



Researchstudie (Anno)



**Mit neuen Rekordwerten auf dem
Weg zum Produkthaus**

Kursziel: 6,00 €

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: 6,00

aktueller Kurs: 4,74
24.3.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl³: 10,524

Marketcap³: 49,87

EnterpriseValue³: 46,05

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 26,8 %

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: 306 Stand: 31.12.2010

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 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. 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 Valuation 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	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	34,05	38,02	42,59	47,70
EBITDA	2,55	4,61	5,80	6,74
EBIT	0,45	2,58	3,60	4,88
Jahresüberschuss	1,55	2,35	3,15	4,08

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,15	0,23	0,30	0,39
Dividende je Aktie	0,15	0,20	0,25	0,30

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,35	1,21	1,08	0,97
EV/EBITDA	18,06	9,99	7,94	6,83
EV/EBIT	102,33	17,85	12,79	9,44
KGV	32,17	21,22	15,83	12,22
KBV		1,02		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

05.04.2011: 4. LBBW Konferenz, London
12.-13.04.2011: DVFA-Forum
26.05.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht
30.06.2011: Hauptversammlung
17.11.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht
21.-23.11.2011: EK-Forum

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

7.12.2010: RS / KAUFEN
7.12.2010: RG / 5,15 / KAUFEN
1.12.2010: RS / 5,15 / KAUFEN
26.8.2010: RS / 5,15 / KAUFEN
12.7.2010: RS / 5,15 / 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.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	1
Konsolidierungskreis.....	1
Produkte und Kundenkreis.....	2

Markt und Marktumfeld

Konjunktorentwicklung.....	3
Prognosen.....	3

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	4
Geschäftsentwicklung 2010.....	5
Umsatzentwicklung.....	5
Ergebnisentwicklung.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	8
Cashflow-Betrachtung und Rentabilitätsanalyse.....	9
Prognose und Modellannahmen.....	10

Bewertung/ Fazit

Bewertung.....	12
Modellannahmen.....	12
Bestimmung der Kapitalkosten.....	12
Bewertungsergebnis.....	12
Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung.....	13
Fazit	14

Anhang

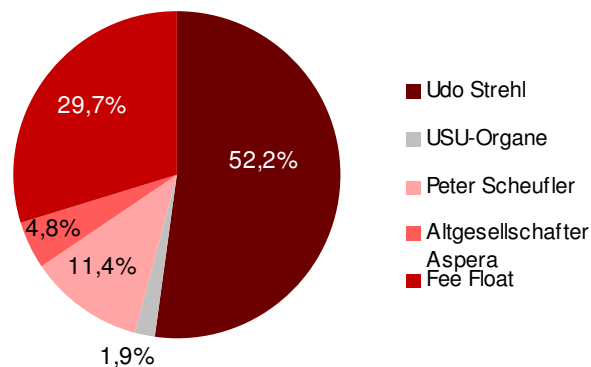
Disclaimer und Haftungsausschluss	II
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	IV

Unternehmen

Aktionärsstruktur

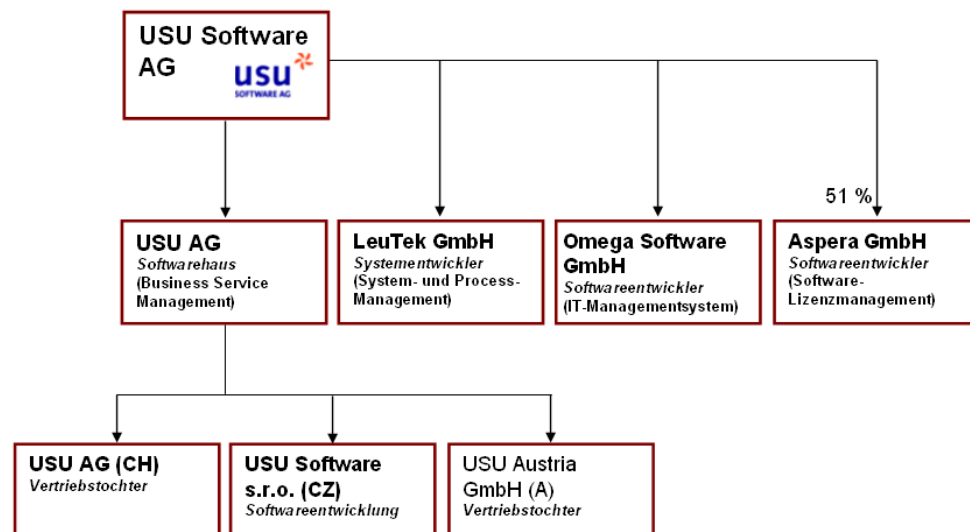
Anteilseigner in %	31.03.2009	31.03.2010	28.03.2011
Udo Strehl /USPEG / WIZ-Stiftung	56,1 %	57,8 %	52,2 %
USU-Organe	2,0 %	2,0 %	1,9 %
Peter Scheufler	11,6 %	12,0 %	11,4 %
eigene Anteile	3,0 %	-	-
Altgesellschafter Aspera GmbH	-	-	4,8 %
Streubesitz	27,3 %	28,2 %	29,7 %

Aktionärsstruktur zum 28.03.2011



Quelle: USU Software AG

Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die USU Software AG ist als Konzernobergesellschaft derzeit an sieben inländischen und ausländischen, operativ aktiven Tochtergesellschaften beteiligt. Zum 01. Juli 2010 ist die Aspera GmbH, ein Spezialist für Lizenzmanagement, mit einer Beteiligungsquote von 51 % neu hinzugekommen. Die restlichen 49 % werden in den kommenden zwei Jahren im Rahmen eines so genannten Earn-Out-Modells sowohl in Bar als auch in Form von Aktien bezahlt. Mit den beiden Tochtergesellschaften LeuTek und Omega wurden Ergebnisabführungsverträge geschlossen.

Produkte und Kundenkreis

Die Produktpalette der USU Software AG lässt sich im Wesentlichen in die Bereiche Business Service Management (BSM), Knowledge Business sowie Business Solutions unterteilen.

Business Service Management (BSM)

Mit der Produktsuite *Valuation* werden die zentralen Aspekte des Business Service Management abgedeckt. Die kostenoptimale und effiziente Einbindung der IT in die Geschäftsprozesse und in die Wertschöpfungskette eines Unternehmens können dabei als oberste Ziele des BSM angesehen werden. Verschiedene Aspekte spielen in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle. So sind die Überwachung und Absicherung geschäftskritischer Prozesse, die Verfügbarkeit und Qualität von IT-Services und die Erhöhung der Sichtbarkeit des Wertschöpfungsbeitrages der IT als wichtige Bestandteile zu nennen. Mit der Produktsuite *Valuation* können dabei die USU-Kunden auf eine umfassende und modular aufgebaute Lösung zurückgreifen.

Knowledge Business

Der Bereich des Knowledge Business ist ein Kernbestandteil des USU Leistungsspektrums. Mit den so genannten Knowledge Business Solutions der USU-Gruppe kann Wissen im Unternehmen schnell und effizient nutzbar gemacht werden. Das Kernprodukt dieses Bereiches ist das *USU KnowledgeCenter*, eine modular aufgebaute und webbasierte Produktsuite für die Informationsbereitstellung in wissensintensiven Geschäftsprozessen.

Ein wichtiges Modul des *USU KnowledgeCenter* ist der *USU KnowledgeMiner*, welcher im Grunde eine sehr leistungsfähige Suchmaschine darstellt. Adressiert werden Unternehmen, die schnell auf strukturierte und unstrukturierte Informationen zurückgreifen müssen und einen großen Bedarf einer schnellen Informationsversorgung haben. *USU KnowledgeBase*, ein einfaches und effizientes Dokumentenverwaltungssystem sowie der *USU KnowledgeGuide*, ein System zur Fehlerdiagnose und Lösungssuche mit Hilfe so genannter dynamischer Entscheidungsbäume, komplettieren das Angebot der USU Software AG.

Business Solutions

Die Konzeption, Entwicklung und Wartung innovativer Wissensportale und Individuallösungen werden in diesem Servicebereich der USU Software AG gebündelt. Mit Hilfe von Wissensportalen werden dabei Arbeitsabläufe gezielt mit Informationen unterstützt und neue Möglichkeiten der Wertschöpfung aufgezeigt. Über die angebotene Dienstleistung hinaus können die Kunden der USU-Gruppe dabei auch auf *Individuallösungen* zurückgreifen. Auch hier wird die gesamte Umsetzung, von der Konzeption über die Entwicklung bis zum Betrieb, abgedeckt. Flankiert wird dies durch die Technologieberatung, die bei der *Prozess- und Systemintegration* ansetzt.

Wichtige Referenzkunden



BOSCH



DAK
Unternehmen Leben

DAIMLER



LANXESS
Energizing Chemistry



Deutsche Telekom **T**



WIENER STÄDTISCHE
VIENNA INSURANCE GROUP



Markt und Marktumfeld

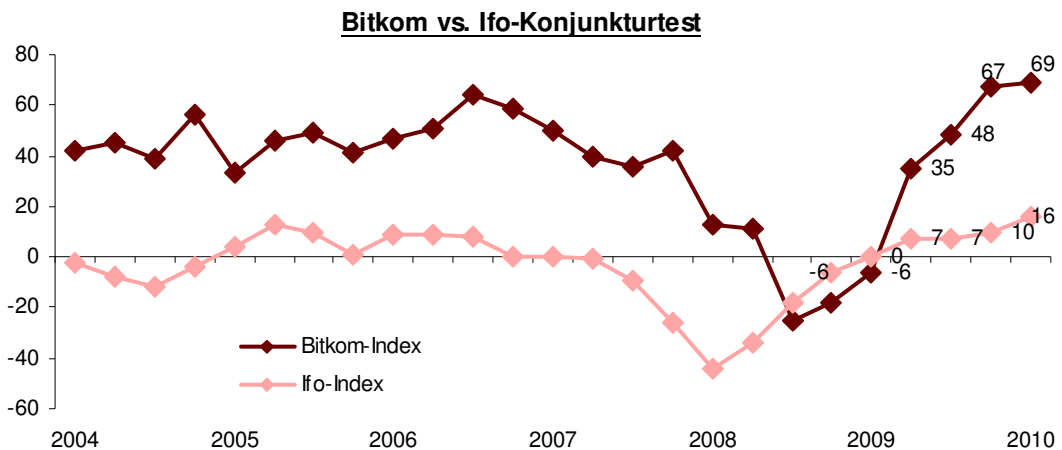
Konjunktorentwicklung - IT-Branche gut durch die Krise gekommen

Die deutsche Wirtschaft konnte im Jahr 2010 sowohl von positiven inländischen als auch ausländischen Impulsen profitieren und verzeichnete mit einem BIP-Wachstum von 3,6 % das höchste Wirtschaftswachstum seit der Wiedervereinigung. Der Grund hierfür liegt jedoch auch im Basiseffekt begründet, denn im Krisenjahr 2009 reduzierte sich das BIP um -4,7 %.

Diese Entwicklung findet sich, wenn auch mit einer geringen Dynamik, ebenfalls in der ITK-Branche wieder. Gemäß ITK-Marktzahlen des Branchenverbandes BITKOM reduzierte sich das Marktvolumen im Jahr 2009 um -4,8 % auf rund 140,0 Mrd. €. Ähnlich wie die gesamtwirtschaftliche Entwicklung konnte im letzten Jahr wieder ein Marktzuwachs beobachtet werden. Dieser fiel jedoch aufgrund einer noch zu Beginn des Jahres vorherrschenden, eingeschränkten Investitionsbereitschaft, mit 2,0 % verhältnismäßig niedrig aus. In den für die USU Software AG relevanten Teilbereichen Software und IT-Services konnten Wachstumsraten von 3,5 % respektive 1,7 % beobachtet werden.

Prognosen - Rekordwerte beim BITKOM-Index, Erholung auch in Europa erwartet

Hinsichtlich der künftigen Entwicklung des IT-Marktes sind die aktuellen Erwartungen als sehr optimistisch einzuschätzen. Gemäß BITKOM-Index, der die Erwartungen der IT-Unternehmen abbildet, hat die Stimmung der IT-Unternehmen neue Rekordwerte erreicht. Im vierten Quartal 2010 ist der BITKOM-Index auf 69 Punkte angestiegen und damit auf den höchsten Wert seit Einführung des Barometers im Jahr 2001. Rund 84 % der ITK-Unternehmen erwarten für das Jahr 2011 ein Umsatzplus, lediglich 16 % gehen von stabilen oder rückläufigen Umsätzen aus. Besonders optimistisch zeigen sich die Unternehmen der Teilbereiche IT-Services und Software. Hier gehen rund 90 % respektive 89 % der Unternehmen von steigenden Umsätzen aus.



Quelle: BITKOM

Im Verhältnis zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland ist hier ein deutlich positiveres Stimmungsbild zu ersehen. Denn der Ifo-Index, das Pendant zum Bitkom-Index, hat in den letzten Quartalen eine weitaus geringere Dynamik aufgezeigt.

Ein ebenso wichtiges und positives Signal wird auch auf europäischer Ebene erwartet. Gemäß EITO, dem europäischen IT-B Branchenverband, ist analog zur deutschen Entwicklung eine Auflösung des Investitionsstaus zu beobachten. Nach dem starken Rückgang in 2009 dürfte 2011 weiter von Erholungstendenzen geprägt sein und es wird ein Marktwachstum von 3,9 % erwartet. Besonders die osteuropäischen und baltischen Staaten, die überproportionale Rückgänge in der Finanzkrise zu verkraften hatten, dürften in 2011 zwischen 7 % und 11 % zulegen. USU Software AG ist mit der österreichischen Tochtergesellschaft USU Austria GmbH gut positioniert, um an diesen positiven Aussichten zu partizipieren.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009	Δ in %	GJ 2010	Δ in %	GJ 2011e	Δ in %	GJ 2012e
Umsatzerlöse	34,048	+11,7	38,023	+12,0	42,586	+12,0	47,696
Herstellungskosten	-17,554	+6,3	-18,656	+13,0	-21,080	+14,0	-24,039
Bruttoergebnis	16,494	+17,4	19,367	+11,0	21,506	+10,0	23,657
Marketing- und Vertriebskosten	-5,891	+7,7	-6,343	+6,4	-6,750	+9,6	-7,400
Allg. Verwaltungskosten	-2,762	-1,8	-2,712	+5,1	-2,850	+7,0	-3,050
F & E - Kosten	-5,636	+6,7	-6,016	+8,0	-6,500	+4,6	-6,800
Afa auf immaterielles Vermögen	-0,728	+57,7	-1,148	+32,4	-1,520	-23,0	-1,170
Afa auf Firmenwert	-0,998	-52,7	-0,472	-36,4	-0,300	0,0	-0,300
Sonstige betriebliche Erträge	0,042	+452,4	0,232	-18,1	0,190	0,0	0,190
Sonst. betr. Aufwendungen	-0,068	+379,4	-0,326	-44,8	-0,180	+38,9	-0,250
EBIT	0,453	+470,0	2,582	+39,3	3,596	+35,6	4,877
Zinserträge	0,437	-22,0	0,341	+2,6	0,350	-8,6	0,320
Zinsaufwendungen	-0,116	+83,6	-0,213	-53,1	-0,100	+0,0	-0,100
Steueraufwendungen	0,772	k.A.	-0,362	+91,2	-0,692	+47,3	-1,019
Konzernjahresüberschuss	1,546	+51,9	2,348	+34,3	3,154	+29,3	4,078
EBITDA	2,546		4,614		5,796		6,737
in % von den Umsatzerlösen	7,5		12,1		13,6		14,1
EBIT	0,453		2,583		3,596		4,877
in % von den Umsatzerlösen	1,3		6,8		8,4		10,2
Durchschnittliche Aktienanzahl in Mio. Stück	10,021		10,272		10,524		10,524
Ergebnis je Aktie in €	0,15		0,23		0,30		0,39
Dividende je Aktie in €	0,15		0,20		0,25		0,30

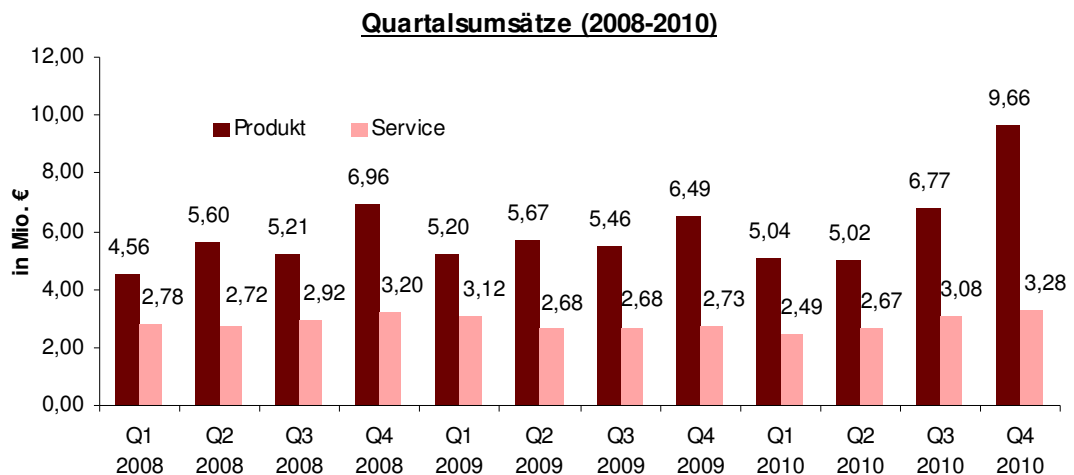
Geschäftsentwicklung 2010 - Neues Rekordjahr stellt Weichen für die Zukunft

in Mio. €	GJ 2009	Δ 2009/2010	GJ 2010
Umsatzerlöse	34,05	+ 11,7 %	38,02
Umsatzerlöse - Produkt	22,82	+ 16,1 %	26,48
Umsatzerlöse - Service	11,20	+ 2,8 %	11,52
Umsatzerlöse - Sonstige	0,03	- 30,0 %	0,02

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - deutlich positive Tendenz zum Jahresende hin

Infolge einer außerordentlich guten Entwicklung der zweiten Jahreshälfte 2010 konnte die USU Software AG sehr überzeugende Zahlen abliefern. Während noch der Beginn des abgelaufenen Geschäftsjahres 2010 unter dem Einfluss von Projektverschiebungen und einer geringen Investitionsbereitschaft stand, konnte mit zunehmendem Verlauf des Jahres 2010 eine Verbesserung der Auftragslage über alle Geschäftsbereiche hinweg beobachtet werden. Besonders hervorzuheben ist hierbei das Q4 2010, welches mit neuen Umsatzrekorden aufwarten konnte und damit einen wesentlichen Beitrag zum bisher besten Geschäftsjahr der Unternehmensgeschichte leistete. Insgesamt erhöhten sich die Umsatzerlöse um 11,7 % auf 38,02 Mio. € (GJ 09: 34,05 Mio. €). Die relative Umsatzstärke im Q4 2010, hier insbesondere im Segment Produktgeschäft, kann an der folgenden Grafik abgelesen werden:



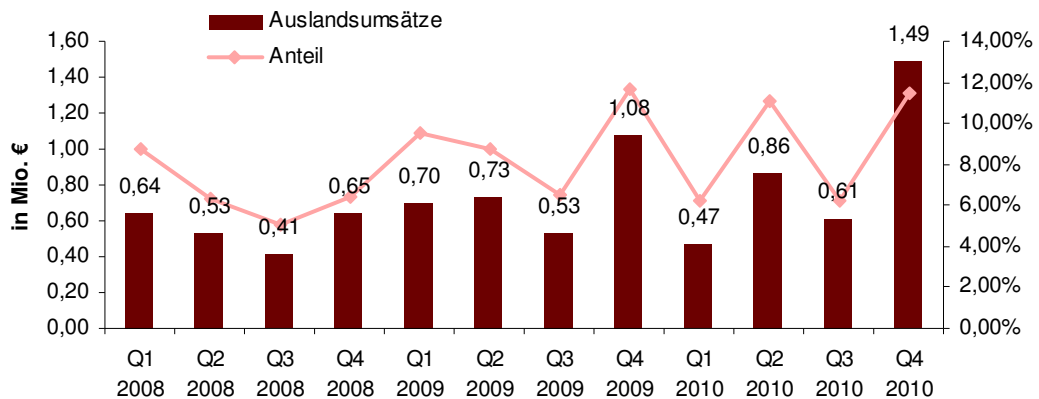
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Demnach lag der Umsatzzuwachs im Produktbereich auf Gesamtjahresbasis 2010 bei 16,1 % auf 26,48 Mio. € (GJ 09: 22,82 Mio. €). In dieser Steigerung findet sich sowohl ein organisches als auch anorganisches Wachstum wieder. Neue namhafte nationale als auch internationale Kunden wie die Basler Versicherungs AG, Wiener Städtische AG, Allianz Managed Operations and Services SE oder Wüstenrot & Württembergische AG runden das organische Wachstum ab. Zum 01. Juli 2010 erwarb die USU Software AG zudem 51 % des Spezialisten für Lizenzmanagement, Aspera GmbH, welcher dem Produktgeschäft zuzuordnen ist und für den Zeitraum vom 01.07.2010 - 31.12.2010 zusätzliche Umsatzbeiträge in Höhe von 3,15 Mio. € leistete. Die um das anorganische Wachstum bereinigten Umsatzerlöse der USU Software AG liegen auf Gesamtjahresbasis bei 34,87 Mio. €. Damit beläuft sich das organische Wachstum auf 2,4 %.

Eine ähnliche Tendenz kann bei den Umsätzen im Servicebereich - wenn auch diese aufgrund fehlender anorganischer Effekte weniger dynamisch ausfielen - beobachtet werden. Über die Quartale hinweg bewirkte eine zunehmende Investitionsbereitschaft der Kunden einen sukzessiven Umsatzanstieg, welcher sich auf Gesamtjahresbasis 2010 auf 2,8 % belief und damit summieren sich die Serviceumsätze auf 11,52 Mio. € (GJ 09: 11,20 Mio. €).

Ein wichtiger Strategiebaustein der Gesellschaft ist die Ausweitung des internationalen Partnergeschäftes, dessen Umsatzbeiträge in den letzten Geschäftsjahren eine immer wichtigere Rolle eingenommen haben. Lagen die internationalen Umsätze im Geschäftsjahr 2008 noch bei 2,23 Mio. € (Umsatzanteil: 6,6 %), so stiegen diese in 2009 auf 2,85 Mio. € (8,4 %) und im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 auf 3,42 Mio. € (9,0 %) an. Die Gründung einer Tochtergesellschaft in Österreich, der USU Austria GmbH, als auch die Expansion in den Nahen Osten waren die wichtigsten Schritte der Internationalisierungsstrategie der Gesellschaft. Das Produkt Valuemation wurde in arabischer Sprache umgesetzt und liefert damit die technische Basis für den arabischen Markt. Mit der saudiarabischen Regierungsbehörde konnte bereits der erste Kunde dieser Region gewonnen werden.

Auslandsumsätze (2008-2010)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Das Internationalisierungsbestreben der Gesellschaft dürfte insofern von hohem Interesse sein, als dass die hieraus generierten Umsätze vordergründig dem margenstarken Produktgeschäft zuzurechnen sind.

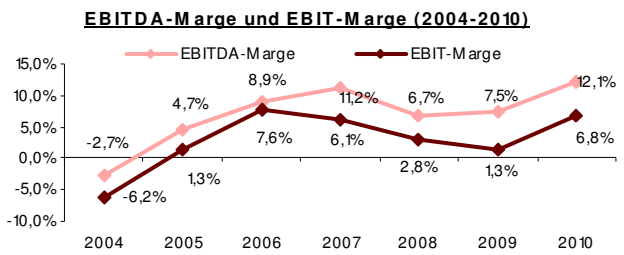
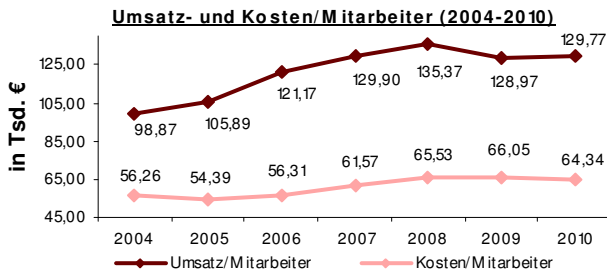
Ergebnisentwicklung - neue Rekordwerte durch gutes Produktgeschäft

in Mio. €	GJ 2009	Δ 2009/2010	GJ 2010
EBITDA (Marge)	2,55 (7,5 %)	+ 81,2 %	4,61 (12,1 %)
EBIT (Marge)	0,45 (1,3 %)	+ 470,0 %	2,58 (6,8 %)
Jahresüberschuss	1,55	+ 51,9 %	2,35
EPS in €	0,15	+ 51,9 %	0,23

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die auf den Umsatz bezogene Reduktion der Kosten rundet den Erfolg des Geschäftsjahres 2010 ab. Bezeichnend hierfür ist der Rückgang der umsatzbezogenen Herstellkostenquote, welche sich von 51,6 % (GJ 09) auf 49,1 % (GJ 10) reduzierte. Aufgrund der erhöhten Umsatzbasis und infolge des akquisitionsbedingten Ausbaus der Beratermannschaft, erhöhten sich jedoch die Herstellkosten um 1,10 Mio. € auf 18,66 Mio. € (GJ 09: 17,55 Mio. €).

Der Personalaufwand, der für 56,4 % (GJ 09: 55,4 %) der gesamten operativen Kosten verantwortlich war, ist erwartungsgemäß die größte Kostenposition der USU Software AG. Dieser erhöhte sich im Geschäftsjahr 2010 ebenfalls infolge der akquisitionsbedingten Ausweitung des Personals von 17,44 Mio. € (GJ 09) um 8,1 % auf 18,85 Mio. €. Bezieht man jedoch die durchschnittliche Mitarbeiterzahl des abgelaufenen Geschäftsjahres mit ein, so wird eine leichte Reduktion der Personalkosten je Mitarbeiter von 66,05 Tsd. € (GJ 09) auf 64,34 Tsd. € (GJ 10) ersichtlich. Parallel hierzu konnte jedoch der Umsatz pro Mitarbeiter von 128,97 Tsd. € (GJ 09) auf 129,77 Tsd. € (GJ 10) leicht gesteigert werden.

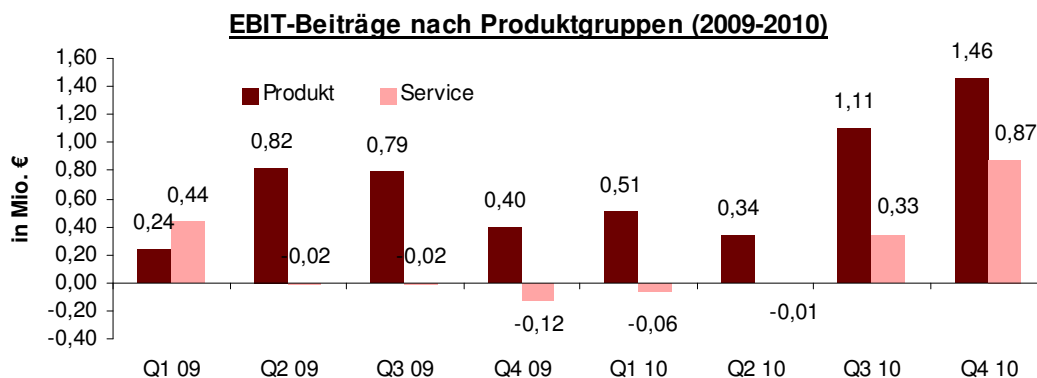


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch aufgrund der genannten Effekte kann die USU Software AG auch auf EBITDA-Basis mit 4,61 Mio. € (GJ 09: 2,55 Mio. €) und einer EBITDA-Marge von 12,1 % (GJ 09: 7,5 %) neue Rekordwerte erzielen. Abzüglich einer weitestgehend stabilen Entwicklung der Abschreibungen, die sich von 2,09 Mio. € (GJ 09) auf 2,03 Mio. € (GJ 10) leicht reduzierten, steigerte sich das EBIT von 0,45 Mio. € (GJ 09) auf 2,58 Mio. € (GJ 10) ebenfalls deutlich. Damit wurden unsere Erwartungen (siehe Researchstudie vom 01.12.2010), die ein EBIT-DA von 3,75 Mio. € und ein EBIT von 2,07 Mio. € prognostizierten, signifikant übertroffen.

Wie aus der obigen Grafik zu ersehen ist, blieb die Gesellschaft aufgrund eines hohen Kostenbewusstseins auch im schwierigen Krisenjahr 2009 profitabel. Zwar wurde die zuvor aufgezeigte positive Ergebnisentwicklung unterbrochen, diese konnte vor dem erneut verbesserten Branchenumfeld im Geschäftsjahr 2010 wieder fortgesetzt werden und auf EBIT-DA-Basis neue Rekordwerte erreichen. Mittel- bis langfristig sollen EBITDA-Margenniveaus von 15 % möglich werden. Hieraus wird die sukzessive Wandlung der USU Software AG hin zu einem Produkthaus ersichtlich.

Nach Segmenten aufgeteilt wird die relative Ertragsstärke des Produktsegmentes, welches analog zu den erhöhten Umsätzen einen EBITDA-Anstieg auf 3,42 Mio. € (GJ 09: 2,24 Mio. €) und damit in Höhe von 52,6 % vorweisen kann, sichtbar. Gleichzeitig steuerte dieser Geschäftsbereich rund 74,1 % zum Konzern-EBITDA bei. Im Servicegeschäft konnte auf EBITDA-Basis, unter anderem infolge eines für die Gesellschaft günstig verlaufenen Festpreisgeschäftes, eine sogar noch höhere Dynamik erzielt werden. Besonders aufgrund des sehr guten Q4 2010 verdreifachte sich der Ergebnisbeitrag dieses Segmentes von 0,27 Mio. € (GJ 09) auf 1,13 Mio. € (GJ 10). Folgende Grafik verdeutlicht die unterjährige EBITDA-Dynamik der beiden Geschäftsbereiche:



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der von der USU Software AG erzielte Jahresüberschuss in 2010 lag bei 2,35 Mio. € und damit um 51,9 % über dem Niveau des Geschäftsjahres 2009 von 1,55 Mio. €. Der Grund für die im Vergleich zum operativen Ergebnis unterdurchschnittliche Entwicklung des Nachsteuerergebnisses liegt hauptsächlich in den Steueraufwendungen in Höhe von -0,36 Mio. € begründet. Im Vorjahr vereinnahmte die Gesellschaft aufgrund einer Aktivierung steuerlicher Verlustvorträge einen Steuerertrag von 0,77 Mio. €.

Dementsprechend erhöhte sich das Ergebnis je Aktie von 0,15 € (GJ 09) auf 0,23 € (GJ 10). Die USU Software AG hat eine Erhöhung der Dividende von 0,15 €/Aktie auf 0,20 €/Aktie angekündigt.

Bilanzielle und finanzielle Situation - wesentlicher Einfluss des Aspera-Erwerbes

in Mio. €	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010
Eigenkapital (EK-Quote)	45,92 (84,8 %)	45,88 (85,7 %)	48,49 (72,5 %)
Operatives Anlagevermögen	33,51	31,83	42,61
Working Capital	1,72	1,24	2,06
Liquide Mittel	9,54	10,89	11,06

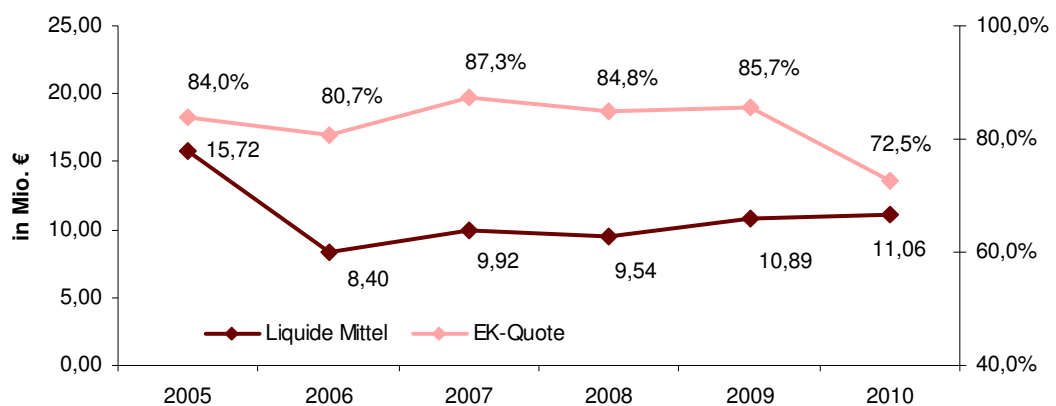
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Das bilanzielle Bild der USU Software AG stand im abgelaufenen Geschäftsjahr erheblich unter dem Einfluss der Aspera-Akquisition, welche vollkonsolidiert wurde. Auf der Aktivseite erhöhte sich der Geschäfts- und Firmenwert um 6,78 Mio. € von 26,11 Mio. € (31.12.09) auf 32,89 Mio. €. Ebenfalls eine Folge des Neuerwerbes ist die deutliche Steigerung des immateriellen Vermögens (Kundenstamm, Verträge, Software etc.) von 4,52 Mio. € (31.12.09) auf 8,24 Mio. € (31.12.10).

Die aktuelle Beteiligungsquote der USU Software AG an der Aspera GmbH beläuft sich auf 51 %. Ein Teil des bisherigen Kaufpreises wurde durch eine Barzahlung in Höhe von 1,76 Mio. € entrichtet, ein zweiter Teil wurde in Form von Aktien bezahlt. Hierfür hat die Gesellschaft durch die Ausgabe von 0,50 Mio. neuen Aktien eine Kapitalerhöhung durchgeführt. Zum Kursstichtag 01.07.10 beläuft sich der zweite Kaufpreisanteil auf 1,81 Mio. €. Der Kaufpreis für die restlichen 49 % ist bis zum 31.12.12 zu entrichten und in Form eines so genannten Earn-Out-Modells von der Ergebnisentwicklung der Aspera GmbH abhängig. Der Barwert dieser Anteile liegt bei 7,59 Mio. €; dieser Betrag wurde auf der Passivseite der Bilanz als sonstige langfristige Verbindlichkeit berücksichtigt.

Die damit einhergehende Bilanzverlängerung auf eine Bilanzsumme von 66,88 Mio. € (31.12.09: 53,53 Mio. €) hatte eine Reduktion der Eigenkapitalquote zur Folge. Trotz des durch die Kapitalerhöhung gestiegenen Eigenkapitals auf 48,49 Mio. € (31.12.09: 45,88 Mio. €) reduzierte sich dabei die EK-Quote auf 72,5 % (31.12.09: 85,7 %). Dieser Wert ist aber nach wie vor als äußerst solide zu werten, zumal die USU Software AG über keinerlei Bankverbindlichkeiten verfügt.

Konzernliquidität und EK-Quote (2005-2010)



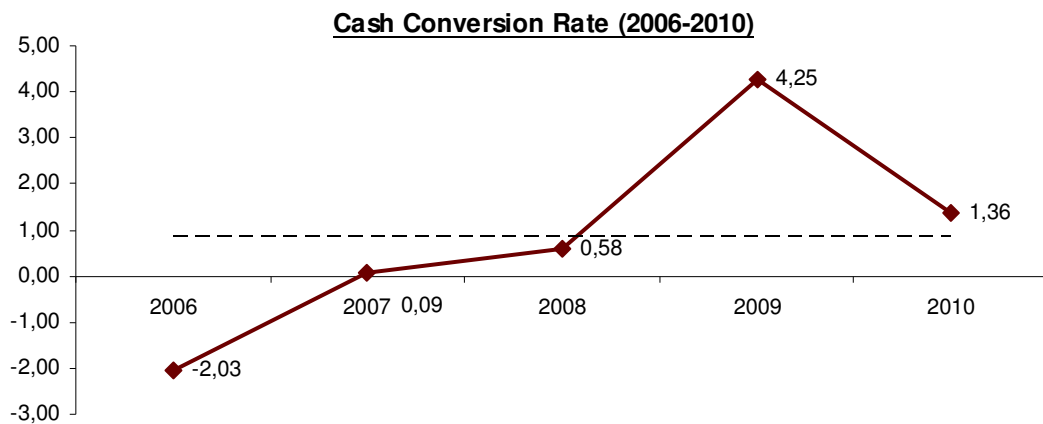
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Darüberhinaus ist die sehr gute Liquiditätsausstattung ein wesentliches Merkmal der USU-Bilanz. Zwar wurde ein Teil des Kaufpreises der Aspera GmbH in bar entrichtet, aufgrund der miterworbenen Liquidität in Höhe von 1,47 Mio. € hielt sich der Mittelabfluss jedoch in Grenzen. Auch konnten die für das Jahr 2009 gezahlten Dividenden in Höhe von 1,50 Mio. € über einen positiven Cashflow mehr als kompensiert werden, so dass eine sehr stabile Entwicklung der liquiden Mittel vorliegt. Die aktuelle Liquidität je Aktie beläuft sich auf 1,08 € (31.12.09: 1,09 €).

Cashflow-Betrachtung und Rentabilitätsanalyse

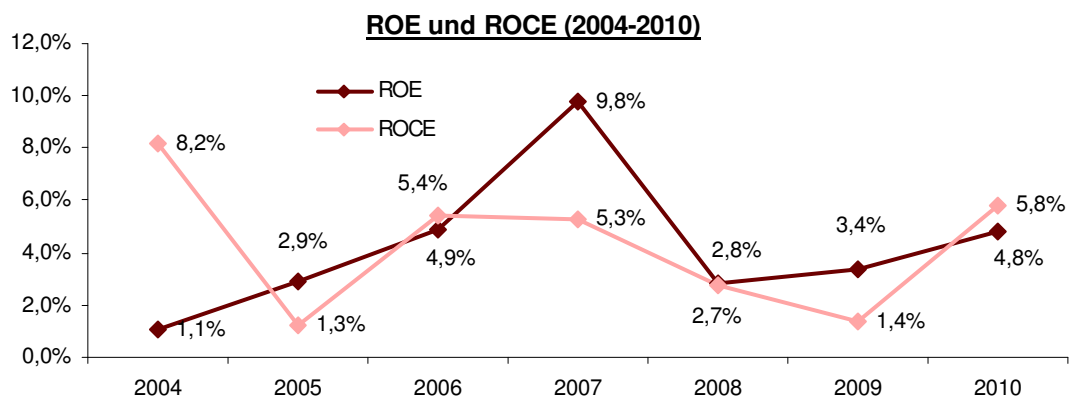
Der operative Cashflow der USU Software AG reduzierte sich gegenüber dem Vorjahr, im Wesentlichen infolge eines Anstieges des Nettoumlaufvermögens (Working Capital), von 4,04 Mio. € auf 2,43 Mio. €. Der Anstieg des Working Capital bildet dabei die ausgeweitete Umsatzbasis der Gesellschaft ab, welche sich speziell in einem Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen auf 7,48 Mio. € (GJ 09: 4,84 Mio. €) wiederfindet. Es muss jedoch angemerkt werden, dass die USU Software AG über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg ohnehin eine verhältnismäßig stabile Entwicklung des Working Capital aufzeigt hat. So lag dieses im GJ 08 bei 1,72 Mio. €, im GJ 09 bei 1,24 Mio. € und schließlich im GJ 10 bei 2,06 Mio. €.

Der die Investitionen umfassende Free Cash Flow reduzierte sich von 6,57 Mio. € (GJ 09) auf 3,19 Mio. € (GJ 10). Der Aspera-Erwerb hatte nur geringe Auswirkungen auf den Investitions-Cash Flow. Zwar hat die USU Software AG einen Teil des Kaufpreises für die Aspera GmbH in bar entrichtet, die in diesem Zusammenhang erworbenen liquiden Mittel der Aspera GmbH in Höhe von 1,47 Mio. € haben die Liquiditätsbelastung jedoch begrenzt. Dementsprechend liegt die Cash Conversion Rate (Free CF/Nachsteuerergebnis) von 1,36 (GJ 09: 4,25) über dem langjährigen Durchschnitt von 0,85.



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Als Folge der guten operativen Ergebnisentwicklung sowie der positiven Entwicklung des Nachsteuerergebnisses, konnten alle relevanten Rentabilitätskennzahlen gegenüber dem Vorjahr verbessert werden. So lässt sich eine Erhöhung des ROE (Return on Equity/ Eigenkapitalrentabilität) auf 4,9 % (GJ 09: 3,4 %) errechnen. Zugleich konnte die Rentabilität auf das eingesetzte Kapital (ROCE) signifikant von 1,4 % (GJ 09) auf 5,8 % verbessert werden. Dies ist umso positiver zu bewerten, als dass sich die Basis des eingesetzten Kapitals durch den Erwerb der Aspera GmbH gegenüber dem Vorjahr von 33,07 Mio. € (GJ 09) auf 44,67 Mio. € deutlich gesteigert hatte.



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e	GJ 2012e
Umsatzerlöse	38,02	42,59	47,70
EBITDA (<i>Marge</i>)	4,61 (12,1 %)	5,80 (13,6 %)	6,74 (14,1 %)
EBIT (<i>Marge</i>)	2,58 (6,8 %)	3,60 (8,4 %)	4,88 (10,2 %)
Jahresüberschuss	2,35	3,15	4,08
EPS	0,23	0,30	0,39

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Wachstumsstrategie - Produkte, Internationalisierung, Anorganisches Wachstum

Verschiedene Faktoren beeinflussen das künftige Wachstum der USU Software AG. Auf der **Produktebene** spielen die Weiterentwicklung von Valuemation und KnowledgeCenter eine wichtige Rolle. Um dies voranzutreiben, hat die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 die Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten forciert, ein Umstand, welcher anhand der Mehrausgaben in diesem Bereich zu erkennen ist. So stiegen die Forschungs- und Entwicklungskosten von 5,64 Mio. € (GJ 09) auf 6,02 Mio. € (GJ 10) um 6,7 % an.

Mit der geplanten Einführung der im Geschäftsjahr 2010 neuentwickelten kostenpflichtigen Softwareversion Valuemation 4, verspricht sich die USU Software AG besondere Umsatzpotenziale. Die neue Version soll zum 31.03.2011 in den Markt eingeführt und innerhalb der nächsten 24 Monaten von den aktuellen Nutzern implementiert werden. Darüberhinaus wurde USU KnowledgeCenter 5.1 bereits veröffentlicht. Hier konnten die enthaltenen Funktionalitäten verbessert werden, um somit die Informationen zielgerechter zur Verfügung stellen zu können. Das neue Release stößt gemäß Vorstandsaussagen auf ein hohes Interesse in der Call-Center-Branche, die als besonders wachstumsstark gilt.

Ein weiterer wichtiger Strategiebaustein der USU Software AG ist die Verstärkung des **internationalen Partnergeschäftes**. Die ausländischen Umsätze stiegen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 um 20,4 % auf 3,43 Mio. € (GJ 09: 2,85 Mio. €) an, so dass sich der Anteil an den Gesamtumsätzen analog dazu auf 9,0 % (GJ 09: 8,4 %) erhöhte. Mittelfristig soll dieser Anteil, vor allem durch die verstärkte Konzentration auf die Wachstumsmärkte in Osteuropa, USA und dem arabischen Raum, auf rund 15 % angehoben werden. Mit der Gründung der Tochtergesellschaft USU Austria GmbH aber auch mit der Ausweitung des Partnergeschäftes im Nahen Osten wurde ein wichtiger Schritt in diese Richtung getan. Zugleich wurde das Produkt Valuemation in arabischer Sprache umgesetzt und liefert damit die technische Basis für den arabischen Markt. Es muss zudem erwähnt werden, dass die internationalen Umsätze alleine aus dem Partnergeschäft oder aus den im Ausland ansässigen Tochtergesellschaften generiert werden. Auch wenn die USU-Produkte international stärker eingesetzt werden, so werden die Umsätze mit in Deutschland ansässigen Konzernen den deutschen Umsätzen zugerechnet.

Abgerundet wird die Wachstumsstrategie der USU Software AG durch das **anorganische Wachstum** im Rahmen von Unternehmensakquisitionen. Im Geschäftsjahr 2010 wurde mit der Aspera GmbH, ein Spezialist für Lizenzmanagement erworben. Die Produktpalette des Aspera lässt sich mit der breit etablierten USU-Produktsuite Valuemation kombinieren und damit erreicht die USU Software AG ein Alleinstellungsmerkmal im Bereich des wissensbasierten Servicemanagement. Die Aspera GmbH hat im Geschäftsjahr 2010 Umsätze in Höhe von 3,15 Mio. € und ein Nachsteuerergebnis von 0,47 Mio. € zum USU-Geschäft beigetragen. Es ist ein erklärtes Ziel der USU Software AG, den Aspera-Umsatz innerhalb der kommenden drei Jahre zu verdoppeln, bei einem überproportionalen Anstieg der Ergebnis-margen.

Umsatzprognosen - Zweistelliges Wachstum realistisch

Auf diesen drei Säulen aufbauend haben wir unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 ausformuliert. Ebenfalls mit berücksichtigt haben wir die gute Entwicklung des Auftragsbestandes, welcher zum Bilanzstichtag 31.12.2010 auf 19,13 Mio. € (31.12.2009: 13,42 Mio. €) anwuchs und eine hohe Sichtbarkeit der Umsatzentwicklung ermöglicht. Vor diesem Hintergrund wird das erste Halbjahr 2010 das Niveau der Vorjahreswerte deutlich übertreffen. Darüberhinaus haben wir das derzeit günstige IT-Branchemfeld mit in unsere Prognosen einbezogen.

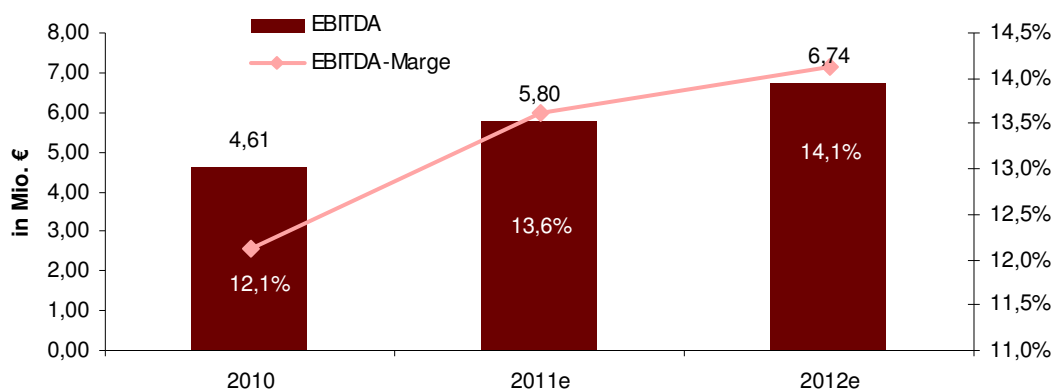
Für das laufende Geschäftsjahr 2011 erwarten wir analog zu den Unternehmensprognosen, die eine Erhöhung der Umsätze von über 10 % in Aussicht stellen, ein Umsatzwachstum von 12,0 % auf dann 42,59 Mio. €. Dieser Wert ist unserer Ansicht nach als konservativ zu bewerten, da alleine eine ganzjährige Einbeziehung der Umsatzbeiträge der Aspera GmbH, Mehrumsätze von 2,00 Mio. € bedeuten. Berücksichtigt man darüberhinaus ein organisches Wachstum, so ist der von uns erwartete Wert als realistisch einzustufen. Für das kommende Geschäftsjahr 2012 erwarten wir ebenfalls Zuwachsraten von 12,0 % und damit ein Umsatzniveau von 47,70 Mio. €.

Ergebnisprognosen - Umwandlung zum Produkthaus sichtbar

Eine erwartete Verschiebung der Umsätze hin zum margenstarken Produktgeschäft wird sich unserer Ansicht nach positiv auf die Ertragssituation der USU Software AG auswirken. Die Gesellschaft hat eine EBITDA-Marge von rund 15 % in Aussicht gestellt. Diese könnte in den nächsten zwei Jahren erreicht werden. Die neue Ergebnisqualität ist vor allem ein Ausdruck der bereits dargestellten Wachstumsstrategie (Produktbereich, internationales Wachstum, anorganisches Wachstum) der Gesellschaft, welche sich besonders positiv auf das Produktgeschäft auswirkt und damit die sukzessive Umwandlung des Unternehmens hin zum Produkthaus sichtbar werden lässt.

Dementsprechend erwarten wir für 2011 einen Anstieg der EBITDA-Marge auf 13,6 % (5,80 Mio. €) und in 2012 auf 14,1 % (6,74 Mio. €). Für die Stetigkeitsphase (2013-2018) haben wir in unserem DCF-Modell die vom Unternehmen kommunizierte EBITDA-Marge von 15,0 % berücksichtigt.

EBITDA/EBITDA-Marge (2010-2012e)



Quelle: GBC AG

Die Kaufpreisbestandteile für die restlichen 49 % der Aspera GmbH haben wir in unserem DCF-Modell als Investition in den Goodwill berücksichtigt, welche zur Hälfte über Aktien bezahlt wird. Dem USU-Vorstand steht jedoch generell die Möglichkeit offen den Aktienanteil des Kaufpreises zu reduzieren und damit einen höheren Bar-Anteil zu entrichten.

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 2011 und 2012 in Phase 1, erfolgt von 2013 bis 2018 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 15,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge mit 13,3 % 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 3,0 %.

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 3,00 % (bisher: 2,50 %).

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 1,14.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,29 % (bisher: 8,79 %) (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: 8,79 %).

Bewertungsergebnis

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 6,00 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 5,15 € nach oben hin angepasst. Diese Anpassung berücksichtigt dabei die Anhebung der Prognosen aber auch die Anhebung der Ergebnismargen auf EBITDA-Basis auf 15,0 % (bisher: 11,7 %), welche den Wandel der USU Software AG hin zu einem Produkthaus wiedergeben. Somit ist die Gesellschaft auch weiterhin deutlich unterbewertet.

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	15,0%	ewige EBITA - Marge	14,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,9%	effektive Steuerquote im Endwert	26,5%
Working Capital zu Umsatz	5,2%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	42,59	47,70	50,08	52,58	55,21	57,97	60,87	63,92	
US Veränderung	12,0%	12,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,00	1,08	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	
EBITDA	5,80	6,74	7,51	7,89	8,28	8,70	9,13	9,59	
EBITDA-Marge	13,6%	14,1%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
EBITA	5,42	6,35	7,12	7,48	7,85	8,24	8,66	9,09	
EBITA-Marge	12,7%	13,3%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Steuern auf EBITA	-0,97	-1,27	-0,93	-0,97	-1,02	-1,07	-1,13	-1,18	
zu EBITA	18,0%	20,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	26,5%
EBI (NOPLAT)	4,44	5,08	6,19	6,51	6,83	7,17	7,53	7,91	
Kapitalrendite	9,9%	11,3%	13,3%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	11,1%
Working Capital (WC)	2,20	2,50	2,62	2,76	2,89	3,04	3,19	3,35	
WC zu Umsatz	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	
Investitionen in WC	-0,14	-0,30	-0,12	-0,13	-0,14	-0,14	-0,15	-0,16	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	42,70	44,00	46,05	48,35	50,77	53,31	55,97	58,77	
AFA auf OAV	-0,38	-0,39	-0,39	-0,41	-0,43	-0,45	-0,47	-0,50	
AFA zu OAV	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	
Investitionen in OAV	-0,47	-1,69	-2,44	-2,71	-2,85	-2,99	-3,14	-3,30	
Investiertes Kapital	44,90	46,50	48,67	51,11	53,66	56,35	59,16	62,12	
EBITDA	5,80	6,74	7,51	7,89	8,28	8,70	9,13	9,59	
Steuern auf EBITA	-0,97	-1,27	-0,93	-0,97	-1,02	-1,07	-1,13	-1,18	
Investitionen gesamt	-0,62	-9,58	-2,57	-2,84	-2,99	-3,14	-3,29	-3,46	
Investitionen in OAV	-0,47	-1,69	-2,44	-2,71	-2,85	-2,99	-3,14	-3,30	
Investitionen in WC	-0,14	-0,30	-0,12	-0,13	-0,14	-0,14	-0,15	-0,16	
Investitionen in Goodwill	0,00	-7,59	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,21	-4,12	4,02	4,07	4,28	4,49	4,71	4,95	79,82

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	56,89	66,29
Barwert expliziter FCFs	14,02	19,44
Barwert des Continuing Value	42,87	46,85
Nettoschulden (Net debt)	-6,22	-3,49
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	63,11	69,78
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	63,11	69,78
Ausstehende Aktien in Tsd.	10,524	10,524
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,00	6,63

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Markttrisikoprämie	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				
	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
9,1%	5,81	5,36	4,99	4,67	4,41
10,1%	6,45	5,93	5,49	5,13	4,81
11,1%	7,09	6,50	6,00	5,58	5,22
12,1%	7,73	7,06	6,50	6,03	5,63
13,1%	8,37	7,63	7,01	6,49	6,04

Fazit

Mit neuen Rekordwerten auf dem Weg zum Produkthaus

Infolge einer außerordentlich guten Entwicklung der zweiten Jahreshälfte 2010 hat die USU Software AG sehr überzeugende Zahlen abgeliefert. Dabei konnte das traditionell umsatzstärkste vierte Quartal im abgelaufenen Geschäftsjahr deutliche Umsatz- und Ergebniszuwächse verzeichnen und hat damit einen wesentlichen Beitrag zum bisher erfolgreichsten Geschäftsjahr der Unternehmensgeschichte geleistet.

Besonders erwähnenswert ist die Entwicklung im margenstarken Produktgeschäft, welches auf Gesamtjahresbasis Umsatzzuwächse von 16,1 % auf 26,48 Mio. € (GJ 09: 22,82 Mio. €) verzeichnen konnte. Hierfür verantwortlich zeigt sich sowohl das anorganische Wachstum im Rahmen des Erwerbs des Lizenzmanagement-Spezialisten Aspera GmbH als auch das organische Wachstum der USU Software AG.

Die Ergebnisse waren von der überdurchschnittlich guten Entwicklung des Produkt- und Servicegeschäftes positiv beeinflusst. Auf Gesamtjahresbasis 2010 konnte das Produktgeschäft insbesondere auf EBITDA-Basis einen deutlichen Anstieg der Marge auf 12,1 % (GJ 09: 7,5 %) verzeichnen. Die EBITDA-Beiträge des Produktsegments beliefen sich auf 3,42 Mio. € (GJ 09: 2,24 Mio. €). Komplettiert werden diese durch den Servicebereich, welcher mit 1,13 Mio. € (GJ 09: 0,27 Mio. €) zum erfolgreichen Ergebnis beitrug. Damit hat die USU Software AG erneut das hohe Kostenbewusstsein unter Beweis gestellt. Vor dem verbesserten Branchenumfeld konnte der zuletzt gesehene Ergebnisanstieg auf neue Rekordhöhen fortgesetzt werden.

Das erfolgreiche abgelaufene Geschäftsjahr 2010 stellt unseres Erachtens die Basis für die weitere Unternehmensentwicklung. Für die zukünftigen Aussichten der USU Software AG haben wir drei parallele Wachstumsstrategien herausarbeiten können. So sollen mit der Einführung der neuen Softwareversionen Valuation 4 und KnowledgeCenter 5 neue Umsatzpotenziale erschlossen werden. Darüberhinaus soll die Internationalisierungsstrategie weiter vorangetrieben werden. Bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 konnten die Umsätze in ausländischen Märkten um 20,4 % auf 3,43 Mio. € deutlich angehoben werden. Mittelfristig soll der aktuelle Anteil von 9,0 % auf 15 % angehoben werden. Die dritte wichtige Wachstumsstrategie ist das anorganische Wachstum, welche bereits in 2010 durch den Erwerb der Aspera GmbH forciert wurde. Innerhalb der nächsten drei Jahre sollen die Umsatzbeiträge der Aspera GmbH verdoppelt werden, bei einem überproportionalen Anstieg der Ergebnismargen.

Alle drei Wachstumsstrategien werden sich vornehmlich positiv auf den margenstarken Produktbereich auswirken. Dementsprechend erwarten wir bei einem prognostizierten Umsatzanstieg auf 42,59 Mio. € (2011e) einen Anstieg der EBITDA-Marge auf 13,6 % (EBITDA: 5,80 Mio. €). Für das kommende Geschäftsjahr 2012 halten wir Umsätze in Höhe von 47,70 Mio. € und eine EBITDA-Marge von 14,1 % (EBITDA: 6,74 Mio. €) als eine realistisch erreichbare Prognose. Die vom Unternehmen kommunizierte Ziel-EBITDA-Marge von 15,0 % haben wir in der Stetigkeitsphase unseres DCF-Modells berücksichtigt.

Gemäß DCF-Modell haben wir ein 2011er Kursziel von 6,00 € je Aktie ermittelt. Auf Grund des sich daraus ergebenden Kurspotenzials von 26,6 % bestätigen wir daher das 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