



Researchstudie (Update)



**„Hohe Dynamik durch
anorganisches Wachstum erwartet“**

Fairer Wert: 5,15 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite IV

USU Software AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 5,15

aktueller Kurs: 3,54
25.8.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl³: 10,521*
*nach KE in Q3 2010

Marketcap³: 35,47
EnterpriseValue³: 22,66
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 28,2 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG
LBBW

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Christoph Schnabel
schnabel@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

Unternehmensprofil

Branche: Software

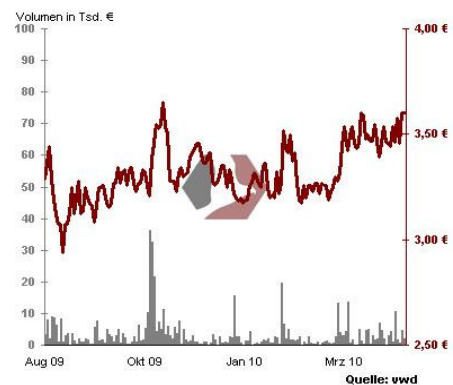
Fokus: Business Service
Management/Knowledge Business

Mitarbeiter: 278 Stand: 30.6.2010

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt



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 Valuemation 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. Mit dem Fokus auf Business Service Management als neuartigen strategischen Ansatz für Unternehmen ermöglichen die Produkte der USU Software AG die Konzentration auf die entscheidenden Kernprozesse sowie die Einbindung des Wertbeitrages der IT-Organisation in das Unternehmen. Mit der integrierten Software Suite Valuemation haben die Kunden von USU die Möglichkeit einer effizienten Kostenplanung ihrer IT-Infrastruktur sowie der individuellen Anpassung der IT-Services an ihre Geschäftsanforderungen. Unternehmensweite Recherchen und die optimale Ausnutzung vorhandener externer Wissensquellen werden durch die USU KnowledgeCenter Suite ermöglicht.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	33,98	34,05	38,41	44,18
EBITDA	2,29	2,55	3,74	5,30
EBIT	0,97	0,45	2,06	3,36
Jahresüberschuss	1,29	1,54	2,02	2,71

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,12	0,15	0,19*	0,26*
Dividende je Aktie	0,15	0,15	0,15	0,20

* das EPS wurde auf Basis einer neuen Aktienzahl von 10,52 Mio. Stück berechnet

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,67	0,67	0,59	0,51
EV/EBITDA	9,90	8,89	6,06	4,28
EV/EBIT	23,37	50,37	11,00	6,75
KGV	27,50	23,04	17,56	13,09
KBV		0,77		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

18.11.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht
22.11.2010: Deutsches Eigenkapitalforum
09.12.2010: X. MKK

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

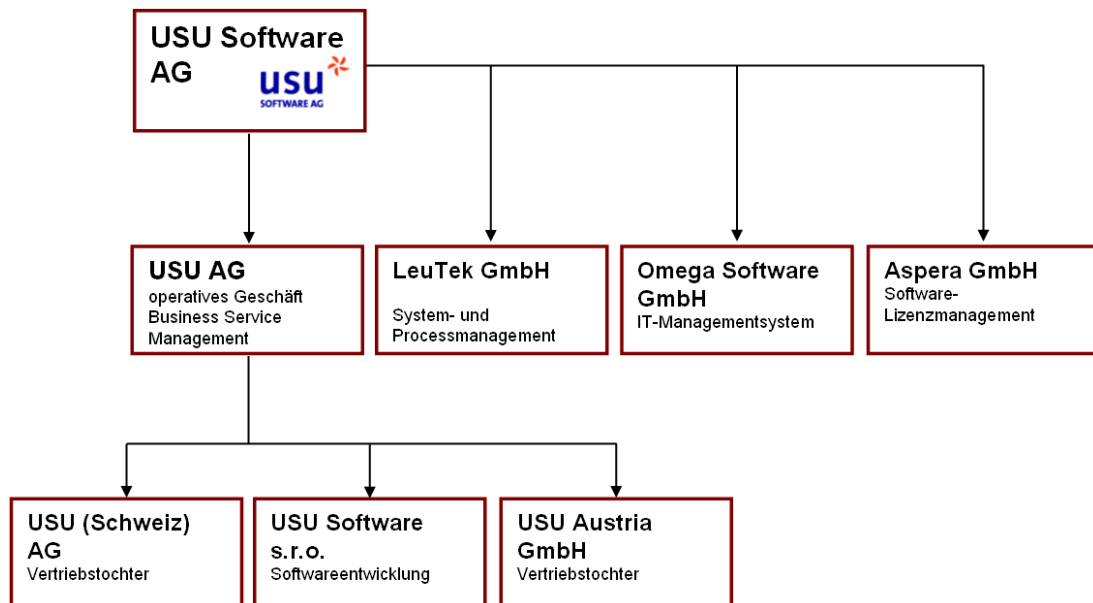
12.7.2010: RS / 5,15 / KAUFEN
31.5.2010: RS / 4,64 / KAUFEN
31.3.2010: RS / 4,64 / KAUFEN
17.11.2009: RS / 4,62 / KAUFEN
6.11.2009: RG / 4,62 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Konsolidierungskreis der USU Software AG zum 01.08.2010

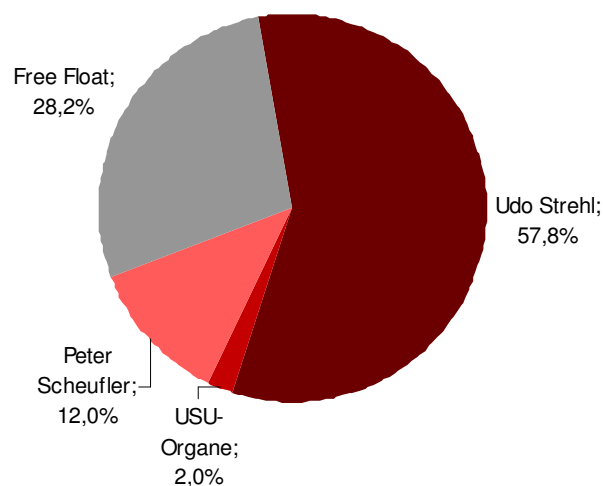


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aktionärsstruktur zum 25.08.2010

Anteilseigner (in %)	zum 20.08.2009	zum 25.08.2010
Udo Strehl/USPEG/WIZ-Stiftung	57,8 %	57,8 %
USU-Organe	2,0 %	2,0 %
Peter Scheufler	12,0 %	12,0 %
Streubesitz	28,2 %	28,2 %

Aktionärsstruktur (25.08.2010)



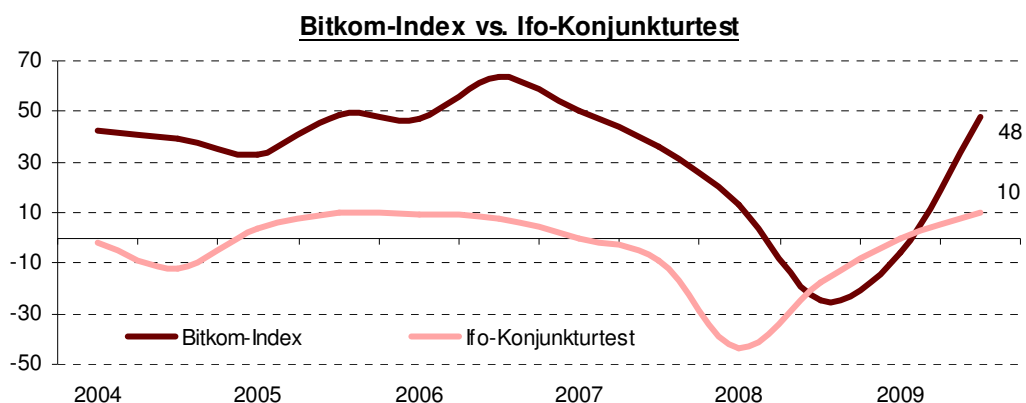
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Markt und Marktumfeld

ITK-Markt Deutschland - Profiteur des konjunkturellen Aufschwungs

Der ITK-Markt in Deutschland konnte sich im abgelaufenen Krisenjahr 2009 nicht von den allgemeinen konjunkturellen Vorgaben lösen und musste Einbußen beim Marktvolumen von etwa 4,3 % hinnehmen. Diese Entwicklung ist jedoch vor dem Hintergrund eines BIP-Rückgangs in Deutschland von 5,0 % zu sehen. Damit zeigt der deutsche ITK-Markt eine gewisse Sensitivität zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, konnte sich dennoch im Vergleich dazu stabiler entwickeln. Der für die USU Software AG relevante Teilmarkt „Software“ weist dabei in 2009 einen überproportionalen Rückgang von 5,2 % auf. Demgegenüber steht aber eine stabilere Entwicklung des ebenfalls für die USU Software AG wichtigen Teilmarktes „IT-Services“, welcher sich mit einer 2,5%igen Volumenminderung verhältnismäßig stabil entwickelte.

Im aktuellen Umfeld, welches von deutlichen gesamtwirtschaftlichen Erholungstendenzen geprägt ist, sind die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung bei beiden angesprochenen und für die USU Software AG wichtigen Teilmärkten besonders positiv. Gemäß des aktuellen BITKOM-Branchenbarometers Q2-2010 erwarten insgesamt 71 % der Anbieter von Informationstechnik und Telekommunikation ein Umsatzwachstum. Insbesondere die Erwartungen im „Software“-Segment, das im Krisenjahr einen überproportionalen Volumenrückgang aufweisen musste, sind als sehr positiv herauszustellen. 77 % der Befragten erwarten hier eine positive Umsatzentwicklung im Geschäftsjahr 2010. Im Bereich „IT-Services“ prognostizieren 69 % der Studienteilnehmer steigende Umsätze. Insgesamt hatten diese zwei Segmente einen wesentlichen Anteil an der positiven Entwicklung des BITKOM-Index, welcher im 1.Halbjahr 2010 von 13 Punkte auf 48 Punkte geklettert ist. Im Vergleich dazu stieg der Ifo-Konjunkturtest im gleichen Zeitraum von 0 Punkte auf 10 Punkte an.



Quelle: BITKOM

ITK-Markt International - Rückkehr zur alten Dynamik mit einem Wachstum von 3 %

Gemäß einer Untersuchung des Branchenverbandes EITO (European Information Technology Observatory) verzeichnete der weltweite ITK-Markt im Krisenjahr 2009 einen leichten Volumenrückgang von 2.368 Mio. € auf 2.365 Mio. €. Gegenüber dem Vorjahr ist diese Entwicklung einem verhältnismäßig geringen Rückgang von 0,1 % gleichzusetzen. Deutliche Einbußen verkraften musste der Markt für IT-Hardware. Die Ausgaben für Software und IT-Dienstleistungen gestalteten sich jedoch ebenfalls rückläufig. Im Zuge der globalen wirtschaftlichen Erholung erwartet EITO für das laufende Jahr 2010 eine Rückkehr zum Wachstum, welches in etwa 3 % betragen dürfte. Damit liegt das für 2010 prognostizierte weltweite Marktvolumen des ITK-Marktes bei etwa 2.440 Mio. €.

Herauszustellen hierbei ist die strategische Ausrichtung der USU Software AG, die den Fokus auf das internationale Wachstum gelegt hat. Dementsprechend bietet das internationale ITK-Marktumfeld eine gute Basis für die Gesellschaft.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung Q2 2010 - Bodenbildung nach Investitionszurückhaltung

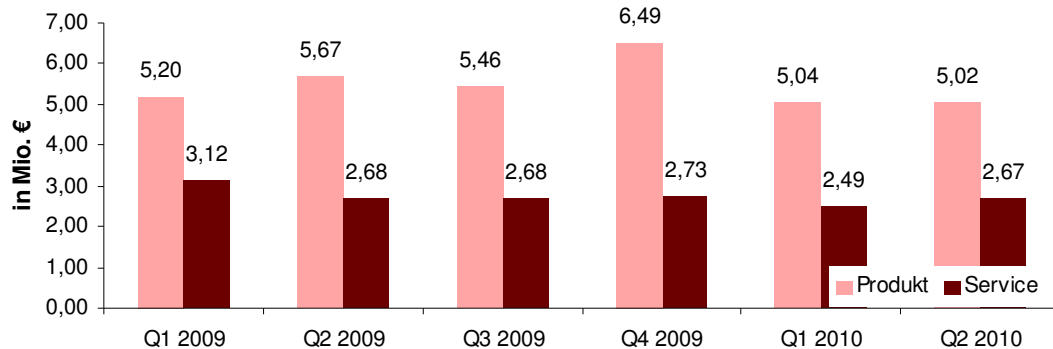
in Mio. €	Q2 2009	Δ 2009/2010	Q2 2010
Umsatz	8,36	- 8,0 %	7,69
davon Umsatz - Produkt	5,67	- 11,5 %	5,02
davon Umsatz - Service	2,68	- 0,3 %	2,67

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Produktgeschäft belastet; Servicegeschäft stabil

Die Umsatzerlöse der USU Software AG im zweiten Quartal 2010 zeigen sich weiterhin von der verhaltenen Investitionsbereitschaft der Kunden geprägt und reduzierten sich daher gegenüber dem Vorjahresquartal von 8,36 Mio. € (Q2/09) um 8,0 % auf 7,69 Mio. €. Besonders deutlich wird hier eine negative Beeinträchtigung aus Projektverschiebungen sichtbar, eine Situation, die auch schon im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres zu beobachten war. Dementsprechend minderten sich, vor allem bedingt durch fehlende Lizenzerlöse, die Umsätze im Segment „Produktgeschäft“ überproportional auf 5,02 Mio. € und damit gegenüber dem Vorjahresquartal um 11,5 % (Q2/09: 5,67 Mio. €). Demgegenüber wird im beratungsbezogenen Segment „Servicegeschäft“ eine Verbesserung der Auftragsituation und der Auslastung ersichtlich, die sich in Umsätzen von 2,67 Mio. € niederschlägt. Somit fielen diese in etwa auf dem Niveau des Vorjahresquartals (Q2/09: 2,68 Mio. €) aus.

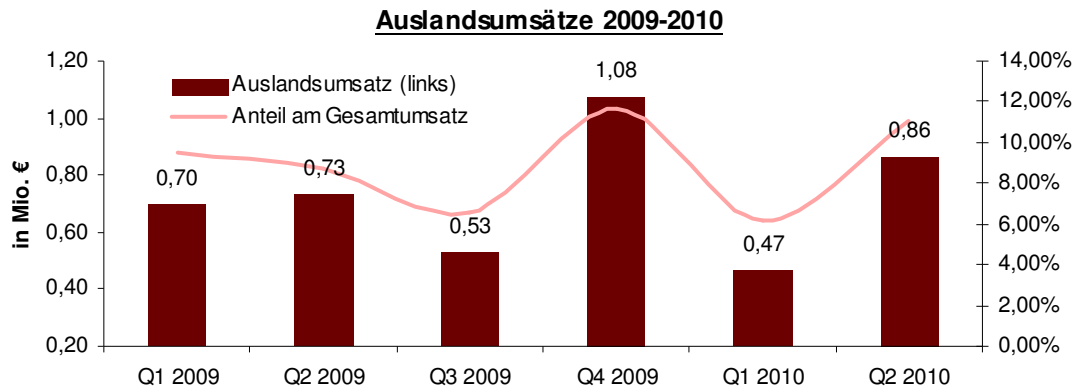
Produkt- und Serviceumsätze (2009 - 2010)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch wenn die allgemeine Umsatzentwicklung leicht unter den Erwartungen ausgefallen ist, so werden insbesondere zum Ende der Berichtsperiode Erholungstendenzen ersichtlich. Untermauert werden diese durch einen soliden Auftragsbestand, welcher sich zum 30.06.2010 auf 14,84 Mio. € belief und damit um 15,3 % über dem Vorjahresniveau von 12,88 Mio. € lag. Wie aus der Umsatzhistorie der Gesellschaft zu ersehen, wird die aktuelle Auftragslage ein traditionell dynamischeres zweites Halbjahr 2010 nach sich ziehen.

Diese Entwicklung soll auch durch die Zunahme der internationalen Umsätze unterstützt werden. Die USU Software AG verfolgt eine konsequente Internationalisierungsstrategie, die durch die Gründung eigener ausländischer Landesvertretungen sowie der Vereinbarung ausländischer Vertriebspartnerschaften umgesetzt wird. Positiv hervorzuheben ist dabei die Tatsache, dass die internationalen Umsätze hauptsächlich im „Produktgeschäft“ generiert werden und damit einen höheren Ergebnisbeitrag liefern sollen. Die internationalen Umsätze konnten im Zuge dieser Forcierung auf 0,86 Mio. € (Q2/09: 0,73 Mio. €) gesteigert werden und waren damit für insgesamt 11,1 % (Q2/09: 8,75 %) der Gesamtumsätze verantwortlich. Besonders deutlich wird die dynamische Entwicklung am Vergleich zum Vorquartal, denn in diesem Zeitraum erzielte die USU Software AG internationale Umsätze von lediglich 0,47 Mio. €. Tendenziell soll die Rolle der Umsätze außerhalb Deutschlands weiterhin zunehmen und sich auf einem hohen Niveau einpendeln.



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Kosten-/Ergebnisentwicklung - Gesamtkosten leicht gemindert; Ergebnis rückläufig

in Mio. €	Q2 2009	Δ 2009/2010	Q2 2010
EBITDA (Marge)	0,53 (6,4 %)	-71,0 %	0,16 (2,0 %)
EBIT (Marge)	0,26 (3,2 %)	neg.	-0,12 (neg.)
Konzernergebnis	0,29	neg.	-0,02
EPS	0,03	neg.	0,00

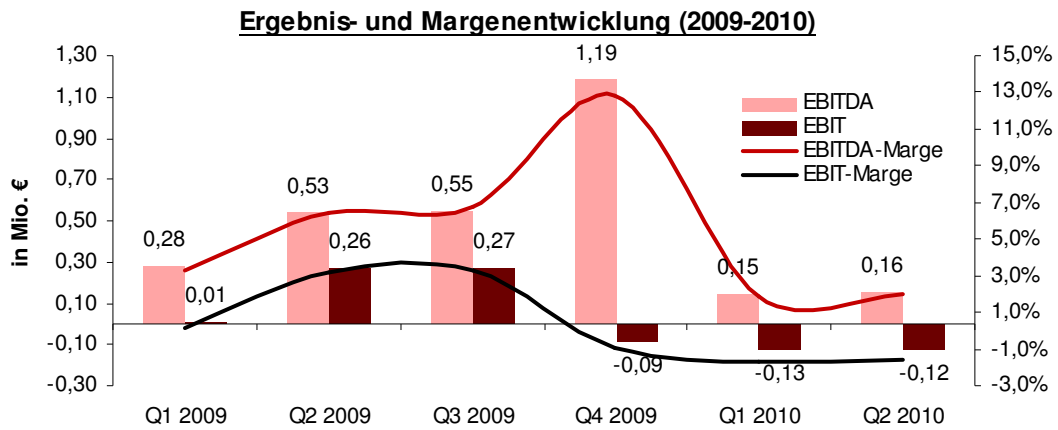
Quelle USU Software AG; GBC AG

Als wichtigste Kostenposition konnten zwar die Herstellkosten des Umsatzes von 4,34 Mio. € (Q2/09) um 6,3 % auf 4,07 Mio. € reduziert werden, bezogen auf den geminderten Konzernumsatz erhöhte sich jedoch die Kostenquote von 51,9 % (Q1/09) auf 52,9 %. Zurückführen lässt sich die Reduktion der absoluten Herstellkosten auf einen kapazitätsbedingten geringeren Einsatz freier Mitarbeiter und damit einhergehend rückläufiger Honorare. Dementsprechend erzielte die USU Software AG ein Bruttoergebnis in Höhe von 3,62 Mio. €, welches um 9,7 % unterhalb des Vorjahreswertes (Q2/09: 4,02 Mio. €) ausfiel.

Die Vertriebsaktivitäten der Gesellschaft konzentrierten sich in der abgelaufenen Berichtsperiode auf eigene Veranstaltungen und Road-Shows. Erwähnenswert in diesem Zusammenhang ist die im zweiten Quartal 2010 durchgeführte Veranstaltung „USU World 2010“, an der etwa 200 in- und ausländische Kunden teilgenommen haben. Komplettiert werden die Vertriebsanstrengungen der USU Software AG durch Roadshows in Österreich, Schweiz, Niederlande, Slowakei oder Saudi-Arabien, die zugleich das Internationalisierungsbestreben der Gesellschaft widerspiegeln. Die Marketing- und Vertriebskosten bleiben mit auf 1,50 Mio. € jedoch in etwa auf dem Niveau des Vorjahres (Q2/09: 1,51 Mio. €).

Ebenfalls konstant entwickelten sich die allgemeinen Verwaltungskosten von 0,68 Mio. € (Q2/09: 0,71 Mio. €) als auch die Forschungs- und Entwicklungskosten von 1,38 Mio. € (Q2/09: 1,38 Mio. €), welche in etwa auf dem Niveau des Vorjahres ausfielen. Demzufolge steigerten sich aufgrund der geminderten Umsatzbasis die hierauf bezogenen Kostenquoten. Bei den Verwaltungsaufwendungen erhöhte sich diese von 8,5 % (Q2/09) auf 8,9 %, im Bereich der Forschungs- und Entwicklung steigerte sich die Kostenquote von 16,5 % (Q2/09) auf 18,0 %.

Zwar konnte die USU Software AG absolut einen leichten Rückgang der Kosten verzeichnen, aufgrund der geminderten Umsätze reduzierte sich das EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) deutlich um 71,0 % auf 0,16 Mio. € (Q2/09: 0,53 Mio. €). Dementsprechend minderte sich auch die EBITDA-Marge von 6,4 % (Q2/09) auf 2,0 %. Als Folge nahezu unveränderter Abschreibungen in Höhe von 0,28 Mio. € (Q2/09: 0,27 Mio. €) fiel das EBIT gemäß der eben beschriebenen Geschäftsentwicklung von 0,26 Mio. € auf -0,12 Mio. € in den negativen Bereich.

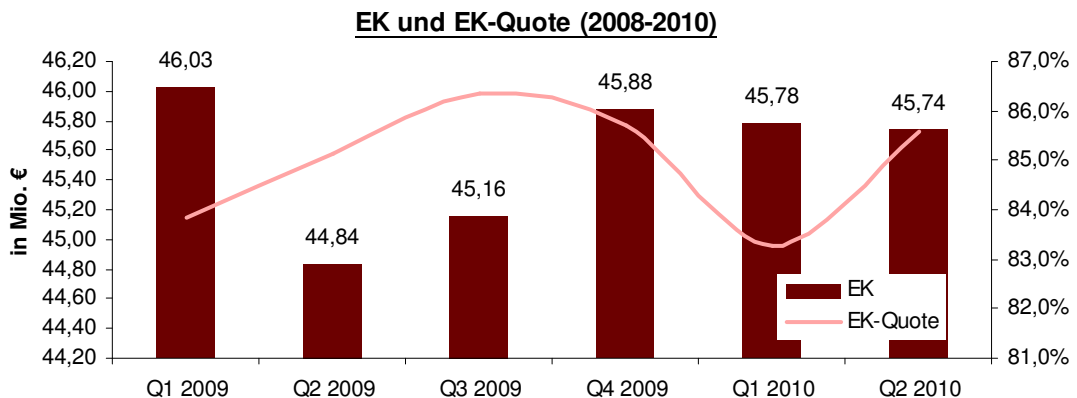


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Nach einem positiven Finanzergebnis in Höhe von 0,10 Mio. € (Q2/09: 0,05 Mio. €) sowie nach von im Rahmen der Bildung aktiver latenter Steuern ausgeglichenen Steueraufwendungen (Q2/09: 0,03 Mio. €) belief sich das Periodenergebnis auf -0,02 Mio. € (Q2/09: 0,29 Mio. €).

Bilanzielle Situation 30.06.2010 - EK-Quote 85,6 %; Liquide Mittel bei 10,07 Mio. €

Unverändert ist auch zum Stichtag 30.06.2010 die substanzielle Ausstattung der USU Software AG als sehr solide einzustufen. Hervorheben kann man hier ein Eigenkapital in Höhe von 45,74 Mio. € (31.12.2009: 45,88 Mio. €), welches einer sehr soliden EK-Quote von 85,6 % (31.12.2009: 85,7 %) entspricht.



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die langfristigen Verbindlichkeiten, die nach wie vor durch das Fehlen jeglicher Bankschulden gekennzeichnet sind, erhöhten sich gegenüber der Geschäftsjahresbilanz 2009 leicht von 7,65 Mio. € auf 7,71 Mio. €. Dieser Anstieg resultiert vor allem in der Erhöhung des Passiven Rechnungsabgrenzungspostens von 1,16 Mio. € (31.12.2009) auf 3,20 Mio. €. Erfasst werden hier Wartungsverträge, die zum Jahresbeginn in Rechnung gestellt werden und im Rahmen der Leistungserbringung erst im Jahresverlauf erfolgswirksam werden.

Auf der Aktivseite der Bilanz gab es gegenüber dem 31.12.2009 keine nennenswerten Veränderungen. Die USU Software AG verfügt auch zum 30.06.2010 mit 10,07 Mio. € (31.12.2009: 10,89 Mio. €) über einen ausreichenden Bestand an liquiden Mitteln.

Der operative Cashflow reduzierte sich im ersten Halbjahr 2010, vor allem infolge des negativen Periodenergebnisses, aber auch aufgrund einer Zunahme des Nettoumlaufvermögens von 1,63 Mio. € auf -0,70 Mio. €.

Prognosen - Überdurchschnittliches Wachstum durch Akquisition erwartet

in Mio. €	2009	2010e	2011e
Umsatz	34,05	38,41	44,18
EBITDA (EBITDA-Marge)	2,54 (7,5 %)	3,74 (9,8 %)	5,30 (12,0 %)
EBIT (EBIT-Marge)	0,45 (1,3 %)	2,06 (5,4 %)	3,36 (7,6 %)
Jahresüberschuss	1,55	2,02	2,71
EPS	0,15	0,19*	0,26*
Dividende	0,15	0,15	0,20

* EPS wurde auf Basis einer Aktienzahl nach erwarteter KE (Q3) von 10,52 Mio. Stück (aktuell: 10,02 Mio. Stück) ermittelt

Quelle: GBC AG

Die Erwartungen für den deutschen als auch für den internationalen ITK-Markt fallen im Zuge der konjunkturellen Erholungstendenzen positiv aus. Aufgrund einer Auflösung des Investitionsstaus erwarten die Marktteilnehmer insbesondere für die USU Software AG relevanten Teilmärkte „IT-Services“ und „Software“ Umsatzsteigerungen. 69 % respektive 77 % der befragten Unternehmen gehen in diesem Zusammenhang von einer gegenüber dem Vorjahr positiven Umsatzentwicklung aus. Ebenfalls positiv sind auch die weltweiten Vorgaben einer Erholung des ITK-Marktes zu werten, denn hier wird für das laufende Geschäftsjahr ein Volumenanstieg von etwa 3 % prognostiziert. Ein Teil dieser Dynamik wird sich auch in der Geschäftsentwicklung der USU Software AG wiederfinden, die hiervon besonders durch die verstärkte internationale Ausrichtung profitieren dürfte.

Untermauert wird diese Erwartung im Wesentlichen von einem Auftragsbestand, der speziell zum Ende der Berichtsperiode angezogen hat und mit 14,84 Mio. € um 15,3 % über dem Vorjahresniveau (12,88 Mio. €) lag. Ein Augenmerk liegt hierbei auf dem margenstarken Produktgeschäft, das von den aktuellen Erholungstendenzen im Rahmen einer Investitionsbelebung profitieren dürfte. Hinzu kommt die weitere Forcierung der internationalen Aktivitäten der Gesellschaft, die ebenfalls Beiträge für das margenstarke Produktgeschäft liefern sollten. Vor allem aufgrund eines traditionell starken Jahresendgeschäftes dürfte das Ziel eines weiteren signifikanten internationalen Wachstums realistisch sein.

Ebenfalls von hoher Bedeutung ist das anorganische Wachstum der Gesellschaft. Nach Ablauf des zweiten Quartals erwarb die USU Software AG mit dem Spezialisten für Lizenzmanagement, Aspera GmbH, ein sehr wachstumsstarkes Unternehmen (siehe Research Note vom 12.07.2010). Der Kaufpreis von etwa 3,00 Mio. € für einen 51 %igen Anteil an dieser Gesellschaft werten wir aufgrund der operativen Stärke der Aspera GmbH als attraktiv. Im Geschäftsjahr 2009/2010 erzielte die Aspera Umsatzerlöse von etwa 4,00 Mio. € mit einer EBIT-Marge in einem deutlich zweistelligen Bereich. Zusätzliche Umsatzbeiträge für 2010 in Höhe von etwa 3,00 Mio. € (Umsatzerwartung 2010: 6,00 Mio. €; Einbeziehung der Gesellschaft halbjährig ab 01.07.2010) sehen wir als realistisch an. Die Ergebnisbeiträge dürften aufgrund der in 2010 ergebniswirksamen Berücksichtigung der Anschaffungsnebenkosten aus dem Unternehmenserwerb in etwa ausgeglichen sein.

Organisch erwarten wir bei der USU Software AG ein über dem Marktdurchschnitt liegendes Umsatzwachstum von 4,0 %. Zuzüglich der Aspera-Umsatzbeiträge liegen die von uns erwarteten Gesamtumsätze für 2010 bei 38,41 Mio. €. Infolge eines im zweiten Halbjahr 2010 erwarteten stärkeren Produktgeschäftes dürfte das EBIT bei etwa 2,06 Mio. € liegen. Unterm Strich prognostizieren wir ein EPS von 0,19 € je Aktie. Die Bemessungsgrundlage für das Ergebnis je Aktie hat sich durch eine im Rahmen des Unternehmenserwerbs geplante Kapitalerhöhung in Höhe von 0,50 Mio. Aktien erhöht. Der Kaufpreis von 3,00 Mio. € wird zu rund 50 % in Aktien aus der Kapitalerhöhung und zu rund 50 % in bar beglichen.

Die vollständigen Effekte aus dem Unternehmenserwerb erwarten wir aufgrund einer ganzjährigen Einbeziehung der Aspera GmbH erst im Geschäftsjahr 2011. Auf Gesamtjahresbasis sehen wir einen positiven Umsatzeffekt von etwa 6,00 Mio. € als realistisch an und damit liegen die von uns prognostizierten Gesamtumsätze bei 44,18 Mio. €. Das EBIT von 3,36 Mio. € berücksichtigt dabei sowohl den Ergebnisbeitrag der Aspera GmbH als auch einen akquisitionsbedingten Anstieg der Abschreibungen. Unterm Strich erwarten wir für 2011 ein EPS in Höhe von 0,26 €.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 und 2011 in Phase 1 erfolgt von 2012 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,7 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 13,00 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,00 %.

Bestimmung der Kapitalkosten - WACC aufgrund risikolosen Zinssatzes gemindert

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 3,00 % (bisher 3,25 %).

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 1,1429.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,29 % (bisher: 9,54 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,29 % (bisher: 9,54 %).

Bewertungsergebnis - Kursziel bestätigt

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,29 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als **Kursziel 5,15 €** und damit bestätigen wir unser bisheriges Kursziel.

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	11,7%	ewige EBITA - Marge	10,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	1,2%	effektive Steuerquote im Endwert	26,5%
Working Capital zu Umsatz	4,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	38,41	44,18	46,39	48,71	51,14	53,70	56,39	59,21	
US Veränderung	12,8%	15,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,13	1,26	1,31	1,31	1,31	1,31	1,31	1,31	
EBITDA	3,74	5,30	5,43	5,70	5,98	6,28	6,60	6,93	
EBITDA-Marge	9,7%	12,0%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	
EBITA	3,36	4,91	5,01	5,28	5,55	5,82	6,12	6,42	
EBITA-Marge	8,8%	11,1%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,9%
Steuern auf EBITA	-0,44	-1,27	-0,65	-0,69	-0,72	-0,76	-0,79	-0,83	
zu EBITA	13,0%	26,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	26,5%
EBI (NOPLAT)	2,93	3,63	4,36	4,60	4,83	5,07	5,32	5,59	
Kapitalrendite	8,8%	10,3%	11,9%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	10,2%
Working Capital (WC)	1,40	1,60	2,13	2,24	2,35	2,47	2,59	2,72	
WC zu Umsatz	3,6%	3,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	
Investitionen in WC	-0,16	-0,20	-0,53	-0,11	-0,11	-0,12	-0,12	-0,13	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	34,00	35,00	35,30	37,07	38,92	40,86	42,91	45,05	
AFA auf OAV	-0,38	-0,39	-0,41	-0,42	-0,44	-0,46	-0,48	-0,51	
AFA zu OAV	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Investitionen in OAV	-2,55	-1,39	-0,71	-2,18	-2,29	-2,41	-2,53	-2,65	
Investiertes Kapital	35,40	36,60	37,43	39,31	41,27	43,33	45,50	47,78	
EBITDA	3,74	5,30	5,43	5,70	5,98	6,28	6,60	6,93	
Steuern auf EBITA	-0,44	-1,27	-0,65	-0,69	-0,72	-0,76	-0,79	-0,83	
Investitionen gesamt	-5,71	-1,59	-5,55	-2,29	-2,40	-2,52	-2,65	-2,78	
Investitionen in OAV	-2,55	-1,39	-0,71	-2,18	-2,29	-2,41	-2,53	-2,65	
Investitionen in WC	-0,16	-0,20	-0,53	-0,11	-0,11	-0,12	-0,12	-0,13	
Investitionen in Goodwill	-3,00	0,00	-4,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-2,40	2,43	-0,77	2,72	2,86	3,00	3,15	3,31	54,92

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	40,73	42,08
Barwert expliziter FCFs	11,23	9,84
Barwert des Continuing Value	29,50	32,24
Nettoschulden (Net debt)	-10,91	-12,06
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	51,64	54,14
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	51,64	54,14
Ausstehende Aktien in Mio.	10,521	10,521
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,91	5,15

Kapitalkostenermittlung :

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

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
8,6%	4,87	4,56	4,30	4,08	3,89
9,6%	5,40	5,03	4,72	4,46	4,24
10,6%	5,93	5,50	5,15	4,84	4,58
11,6%	6,47	5,98	5,57	5,23	4,93
12,6%	7,00	6,45	5,99	5,61	5,28

Fazit

Hohe Dynamik durch anorganisches Wachstum; Kursziel von 5,15 € bestätigt

In der abgelaufenen Berichtsperiode waren bei der USU Software AG die Auswirkungen der Finanzkrise und damit einhergehend ein zurückhaltendes Investitionsverhalten seitens der Kunden ersichtlich. Hiervon besonders betroffen war im Rahmen von Projektverschiebungen das Produktgeschäft der Gesellschaft, welches sich im zweiten Quartal 2010 gegenüber dem Vorjahresquartal um 11,5 % auf 5,02 Mio. € (Q2/09: 5,67 Mio. €) minderte. Das Servicegeschäft zeigte hingegen zum Ende der Berichtsperiode eine Verbesserung der Auslastung auf und stabilisierte sich mit 2,67 Mio. € in etwa auf dem Niveau des Vorjahresquartals (Q2/09: 2,68 Mio. €). Im Zuge der somit geminderten Gesamtumsätze der USU Software AG auf 7,69 Mio. € (Q2/09: 8,36 Mio. €) konnten zwar die Gesamtkosten leicht reduziert werden, diese fingen jedoch den Umsatzrückgang nicht vollständig auf. Daher fiel das EBIT im zweiten Quartal 2010 von 0,26 Mio. € (Q1/09) auf -0,12 Mio. € in den negativen Bereich.

Die Belastungen der abgelaufenen Berichtsperiode sind dabei als nachlaufende krisenbedingte Effekte zu verstehen. Denn der ITK-Markt in Deutschland, hier insbesondere die für die USU Software AG relevanten Teilmärkte „Software“ und „IT-Services“, dürfte im Zuge der konjunkturellen Erholung eine positive Dynamik entwickeln. Die hier befragten Branchenunternehmen gehen für diese beiden Teilmärkte mit einem Anteil von 69 % respektive 77 % von steigenden Umsätzen auf Gesamtjahresbasis 2010 aus. Ebenfalls positiv sind auch die weltweiten Vorgaben einer Erholung des ITK-Marktes zu werten, denn hier wird für das laufende Geschäftsjahr 2010 ein Volumenanstieg von etwa 3 % prognostiziert. Diese positive Erwartungshaltung hat sich bei der USU Software AG besonders zum Ende des zweiten Quartals in einer verbesserten Auftragslage niedergeschlagen. Zum Stichtag 30.06.2010 belief sich der Auftragsbestand bei 14,84 Mio. € und lag damit um 15,3 % oberhalb des Vorjahresniveaus.

Auch im laufenden Geschäftsjahr 2010 dürfte das zweite Halbjahr das operativ stärkere werden. Zumal die internationale Fokussierung der USU Software AG weitere Umsatzbeiträge zum margenstarken Produktgeschäft leisten dürfte. Im zweiten Quartal 2010 erzielte die Gesellschaft im Ausland Umsätze in Höhe von 0,86 Mio. € (Q2/09: 0,73). Damit lag der internationale Anteil an den Gesamtumsätzen bei 11,1 % (Q2/09: 8,75 %). Von hoher Wichtigkeit sind in diesem Zusammenhang die Vereinbarungen ausländischer Vertriebspartnerschaften sowie die Gründung eigener Landesvertretungen. Zusätzliche Roadshows im Ausland runden die Verstärkung der internationalen Aktivitäten der Gesellschaft ab.

Ein weiterer wichtiger Aspekt der künftigen Unternehmensentwicklung ist das anorganische Wachstum. Substanziell ist die USU Software AG solide ausgestattet (EK-Quote: 85,6 %; liquide Mittel: 10,07 Mio. €) und verfügt somit über genügend Freiraum, Akquisitionen zu tätigen. Nach Ablauf des zweiten Quartals erwarb die USU Software AG mit dem Spezialisten für Lizenzmanagement, Aspera GmbH, ein sehr wachstumsstarkes Unternehmen. Der Kaufpreis für einen 51%igen Anteil an dieser Gesellschaft beläuft sich auf etwa 3,00 Mio. € und soll je hälftig in bar und Aktien beglichen werden. Zusätzliche Umsatzbeiträge für das laufende Geschäftsjahr 2010 dürften bei etwa 3,00 Mio. € liegen, der Ergebnisbeitrag dürfte aufgrund buchhalterischer Auswirkungen in etwa ausgeglichen sein. Vollständige Umsatz- und Ergebnisbeiträge sind erst im kommenden Geschäftsjahr 2011 realisierbar. Dementsprechend erwarten wir für 2010 Gesamtumsätze in Höhe von 38,41 Mio. € und ein EBIT von 2,06 Mio. €. Im kommenden Geschäftsjahr 2011 dürften die Umsatzerlöse bei 44,18 Mio. € und das EBIT bei 3,36 Mio. € liegen.

Auf Grundlage einer neuen Aktienzahl (KE in Höhe von 0,50 Mio. Stück) haben wir somit ein 2011er Kursziel von 5,15 € ermittelt. Auf Grund des sich daraus ergebenden Kurspotenzials von 45,5 % bestätigen wir daher unser Rating KAUFEN und sehen die USU Software AG weiterhin als attraktives Investment an.

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 verwandt, 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 Angebotsschreiben 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. Aktiensplitts, 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 Wertpapierte 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 Interessenskonflikten 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), Finanzanalyst

§ 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