesamt konnten im zweiten Quartal 2009 außerhalb Deutschlands 0,73 Mio. € erzielt werden, was in Relation zu den Gesamtumsätzen einem Auslandsanteil von 8,8 % gleichkommt. In der Vergleichsperiode des Vorjahreszeitraumes erzielte das Unternehmen Auslandsumsätze in Höhe von 0,53 Mio. € und wies damit korrespondierend einen Auslandsanteil in Höhe von 6,3 % auf. Neben der Gründung einer eigenen Landesgesellschaft in Österreich, bewirken die Partnerschaften in den Benelux-Ländern und Osteuropa eine Verbesserung der ausländischen Ertragslage des Unternehmens. Hinzu werden positive Impulse aus den Regionen Italien, Schweiz, Skandinavien aber auch aus dem arabischen Raum und den USA erwartet. In diesem Zusammenhang wurde Anfang des laufenden Geschäftsjahres das Vertriebsteam der Tochtergesellschaft USU AG durch Sven Wilms, einem international erfahrenen Vorstand für Global Sales erweitert.

Ergebnisentwicklung - Q2/2009

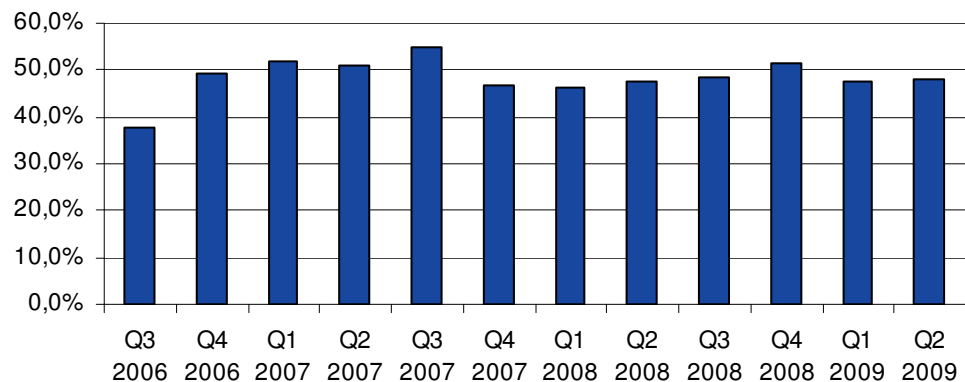
in Mio. Euro	Q2/2008	Veränderung	Q2/2009
EBITDA	0,48	+ 10,3 %	0,53
EBIT	0,39	+ 13,2 %	0,45
Periodenergebnis	0,21	+ 33,6 %	0,29
EPS in €	0,02	+ 33,6 %	0,03

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Reduktion der Sachkosten sowie positive Auswirkungen aus einem auslastungsoptimierten Einsatz freier Mitarbeiter, ließen die Herstellungskosten des Umsatzes mit 4,34 Mio. € nahezu auf dem Vorjahresni-

veau von 4,35 Mio. € verharren. In Verbindung mit dem leichten Anstieg der Umsatzerlöse verzeichnete die USU Software AG im zweiten Quartal 2009 jedoch eine Reduktion des auf den Umsatz bezogenen Herstellkostenanteils auf 51,6 % (Q2/2008: 52,2 %). Analog hierzu stieg der Rohertrag um 1,0 % auf 4,02 Mio. € (Q2/2008: 3,98 Mio. €) und damit in Folge die korrespondierende Rohertragsmarge auf 48,1 % (Q2/2008: 47,8 %). Diese Entwicklung wird durch den Wegfall von Sonderbelastungen im Zusammenhang mit einem Festpreisprojekt unterstützt, die sich auf den Vergleichszeitraum negativ ausgewirkt hatten.

Entwicklung der Rohertragsmarge über die Quartale



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die forcierten internationalen Aktivitäten der USU Software AG schlugen sich aber nur in einem leichten Anstieg der Marketing- und Vertriebsaufwendungen nieder. Zum zweiten Quartal des Vorjahres erhöhten sich diese lediglich marginal um 1,5 % von 1,49 Mio. € auf 1,51 Mio. €. Entsprechend verzeichnete die auf den Umsatz bezogene Kostenquote einen leichten Anstieg von 17,8 % (Q2/2008) auf 18,0 % (Q2/2009).

Im zweiten Quartal beliefen sich die Allgemeinen Verwaltungsaufwendungen auf 0,71 Mio. € und lagen damit um 4,3 % unterhalb des Vorjahresniveaus (Q2/2008: 0,74 Mio. €). Ausgaben des Bereiches Forschung und Entwicklung blieben mit 1,38 Mio. € nahezu auf dem Vorjahresniveau von 1,37 Mio. €. Hier ist ein gewisser Basiseffekt zu ersehen, da im Vorjahr ab dem zweiten Quartal Mehraufwendungen in diesem Bereich anfielen. Die saldierten sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen summieren sich im zweiten Quartal 2009 auf 0,02 Mio. € (Q2/2008: 0,01 Mio. €).

Unter Einbezug der allgemein leicht rückläufigen Kostenquote kann das Unternehmen in Q2 2009 ein EBITDA in Höhe von 0,53 Mio. € aufweisen und damit den Vorjahreswert um erfreuliche 10,3 % übertreffen (Q2/2008: 0,48 Mio. €). Die korrespondierende EBITDA-Marge verzeichnet damit ebenfalls einen Anstieg auf 6,4 % (Q2/2008: 5,8 %).

Erwartungsgemäß fielen in Summe im zweiten Quartal 2009 Abschreibungen in Höhe von 0,27 Mio. € an und blieben somit mit -29,7 % deutlich unterhalb des Vorjahreswertes. Im Vorjahreszeitraum wies die USU Software AG Abschreibungen in Höhe von 0,38 Mio. € auf. Demzufolge stieg das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) auf 0,26 Mio. € um 40,4 % deutlich an (Q2/2008: 0,19 Mio. €).

USU Software AG verfügt nach wie vor über einen sehr soliden Finanzmittelbestand in Höhe von 8,67 Mio. €. Demzufolge, aber auch aufgrund

EBITDA um 10,3 %
gesteigert

Periodenüberschuss
verzeichnet deutlichen
Anstieg in Höhe von
33,6 %

stabile EK-Quote von
85,1 %

des Fehlens jeglicher Bankverbindlichkeiten, kann die Gesellschaft erwartungsgemäß ein positives Finanzergebnis präsentieren, das sich im zweiten Quartal 2009 auf 0,05 Mio. € belief. Im Vergleich dazu erzielte die USU Software AG im Vergleichszeitraum des Vorjahres aufgrund eines höheren Zinsniveaus ein Finanzergebnis in Höhe von 0,09 Mio. €.

Damit erwirtschaftete die USU Software AG ein Vorsteuerergebnis (EBT) in Höhe von 0,32 Mio. € (Q2/2008: 0,28 Mio. €). Unter Berücksichtigung der Steueraufwendungen in Höhe von 0,03 Mio. € weist das Unternehmen einen Periodenüberschuss von 0,29 Mio. € auf. Zum Vorjahreszeitraum kommt dies einem deutlichen Anstieg in Höhe von 33,6 % gleich (Q2/2008: 0,21 Mio. €).

Bilanzielle Betrachtung zum 30.06.2009

Wie in den vergangenen Berichtsperioden baut das operative Geschäft der USU Software AG auf sehr solide Bilanzrelationen auf. Auf der Passivseite der Bilanz zum 30.06.2009 sticht erneut das Eigenkapital in Höhe von 44,84 Mio. € hervor, das in Verbindung mit einer Bilanzsumme von 52,67 Mio. € eine hohe Eigenkapitalquote von 85,1 % nach sich zieht. Zum Bilanzstichtag 31.12.2008 belief sich das Eigenkapital der Gesellschaft auf 45,92 Mio. €. Der hieraus zu ersehende leichte Rückgang des Eigenkapitals beruht dabei hauptsächlich auf der im zweiten Quartal 2009 erfolgten Dividendenauszahlung in Höhe von 1,50 Mio. €.

Eine weitere wesentliche Veränderung der Passivseite der Bilanz wird im Anstieg des passiven Rechnungsabgrenzungspostens von 0,95 Mio. € (31.12.08) auf 3,00 Mio. € ersichtlich. Diese Entwicklung spiegelt die bereits zum Jahresbeginn vereinnahmten Wartungsanzahlungen wider, die sich jedoch unterjährig bei entsprechender Umsatzrealisierung reduzieren. Weiterhin bewirkte die finale Earn-Out-Zahlung für die in 2006 erworbene LeuTek GmbH in Höhe von 0,88 Mio. € einen Rückgang der sonstigen Verbindlichkeiten auf 2,57 Mio. € (31.12.2008: 3,21 Mio. €). Die langfristigen Verbindlichkeiten blieben mit 0,18 Mio. € in etwa auf dem Niveau der Geschäftsjahresbilanz 2008 (31.12.2008: 0,15 Mio. €).

Das Umlaufvermögen der USU Software AG reduzierte sich um 6,6 % von 19,29 Mio. € auf 18,03 Mio. €. Die Gesellschaft verzeichnete hier einen Rückgang der liquiden und liquiditätsnahen Mittel von 9,54 Mio. € auf 8,67 Mio. €. Im Wesentlichen wird mit dieser Entwicklung die bereits angesprochene Dividendenauszahlung sowie die finale Earn-Out-Zahlung abgebildet. Parallel hierzu reduzierten sich die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie die Ertragssteuerforderungen auf 4,33 Mio. € (31.12.2008: 5,38 Mio. €) respektive 0,85 Mio. € (31.12.2008: 1,39 Mio. €). Die noch nicht abgerechneten unfertigen Leistungen weiteten sich hingegen stichtagsbedingt von 1,83 Mio. € (31.12.2008) auf 3,22 Mio. € aus.

Das Anlagevermögen der Gesellschaft fällt mit 34,65 Mio. € in etwa auf dem Niveau der Vergleichsperiode aus (31.12.2008: 34,86 Mio. €).

Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der USU Software AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,50 % (bisher: 3,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,143. Die Konjunktursensitivität sowie die Höhe der fixen zahlungswirksamen Kosten sind die Haupteinflussfaktoren der GBC-Schätzmethode. Bei der USU Software AG haben wir eine Konjunktursensitivität von 100,0 % sowie zahlungswirksame Fixkosten in Höhe von 60,0 % ermittelt.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,79 % (bisher: 9,29 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,79 % (bisher: 9,29 %).

Kapitalkosten von
9,79 % ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	9,79 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	5,00 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	15,00 %
WACC	9,79 %

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,0%	ewige EBITA - Marge	10,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	1,2%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	7,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert	
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e		
Umsatz (US)	35,34	37,10	39,14	41,30	43,57	45,96	48,49	51,16		
US Veränderung	4,0%	5,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	2,0%	
US zu operativen Anlagevermögen	1,05	1,10	1,16	1,22	1,28	1,34	1,41	1,48		
EBITDA	3,00	3,33	3,91	4,13	4,36	4,60	4,85	5,12		
EBITDA-Marge	8,5%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%		
EBITA	2,61	2,94	3,50	3,72	3,94	4,18	4,43	4,70		
EBITA-Marge	7,4%	7,9%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	9,1%	9,2%	10,0%	
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,34 13,0%	-0,38 13,0%	-0,46 13,0%	-0,48 13,0%	-0,51 13,0%	-0,54 13,0%	-0,58 13,0%	-0,61 13,0%	-0,61 13,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	2,27	2,56	3,05	3,23	3,43	3,64	3,86	4,09		
Kapitalrendite	6,4%	7,1%	8,4%	8,9%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	9,6%	
Working Capital (WC)	2,50	2,60	2,74	2,89	3,05	3,22	3,39	3,58		
WC zu Umsatz	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%		
Investitionen in WC	-0,78	-0,10	-0,14	-0,15	-0,16	-0,17	-0,18	-0,19		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	33,61	33,67	33,72	33,89	34,06	34,23	34,40	34,57		
AFA auf OAV	-0,39	-0,39	-0,41	-0,41	-0,41	-0,42	-0,42	-0,42		
AFA zu OAV	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		
Investitionen in OAV	-0,49	-0,45	-0,46	-0,58	-0,58	-0,59	-0,59	-0,59		
Investiertes Kapital	36,11	36,27	36,46	36,78	37,11	37,45	37,79	38,15		
EBITDA	3,00	3,33	3,91	4,13	4,36	4,60	4,85	5,12		
Steuern auf EBITA	-0,34	-0,38	-0,46	-0,48	-0,51	-0,54	-0,58	-0,61		
Investitionen gesamt	-2,14	-0,55	-0,60	-0,73	-0,74	-0,75	-0,77	-0,78		
Investitionen in OAV	-0,49	-0,45	-0,46	-0,58	-0,58	-0,59	-0,59	-0,59		
Investitionen in WC	-0,78	-0,10	-0,14	-0,15	-0,16	-0,17	-0,18	-0,19		
Investitionen in Goodwill	-0,88	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	0,52	2,40	2,86	2,92	3,10	3,30	3,51	3,73	37,25	

	GJ 2009e	GJ 2010e
Wert operatives Geschäft	34,28	35,24
Barwert expliziter FCFs	14,91	13,97
Barwert des Continuing Value	19,38	21,27
Nettoschulden (Net debt)	-10,86	-12,04
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	45,15	47,28
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	45,15	47,28
Ausstehende Aktien in Mio.	10,238	10,238
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,41	4,62

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,14
Eigenkapitalkosten	9,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	0,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	15,0%
WACC	9,8%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalren- dite	WACC				
	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
5,6%	3,73	3,62	3,52	3,44	3,37
7,6%	4,40	4,22	4,07	3,94	3,82
9,6%	5,06	4,82	4,62	4,44	4,28
11,6%	5,72	5,42	5,16	4,94	4,74
13,6%	6,38	6,02	5,71	5,44	5,20

Fazit

Die derzeitigen konjunkturellen Schwierigkeiten gehen an der IT-Branche zwar nicht spurlos vorbei, dennoch kann die Entwicklung im aktuellen Umfeld als stabil bezeichnet werden kann. Als besonders widerstandsfähig haben sich die für die USU Software AG wichtigen Teilbereiche IT-Services und Software herauskristallisiert, denen überdurchschnittliche Marktpotenziale bescheinigt werden. Prognosen des Branchenverbandes BITKOM erwarten für diese Teilmärkte auf Jahresbasis einen leichten Anstieg in Höhe von 0,7 % respektive eine leicht rückläufige Entwicklung in Höhe von -2,2 %.

Erneut konnte die USU Software AG auch im zweiten Quartal von der aktuellen Marktentwicklung überproportional profitieren. Hierfür stehen Umsatzerlöse in Höhe von 8,36 Mio. €, die gegenüber dem Vorjahresquartal um 0,4 % erhöht werden konnten (Q2/2008: 8,33 Mio. €). In erster Linie konnte die Gesellschaft von einem guten Beratungsgeschäft profitieren, das mit einem Plus von 12,9 % deutlich den Vorjahreswert übertrafen hat. Zusammen mit der ebenfalls positiven Entwicklung der Wartungserlöse konnten damit die Umsatzrückgänge im volatileren Lizenzgeschäft ausgeglichen werden.

Dem Wegfall von Sonderbelastungen im Zusammenhang mit einem Festpreisprojekt, stehen Aufwendungen aus einer forcierten Internationalisierung gegenüber. Dennoch präsentierte die USU Software AG ein im Vergleich zum Vorjahr deutlich verbessertes Ergebnis. Demnach beläuft sich das EBITDA auf 0,53 Mio. € und kommt damit gegenüber dem Vergleichszeitraum einem Anstieg von 10,3 % gleich (Q2/2008: 0,48 Mio. €). Aufgrund der rückläufigen Abschreibungsquote fiel das EBIT mit 0,26 Mio. € um 40,4 % über dem Vorjahreswert aus (Q2/2008: 0,19 Mio. €). In Summe erzielte die USU Software AG im zweiten Quartal 2009 ein Periodenergebnis in Höhe von 0,29 Mio. € (Q2/2008: 0,21 Mio. €).

Die weitere Basis für einen erfolgreichen Verlauf des Geschäftsjahres 2009 wurde damit gelegt. Unseres Erachtens wird im zweiten Halbjahr die Internationalisierungsstrategie der Gesellschaft weitere positive Umsatz- und Ergebnisbeiträge liefern. In diesem Zusammenhang plant die USU Software AG bis zum kommenden Geschäftsjahr eine Ausweitung der Auslandsumsätze auf bis zu 15 %. Um dies zu erreichen, wurde bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 das Vertriebsteam der Tochtergesellschaft USU AG durch den neuen, international erfahrenen Vorstand für Global Sales, Sven Wilms, erweitert. Zusätzlich wurde mit der USU Austria GmbH eine eigene Landesgesellschaft in Österreich gegründet. Hierdurch, aber auch aufgrund weiterer Partnerschaften im europäischen Ausland, erwarten wir positive Impulse auf die Umsatz- und Ertragssituation der Gesellschaft. Vorerst haben wir unsere Prognosen für 2009 und 2010 jedoch unverändert belassen. Nach wie vor erwarten wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 35,34 Mio. € (2009) sowie 37,10 Mio. € (2010) ein Umsatzwachstum in Höhe von 4,0 % (2009) respektive 5,0 % (2010). Weiterhin prognostizieren wir in 2009 ein EBITDA in Höhe von 3,00 Mio. € und erwarten für das kommende Geschäftsjahr 2010 ein EBITDA von 3,33 Mio. €.

Auf Grundlage unserer DCF-Bewertung haben wir einen fairen Wert je Aktie auf 2010er Basis in Höhe von 4,62 € ermittelt. In den letzten Wochen hat die Aktie bereits einen Teil der zuvor gesehenen Unterbewertung abbauen können. Legt man aktuelle Kursniveaus von 3,40 € zugrunde, so ergibt sich ein Potenzial von 26,4 %. Wir stufen daher die USU Software AG unverändert mit dem Rating „KAUFEN“ ein.

Prognosen für 2009
und 2010 unverändert

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Christoph Schnabel, Dipl. Betriebswirt (FH), Vorstand

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de