



Researchstudie (Anno)



**Umsätze und Ergebnisse erneut ausgebaut;
Kurspotenzial unverändert hoch**

Kursziel: 6,35 €

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}

Kurzziel: 6,35

aktueller Kurs: 4,98
2.4.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl³: 10,524

Marketcap³: 52,41
EnterpriseValue³: 35,01
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 29,5 %

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: 316 Stand: 31.12.2012

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 | 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012e | 31.12.2013e |
|----------------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 38,02 | 45,60 | 48,79 | 52,20 |
| EBITDA | 4,61 | 6,70 | 7,45 | 8,19 |
| EBIT | 2,58 | 4,64 | 5,40 | 6,14 |
| Jahresüberschuss | 2,35 | 3,57 | 4,40 | 5,01 |

Kennzahlen in EUR

| | | | | |
|--------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie | 0,22 | 0,34 | 0,42 | 0,48 |
| Dividende je Aktie | 0,20 | 0,20 | 0,25 | 0,30 |

Kennzahlen

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Umsatz | 1,28 | 0,77 | 0,72 | 0,67 |
| EV/EBITDA | 10,53 | 5,23 | 4,70 | 4,27 |
| EV/EBIT | 18,82 | 7,54 | 6,49 | 5,70 |
| KGV | 22,32 | 14,69 | 11,92 | 10,47 |
| KBV | | 1,05 | | |

Finanztermine:

Datum: Ereignis

26.04.2012: HIK Hamburger Invest. Konf.
16.05.2012: Veröffentlichung Q1-Bericht
18.07.2012: Hauptversammlung
16.08.2012: Veröffentlichung HJ-Bericht
09.11.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

14.2.2012: RG / 6,15 / KAUFEN
21.11.2011: RS / 6,15 / KAUFEN
5.9.2011: RG / 6,15 / KAUFEN
25.8.2011: RS / 6,15 / KAUFEN
1.6.2011: RS / 6,00 / 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 2011..... | 5 |
| Umsatzentwicklung..... | 5 |
| Ergebnisentwicklung..... | 6 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation..... | 9 |
| Cashflow- und Rentabilitätskennzahlen..... | 9 |
| Prognose und Modellannahmen..... | 11 |

Bewertung/ Fazit

| | |
|--|----|
| DCF-Bewertung..... | 13 |
| Modellannahmen..... | 13 |
| Bestimmung der Kapitalkosten..... | 13 |
| Bewertungsergebnis..... | 13 |
| Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung..... | 14 |
| Fazit | 15 |

Anhang

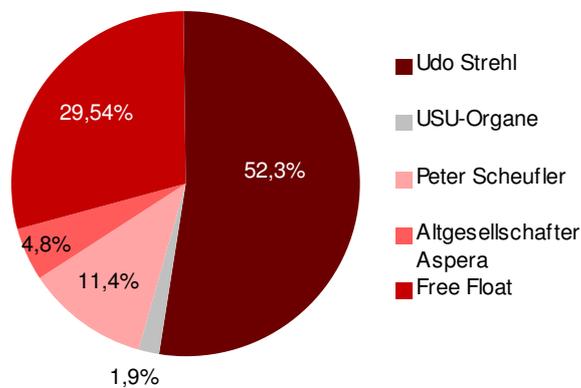
| | |
|--|----|
| Disclaimer und Haftungsausschluss | II |
| Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG..... | IV |

Unternehmen

Aktionärsstruktur

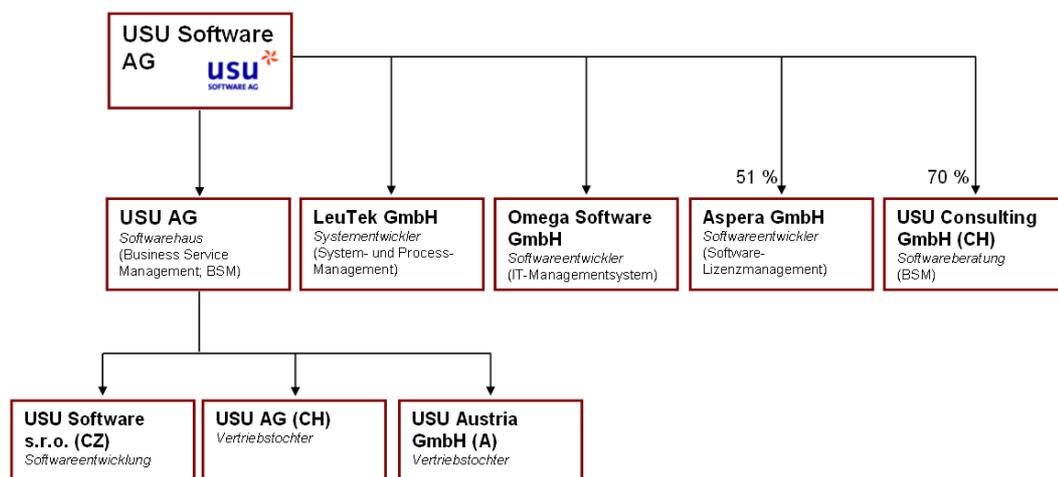
| Anteilseigner in % | 31.03.2010 | 28.03.2011 | 30.03.2012 |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Udo Strehl /USPEG / WIZ-Stiftung | 57,8 % | 52,2 % | 52,3 % |
| USU-Organen | 2,0 % | 1,9 % | 1,9 % |
| Peter Scheufler | 12,0 % | 11,4 % | 11,4 % |
| eigene Anteile | - | - | - |
| Altgesellschafter Aspera GmbH | - | 4,8 % | 4,8 % |
| Streubesitz | 28,2 % | 29,7 % | 29,5 % |

Aktionärsstruktur zum 29.03.2012



Quelle: USU Software AG

Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG

Gemäß der Unternehmensstrategie, wonach zielgerichtet die Konzernaktivitäten durch Unternehmensbeteiligungen und Zukäufe ausgebaut werden sollen, hat die USU Software AG in den letzten beiden Geschäftsjahren mit der Aspera GmbH (Ausbau der Beteiligung auf 100 % bis Ende 2012 geplant) und der USU Consulting GmbH zwei weitere Tochtergesellschaften erworben. Derzeit ist damit die USU Software AG als Konzernobergesellschaft an acht inländischen und ausländischen, operativ aktiven Tochtergesellschaften beteiligt.

Produkte und Kundenkreis

Die Produktpalette der USU Software AG lässt sich in drei Bereiche untergliedern: **Business Service Management, Knowledge Business** und **Business Solutions**. Der Kerngedanke und der Vorteil beim Einsatz der USU-Produktpalette liegt in einer Steigerung der Effizienz und in der Optimierung der Kosten bei der Nutzung der Informationstechnologie.

So können beispielsweise Nutzer der Software SmartTrack (Software der Tochtergesellschaft Aspera GmbH) mit Hilfe eines eigenentwickelten Softwarekatalogs eine Bilanz über die im Einsatz befindlichen Softwarelizenzen erstellen. Damit können einerseits Unterlizenzierungen schnell offengelegt und somit etwaige Strafzahlungen oder Rechtsverfolgungen vermieden werden. Andererseits lassen sich für die Nutzer von SmartTrack aber auch Überlizenzierungen erkennen und somit Einsparpotenziale realisieren. Laut Aussagen der Gesellschaft können Kunden somit ihre Softwareinvestitionen um bis zu 30 % reduzieren. Damit wäre der Einsatz von SmartTrack in der Regel bereits nach einem Jahr amortisiert. SmartTrack ist ein Bestandteil der Kernproduktsuite Valuemation, welche ihrerseits dem Business Service Management zugeordnet werden kann.

Business Service Management

Das dargestellte Beispiel der Lizenzmanagement-Software wird in der Produktsuite Valuemation um weitere USU-Module ergänzt, die einen ähnlichen Ansatz verfolgen. Dabei ermöglicht Valuemation beispielsweise neben der effektiven Bestandsverwaltung der Hard- und Software eines Unternehmens auch den sicheren Betrieb der IT und der damit verbundenen Geschäftsprozesse. Mit dem ganzheitlichen Portfolio von USU können die USU-Kunden ihre IT-Landschaft laufend aktiv transparent darstellen, verwalten, überprüfen und steuern. Das Ziel ist dabei eine kostenoptimale und servicebezogene Einbindung der IT in die Geschäftsprozesse der Unternehmen.

Knowledge Business

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, eine sehr leistungsfähige und selbstlernende Suchmaschine, deren Technologie patentiert wurde. Adressiert werden Unternehmen, die schnell auf strukturierte und unstrukturierte Informationen zurückgreifen müssen und auf eine schnelle Informationsversorgung der Anwender abzielen. Eine der wichtigsten Zielgruppen in diesem Bereich sind beispielsweise Call Center, die eine Vielzahl unterschiedlichster Auskünfte erteilen müssen und daher in großen, heterogen verteilten Datenmengen recherchieren.

Business Solutions

Aufträge, welche einen individuellen Charakter vorweisen, werden diesem Bereich zugeordnet. In der Regel handelt es sich hier um eine reine Anwendungsentwicklung von Softwarelösungen gemäß den Anforderungen des Kunden. Somit erreicht die USU Software AG über den Bereich Business Solutions einen hohen Individualisierungsgrad. Insofern entspricht der Bereich Business Solutions dem Segment Servicegeschäft der USU-Gruppe. In Einzelfällen können dabei auch die USU-Standardprodukte zum Einsatz kommen, beispielsweise im Projekt 115 der Bundesregierung zum Aufbau einer deutschlandweiten Behördenhotline, in welcher eine Wissensmanagement-Lösung auf Grundlage des USU KnowledgeCenter die Basis der intelligenten Informationsversorgung der Bürger bildet.

Ausgewählte Referenzkunden



Markt und Marktumfeld

Konjunktorentwicklung - IT-Branche gut durch die Krise gekommen

Die deutsche Wirtschaft zeigte sich im abgelaufenen Kalenderjahr 2011 erneut in einer sehr robusten Verfassung und konnte gemessen am preisbereinigten BIP (Bruttoinlandsprodukt) um +3,0 % gegenüber dem Vorjahr zulegen. Dies ist der zweite signifikante Anstieg in Folge und verdeutlicht somit die gute konjunkturelle Entwicklung. Die wichtigsten Impulse für diese Entwicklung kamen vor allem aus dem Inland, insbesondere aus dem Konsumbereich. Parallel hierzu bewirkten Aufholeffekte einen Anstieg der Investitionsbereitschaft im Ausrüstungsbereich (darunter Maschinen und Geräte, Fahrzeuge und Bauten).

Angesichts der Kapitalmarkturbulenzen als Folge der Staatsschuldenkrisen wird auch eine Abschwächung des deutschen Wirtschaftswachstums erwartet. Wirtschaftsforschungsinstitute, Wirtschaftsverbände und die Bundesregierung erwarten in ihren revidierten Prognosen für das Jahr 2012 einen BIP-Anstieg in einer Bandbreite zwischen +0,4 % und +1,3 %.

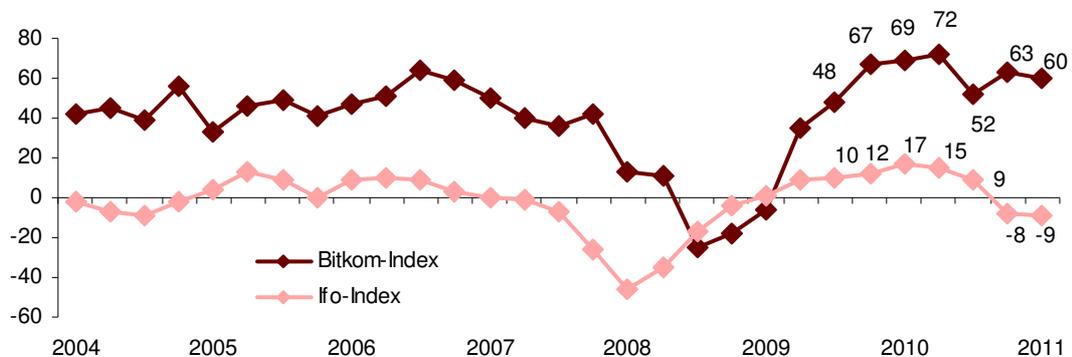
Prognosen - Rekordwerte beim BITKOM-Index, Erholung auch in Europa erwartet

Vor diesem Hintergrund ist in 2011 das Wachstum des deutschen ITK-Marktes verhältnismäßig schwach ausgefallen. Gemäß Branchenverband BITKOM wurden im abgelaufenen Kalenderjahr im ITK-Markt rund 148,6 Mrd. € umgesetzt, was gegenüber dem Vorjahr einem Plus von 0,5 % gleichkommt. In der Aufteilung nach Teilbereichen wird jedoch eine heterogene Entwicklung ersichtlich. Demnach konnten die für die USU Software AG wichtigen Teilmärkte IT-Services (+3,2 %) und Software (+5,1 %) überdurchschnittlich stark wachsen. Hauptsächlich für das schwache Wachstum des Gesamtmarktes zeigten sich der Telekommunikationsbereich (-0,7 %) sowie der Bereich Consumer Electronics (-6,3 %) verantwortlich.

Insgesamt wird die aktuelle Branchenstimmung als positiv eingestuft. Bei einem erwarteten Umsatzniveau der ITK-Branche von 151,0 Mrd. € beläuft sich das prognostizierte Branchenwachstum für 2012 auf +1,6 %. Auch im laufenden Kalenderjahr dürften gemäß Erwartungen die Teilsegmente IT-Services (+3,0 %) und Software (+4,4 %) überdurchschnittlich stark zum Branchenwachstum beisteuern.

In dieses Bild reihen sich die Umsatzerwartungen der Branchenunternehmen (dargestellt durch den BITKOM-Index), welche zum vierten Quartal 2011 bei 60 Punkten und damit auf einem weiterhin hohen Niveau liegen. Im Vergleich hierzu liegt der Saldo der gesamtwirtschaftlichen Geschäftserwartungen (dargestellt durch den Ifo-Index) mit -9 Punkten deutlich darunter:

Bitkom vs. Ifo-Konjunkturtest



Quelle: BITKOM; GBC AG

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

| GuV (in Mio. €) | GJ 2010 | Δ in % | GJ 2011 | Δ in % | GJ 2012e | Δ in % | GJ 2013e |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Umsatzerlöse | 38,02 | +19,9 | 45,60 | +7,0 | 48,79 | +7,0 | 52,20 |
| Herstellungskosten | -18,66 | +20,2 | -22,43 | +7,0 | -24,00 | +7,0 | -25,68 |
| Bruttoergebnis | 19,37 | +19,6 | 23,17 | +7,0 | 24,79 | +7,0 | 26,52 |
| Marketing- und Vertriebskosten | -6,34 | -2,9 | -6,16 | +5,8 | -6,52 | +4,6 | -6,82 |
| Allg. Verwaltungskosten | -2,71 | +58,0 | -4,28 | -4,3 | -4,10 | +5,9 | -4,34 |
| F & E - Kosten | -6,02 | +7,9 | -6,49 | +9,4 | -7,10 | +5,9 | -7,52 |
| Afa auf immaterielles Vermögen | -1,15 | +35,8 | -1,56 | +2,6 | -1,60 | 0,0 | -1,60 |
| Afa auf Firmenwert | -0,47 | k.A. | | | | | |
| Sonstige betriebliche Erträge | 0,23 | +16,4 | 0,27 | -7,4 | 0,25 | -20,0 | 0,20 |
| Sonst. betr. Aufwendungen | -0,33 | -8,0 | -0,30 | +6,7 | -0,32 | -6,3 | -0,30 |
| EBIT | 2,58 | +79,9 | 4,64 | +16,2 | 5,40 | 13,8 | 6,14 |
| Zinserträge | 0,34 | -16,7 | 0,28 | +5,6 | 0,30 | +6,7 | 0,32 |
| Zinsaufwendungen | -0,21 | +97,7 | -0,42 | -52,5 | -0,20 | 0,0 | -0,20 |
| Steueraufwendungen | -0,36 | +165,7 | -0,96 | +14,2 | -1,10 | +13,9 | -1,25 |
| Minderheitenanteile | 0,00 | k.A. | 0,02 | k.A. | 0,00 | - | 0,00 |
| Konzernjahresüberschuss | 2,35 | +52,0 | 3,57 | +23,2 | 4,40 | +13,9 | 5,01 |
| EBITDA | 4,61 | | 6,70 | | 7,44 | | 8,19 |
| in % von den Umsatzerlösen | 12,1 | | 14,7 | | 15,3 | | 15,7 |
| EBIT | 2,58 | | 4,64 | | 5,40 | | 6,14 |
| in % von den Umsatzerlösen | 6,8 | | 10,2 | | 11,1 | | 11,8 |
| Durchschnittliche Aktienanzahl in Mio. Stück | 10,27 | | 10,52 | | 10,52 | | 10,52 |
| Ergebnis je Aktie in € | 0,23 | | 0,34 | | 0,42 | | 0,48 |
| Dividende je Aktie in € | 0,20 | | 0,20 | | 0,25 | | 0,30 |

Geschäftsentwicklung 2011 - neue Rekordwerte beim Umsatz und Ergebnis

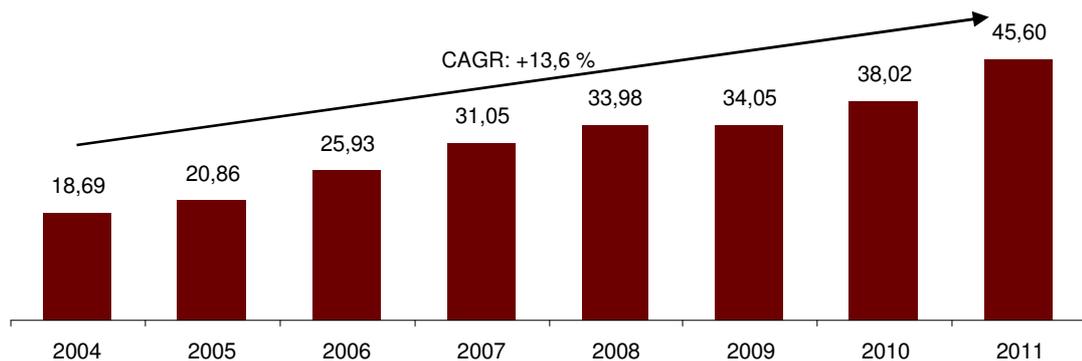
| in Mio. € | GJ 2010 | Δ 2010/2011 | GJ 2011 |
|------------------------|---------|-------------|---------|
| Umsatzerlöse | 38,02 | +19,9 % | 45,60 |
| Umsatzerlöse - Produkt | 26,48 | +17,8 % | 31,19 |
| Umsatzerlöse - Service | 11,52 | +24,7 % | 14,36 |

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Prognosen in beiden Segmenten übertroffen

Mit Vorlage der Geschäftszahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2011 konnte die USU Software AG neue Rekordwerte präsentieren. Mit einem Umsatzwachstum von +19,9 % auf 45,60 Mio. € (VJ: 38,02 Mio. €) übertraf die Gesellschaft sowohl die eigenen Prognosen (Konzernumsatz > 43 Mio. €) als auch unsere Prognosen (GBC-Prognosen: 43,73 Mio. €) deutlich. Über die letzten Geschäftsjahre hinweg war es ein erklärtes Ziel der USU Software AG, im Vergleich zum IT-Markt überdurchschnittlich stark zu wachsen. Zwischen 2004 und 2011 erreichte das Unternehmen auf Umsatzebene ein kumuliertes Wachstum (CAGR) von +13,6 %. Im Vergleich hierzu liegt das CAGR des IT-Gesamtmarktes in der gleichen Periode bei lediglich +1,0 %. Damit wird die Zielerreichung der Unternehmensplanungen eindrucksvoll belegt.

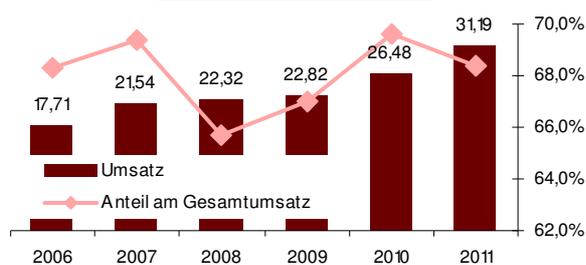
Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

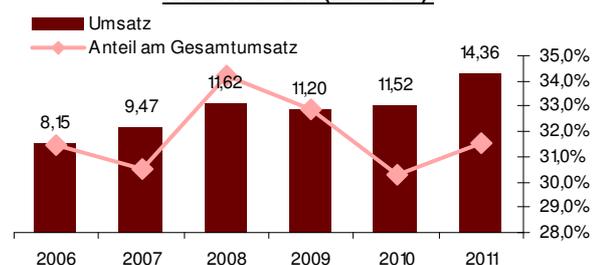
Die Basis für diese Entwicklung findet sich dabei sowohl im organischen Wachstum des Produkt- und Servicegeschäftes als auch in anorganischen Effekten im Produktbereich wieder. Für den anorganischen Umsatzanstieg zeichnen sich der neu erworbene Lizenzmanagement-Spezialist Aspera GmbH (Erwerbszeitpunkt: Juli 2010 und damit erstmalige ganzjährige Umsatzbeiträge in 2011) sowie der Strategieberater USU Consulting GmbH (Erwerbszeitpunkt: Juli 2011) verantwortlich. Den anorganischen Beitrag zum Umsatzwachstum beziffern wir nach eigenen Berechnungen auf etwa 50 %, so dass sich das organische Wachstum auf etwa +10 % beläuft.

Produktlerlöse (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

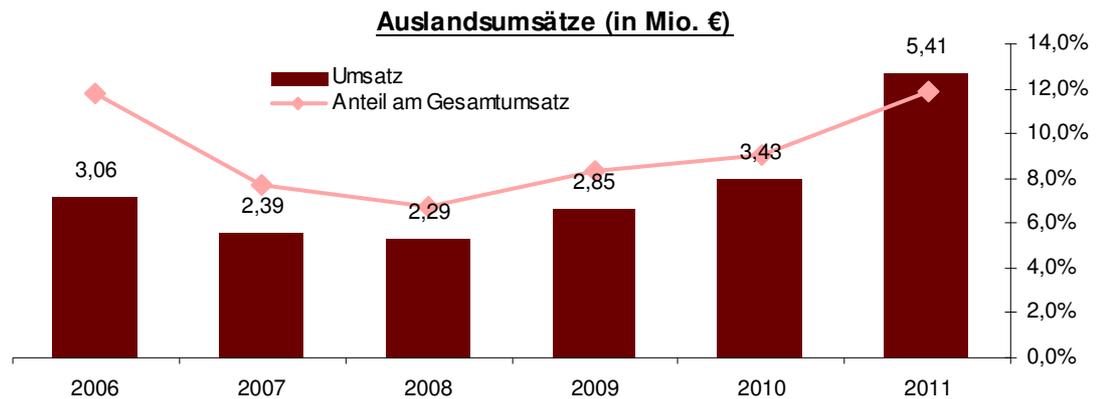
Serviceerlöse (in Mio. €)



Das organische Wachstum ist einerseits eine Folge der Ausweitung von produktbezogenen Umsätzen infolge der Markteinführung neuer Produktversionen (Valuemation 4 und USU

KonowledgeCenter 5) sowie andererseits einer stärkeren internationalen Präsenz. Flankierend hierzu war die USU Software AG in der Lage, größere Projektaufträge (D115, Wüstenrot & Württembergische) im beratungsbezogenen Servicegeschäft zu generieren. Ausgehend von einer niedrigeren Umsatzbasis der Vorjahre wurde hier eine höhere Wachstumsdynamik (+ 24,7 %) als im umsatzstärkeren Produktsegment (+ 17,8 %) erreicht.

Erfreulich war auch die Entwicklung der internationalen Umsätze, welche größtenteils dem Produktsegment zugeordnet werden. Als Folge der Erweiterung der Marktpräsenz konnten die Auslandserlöse deutlich um +58,0 % auf 5,41 Mio. € angehoben werden (VJ: 3,43 Mio. €). Der entsprechende Auslandsanteil an den Gesamtumsätzen kletterte ebenfalls von 9,0 % (GJ 2010) auf 11,9 % (GJ 2011). Mittelfristig soll dieser Anteil im Zuge der Forcierung der internationalen Strategie auf 15,0 % ausgebaut werden. Die größten regionalen Umsatzträger waren Italien, Österreich, Schweiz und USA.



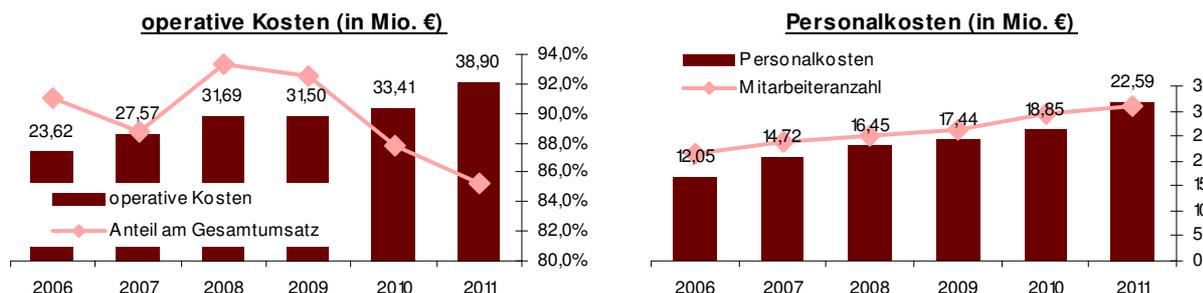
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung - Signifikanter Anstieg trotz Ausweitung der Kosten

| in Mio. € | GJ 2010 | Δ 2010/2011 | GJ 2011 |
|------------------|---------------|-------------|---------------|
| EBITDA (Marge) | 4,61 (12,1 %) | +45,2 % | 6,70 (14,7 %) |
| EBIT (Marge) | 2,58 (6,8 %) | +79,9 % | 4,64 (10,2 %) |
| Jahresüberschuss | 2,35 | +52,0 % | 3,57 |
| EPS in € | 0,23 | +52,0 % | 0,34 |

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Verbesserung der operativen Kostenbasis komplettiert die gute Umsatzentwicklung. Zwar erhöhte sich der absolute Wert der operativen Kosten von 33,41 Mio. € (GJ 2010) auf 38,90 Mio. € (GJ 2011), auf den Umsatz bezogen minderte sich jedoch die operative Kostenquote von 87,9 % (GJ 2010) auf 85,3 % (GJ 2011). Einen wesentlichen Anteil an der absoluten Kostensteigerung hatte die Entwicklung des Personalaufwandes, welcher infolge akquisitorischer Maßnahmen auf 22,59 Mio. € (VJ: 18,85 Mio. €) geklettert ist. Parallel hierzu erhöhte sich die Anzahl der im Jahresdurchschnitt beschäftigten Mitarbeiter von 293 (VJ) auf 309 (GJ 2011).

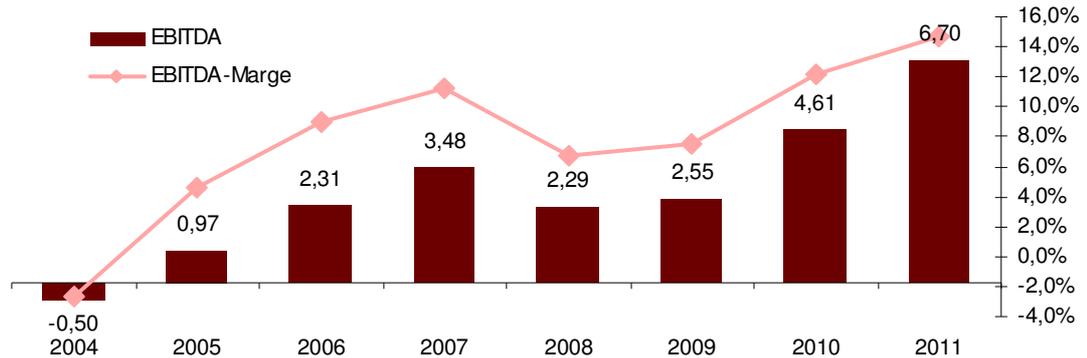


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Speziell im Marketing- und Vertriebsbereich aber auch bei den Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen konnte die USU Software AG aber durch gezielte Maßnahmen (u.a. Konzentration der Aktivitäten) Effizienzsteigerungen und damit eine Reduktion der Kostenrelationen realisieren.

Im Gegensatz hierzu kletterten die Herstellkosten des Umsatzes hauptsächlich infolge des erweiterten Personalbestandes um +20,2 % auf 22,43 Mio. € (VJ: 18,66 Mio. €). Sonderfaktoren, die zum Teil mit dem Erwerb der Tochtergesellschaften zusammenhängen, führten darüber hinaus zu einem Anstieg der allgemeinen Verwaltungsaufwendungen um +58,0 % auf 4,28 Mio. € (VJ: 2,71 Mio. €). Ein weiterer überproportionaler Anstieg dieser Kostenposition ist aufgrund wegfallender Sondereffekte in den kommenden Geschäftsjahren nicht zu erwarten.

EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)

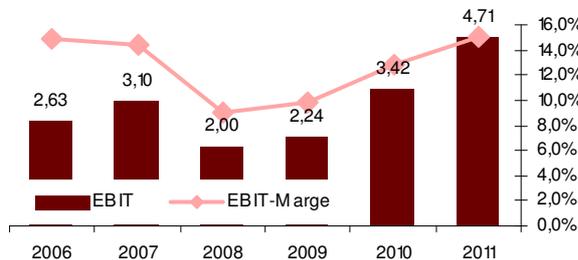


Quelle: USU Software AG; GBC AG

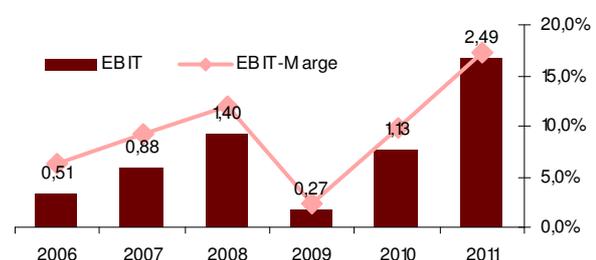
In Summe überwogen die Skaleneffekte sowie die Effizienzmaßnahmen der Gesellschaft, so dass die USU Software AG auf Basis des EBITDA mit 6,70 Mio. € (EBITDA-Marge: 14,7 %) einen neuen Rekordwert erzielen konnte. Gegenüber dem Vorjahres-EBITDA von 4,61 Mio. € (EBITDA-Marge: 12,1 %) bedeutet dies ein deutlicher Anstieg von +45,2 %. Das aktuelle EBITDA-Margenniveau kommt dem Unternehmensziel einer langfristigen Marge von 15,0 % sehr nahe. Analog zur Umsatzentwicklung war die USU Software AG in der Lage, auf EBITDA-Basis sowohl die eigenen Prognosen (EBITDA > 6,00 Mio. €) als auch die GBC-Prognosen (EBITDA: 6,14 Mio. €) zu übertreffen.

Unter Berücksichtigung der planmäßigen Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte (Software, Wartungsverträge, Kundenstamm) in Höhe von 2,06 Mio. € erzielte die USU Software AG auch beim EBIT einen neuen Rekordwert in Höhe von 4,64 Mio. € (VJ: 2,58 Mio. €).

Produktsegment-EBIT (in Mio. €)



Servicesegment-EBIT (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Nach den Geschäftssegmenten „Produkt“ und „Service“ aufgeteilt, wird insbesondere im Servicebereich ein signifikanter Anstieg des Ergebnisbeitrages ersichtlich. Der Produktbereich steuerte insgesamt 4,71 Mio. € (EBIT-Marge: 15,1 %) zum Konzern-EBIT bei. Das Servicesegment leistete infolge einer deutlichen Margenverbesserung auf 17,4 % (VJ: 9,8 %) einen EBIT-Beitrag von 2,49 Mio. €. Insbesondere die in diesem Bereich gewonnenen Großprojekte haben zu einer hohen Auslastung der erhöhten Beratermannschaft geführt und eine daraus resultierende Anpassung der Bersatersätze. Parallel dazu fand ein erhöhter Einsatz an freien Mitarbeitern statt. Nach dem Abarbeiten der Großprojekte dürfte wieder

eine Normalisierung der EBIT-Margen im Servicesegment einsetzen.

Aufgrund des umfangreichen Bestandes an liquiden Mitteln und kurzfristigen Wertpapieren sowie des Fehlens jeglicher Bankverbindlichkeiten entstehen bei der USU Software AG verhältnismäßig geringe Finanzaufwendungen. Insgesamt beliefen sich diese im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 auf 0,42 Mio. €, wobei der Großteil hiervon die Aufzinsung von ausstehenden Kaufpreisverbindlichkeiten der erworbenen Tochtergesellschaft Aspera GmbH darstellt. Unter Berücksichtigung der Zinserträge belief sich das Finanzergebnis auf -0,14 Mio. € (VJ: 0,13 Mio. €).

Nach Abzug der Steueraufwendungen und der Minderheitsanteile auf USU Consulting GmbH, erreichte die USU Software AG einen Jahresüberschuss von 3,56 Mio. € (VJ: 2,35 Mio. €), welcher gegenüber dem Vorjahr um +52,0 % gesteigert werden konnte. Bei einer ausstehenden Aktienzahl von 10,52 Mio. entspricht dies einem Ergebnis je Aktie (EPS) von 0,34 € (VJ: 0,23 € bei einer Aktienzahl von 10,27 Mio.)

Im Zuge der geplanten Dividendenkontinuität soll der diesjährigen Hauptversammlung erneut eine Dividende in Höhe von 0,20 € je Aktie (VJ: 0,20 €) vorgeschlagen werden. Dies entspricht einer Ausschüttungsquote von 59,0 % (VJ: 87,5 %). Die USU Software AG plant dabei, die ausstehenden Kaufpreiskomponenten für die Aspera-Übernahme ohne Aufnahme von Bankverbindlichkeiten sowie ohne eine Kapitalerhöhung im Jahr 2012 zu entrichten.

Ergänzende Information:

Um eine höhere Transparenz zu gewährleisten, hat die USU Software AG verschiedene Sondereffekte aus der Gewinn- und Verlustrechnung eliminiert, um somit ein bereinigtes Konzernergebnis zu präsentieren. Dies wurde vor dem Hintergrund einer besseren Vergleichbarkeit der operativen Entwicklung über mehrere Geschäftsjahre vorgenommen. Bei den Bereinigungen handelt es sich vornehmlich um Sondereffekte, die im Zusammenhang mit den vorgenommenen Akquisitionen stehen. Die Eliminierung von sowohl außerplanmäßigen Firmenwertabschreibungen, denen jedoch die Aktivierung latenter Steuern gegenüber steht, als auch der Abschreibungen auf erworbene immaterielle Vermögenswerte, ermöglichen den Ausweis eines Ergebnisses, welches der operativen Entwicklung der USU Software AG näher kommt. Gleichzeitig stellt das bereinigte Konzernergebnis die tatsächlichen Liquiditätsbewegungen besser dar:

| Bereinigtes Konzernergebnis | | |
|--|-------------|-------------|
| in Mio. € | 2010 | 2011 |
| EBIT | 2,58 | 4,64 |
| Abschreibungen auf im Rahmen von Akquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte (in 2010 inkl. außerplanmäßiger Goodwill-Afa)* | + 1,62 | +1,56 |
| Akquisitionsbedingte Sonderfaktoren* | +0,18 | +0,32 |
| Bereinigtes EBIT | 4,38 | 6,52 |
| Finanzergebnis | +0,13 | -0,14 |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag | -0,36 | -0,96 |
| Steuereffekte bezogen auf Bereinigungen* | -0,13 | -0,26 |
| Minderheitenanteile | 0,00 | -0,02 |
| Bereinigtes Konzernergebnis | 3,88 | 5,32 |
| Bereinigtes EPS | 0,39 | 0,50 |

* grau unterlegte Zeilen stellen die Bereinigungen gegenüber der Konzern GuV dar

Quelle: USU Software AG; GBC AG

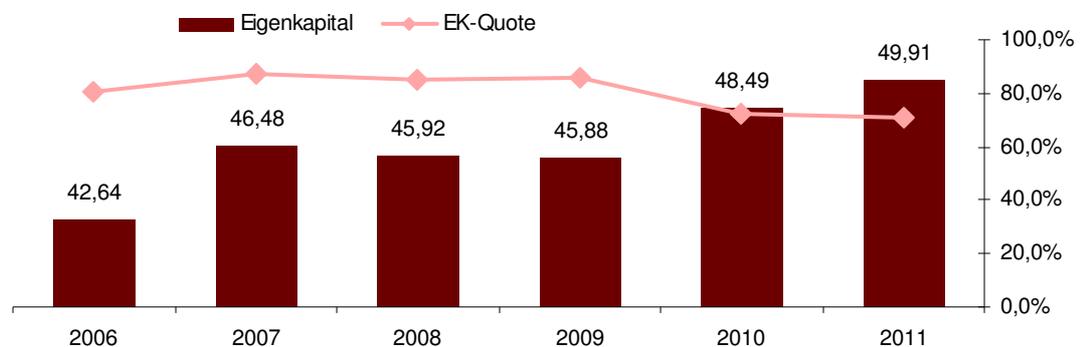
Bilanzielle und finanzielle Situation - Hohe Liquidität; EK-Quote von 71,3 %

| in Mio. € | GJ 2009 | GJ 2010 | GJ 2011 |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Eigenkapital (EK-Quote) | 45,88 (85,7 %) | 48,49 (72,5 %) | 49,91 (71,3 %) |
| Operatives Anlagevermögen | 31,83 | 42,61 | 41,00 |
| Working Capital | 1,24 | 2,06 | -1,84 |
| Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere) | 10,89 | 11,06 | 17,63 |

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Infolge der positiven Ertragsentwicklung kletterte das Eigenkapital der USU Software AG auf 49,91 Mio. € (31.12.10: 48,49 Mio. €). Parallel hierzu steigerte sich die Bilanzsumme von 66,88 Mio. € (31.12.10) auf 70,05 Mio. € (31.12.11), so dass sich die darauf bezogene EK-Quote von 72,5 % (31.12.10) leicht auf 71,3 % (31.12.11) reduziert hat.

EK (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Passivseitig trugen sowohl die positive Ergebnisentwicklung 2011 (abzüglich Dividendenzahlungen in Höhe von 2,11 Mio. €) als auch ein Anstieg der kurzfristigen Verbindlichkeiten zur Erhöhung der Bilanzsumme bei. Der Anstieg der kurzfristigen Verbindlichkeiten reflektiert einerseits die Zunahme der Verbindlichkeiten aus erhaltenen Anzahlungen auf 1,86 Mio. € (31.12.10: 0,58 Mio. €) sowie andererseits eine Zunahme von Verbindlichkeiten aus dem Personalbereich auf 4,24 Mio. € (31.12.10: 3,21 Mio. €).

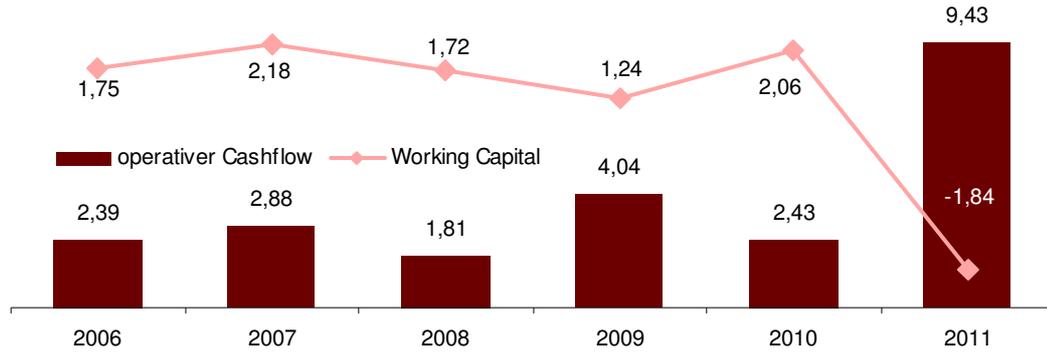
Zugleich fand ein Passivtausch der ausstehenden Aspera-Kaufpreiszahlungen statt, welche nunmehr mit 6,65 Mio. € (31.12.10: 7,59 Mio. €; langfristige Verbindlichkeiten) als kurzfristig deklariert wurden. Sowohl die Altgesellschafter der Aspera GmbH als auch die USU Software AG haben gemäß Kaufvertragsgestaltung die Möglichkeit, die ausstehenden 49 % Aspera-Anteile bis zum 31.12.2012 zu veräußern bzw. zu erwerben. Abhängig vom erzielten Ergebnis der Tochtergesellschaft liegt der zu zahlende Kaufpreis zwischen 3,38 Mio. € und 8,07 Mio. €. Abzüglich der bereits geleisteten anteiligen Gewinnausschüttung an die Aspera-Altgesellschafter erwarten wir, dass sich der Kaufpreis auf über 7,00 Mio. € beläuft.

Die wesentliche aktivseitige Determinante der Bilanzsummenausweitung ist der deutliche Anstieg der liquiden Mittel auf 17,15 Mio. € (31.12.10: 10,57 Mio. €), welche infolge des positiven Cashflows um 6,57 Mio. € zulegen konnten.

Cashflow- und Rentabilitätskennzahlen - deutliche Verbesserung ggü. VJ

Insgesamt kann die USU Software AG eine sehr positive Entwicklung des Cashflows vorweisen. Neben der positiven operativen Entwicklung führte darüber hinaus die Reduktion des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) von 2,06 Mio. € (31.12.2010) auf -1,84 Mio. € (31.12.2011) zu einer signifikanten Erhöhung des operativen Cashflows auf 9,43 Mio. € (31.12.2010: 2,43 Mio. €). Hierfür zeichneten sich sowohl der Rückgang des kurzfristigen Vermögens (ohne liquide Mittel und Wertpapiere) als auch der Anstieg der kurzfristigen Verbindlichkeiten verantwortlich.

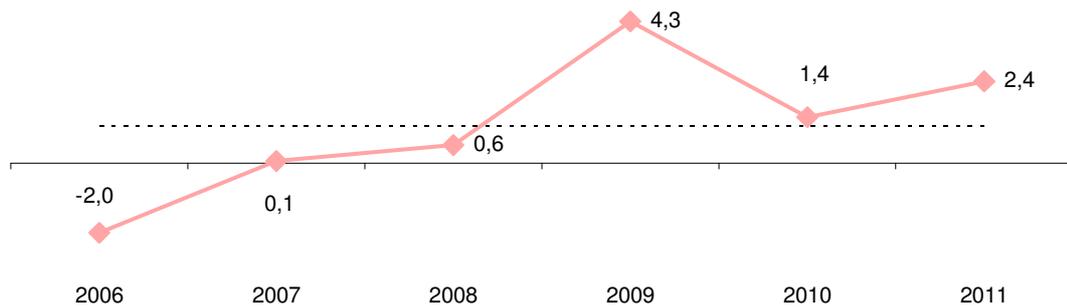
Operativer Cashflow und Working Capital (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der Erwerb der 70 % Anteile an der USU Consulting GmbH hatte nur geringe Auswirkungen auf den Investitions-Cashflow und damit der Liquiditätssituation der USU Software AG. Abzüglich des erworbenen Cashbestandes der Tochtergesellschaft beläuft sich der Liquiditätsabfluss auf -0,39 Mio. €. Bei einem Investitions-Cashflow von -0,76 Mio. € (VJ: 0,75 Mio. €) erhöhte sich dementsprechend der Freie Cashflow auf einen neuen Rekordwert von 8,67 Mio. € (VJ: 3,19 Mio. €). Demzufolge liegt die Cash Conversion Rate (Free Cashflow/ Nachsteuerergebnis) mit 2,4 deutlich über dem langjährigen Mittelwert von 1,1.

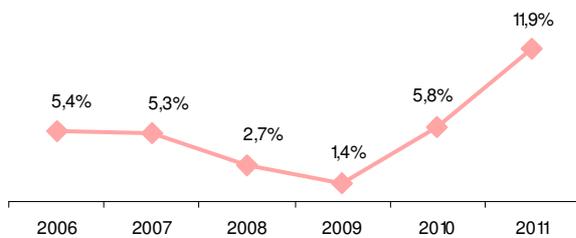
Cash Conversion Rate



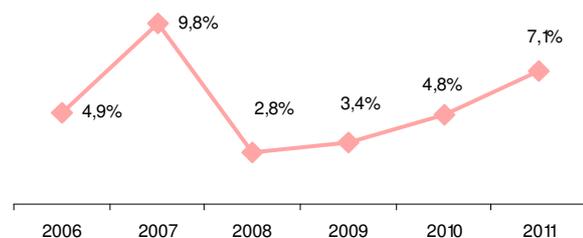
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Im abgelaufenen Rekordjahr 2011 konnten als Folge der positiven operativen Entwicklung alle relevanten Rentabilitätskennzahlen gegenüber dem Vorjahr verbessert werden. Erwähnenswert in diesem Zusammenhang sind dabei vor allem der deutliche Anstieg der Gesamtkapitalrentabilität (ROCE) auf 11,9 % (VJ: 5,8 %) als auch die signifikante Steigerung der Eigenkapitalrentabilität auf 7,1 % (VJ: 4,8 %).

ROCE



ROA



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Prognose und Modellannahmen - Weiteres Wachstum erwartet

| in Mio. € | GJ 2011 | GJ 2012e | GJ 2013e |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| Umsatzerlöse | 45,60 | 48,79 | 52,20 |
| EBITDA (Marge) | 6,70 (14,7%) | 7,45 (15,3%) | 8,19 (15,7%) |
| EBIT (Marge) | 4,64 (10,2%) | 5,40 (11,1%) | 6,14 (11,8%) |
| Jahresüberschuss | 3,57 | 4,40 | 5,01 |
| EPS | 0,34 | 0,42 | 0,48 |

Quelle: USU Software AG; GBC AG

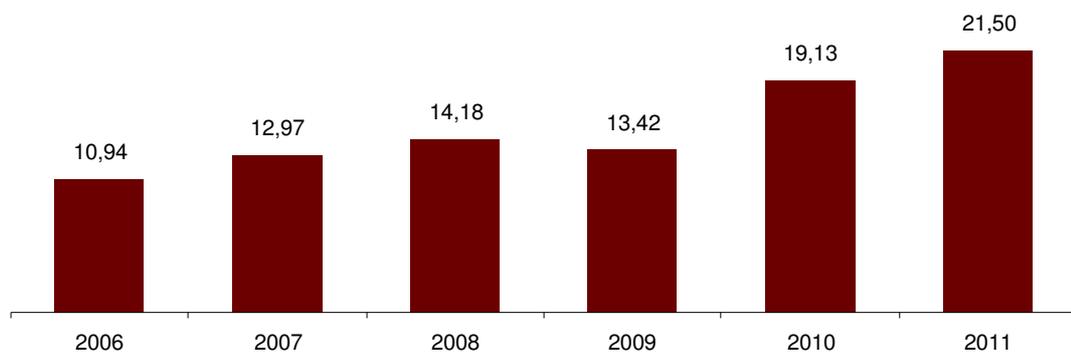
Wachstumsstrategie - Produkte, Internationalisierung, Anorganisches Wachstum

Das Branchenumfeld für die USU Software AG als Software- und Serviceanbieter ist unverändert als attraktiv einzustufen. Sowohl die bisherige Entwicklung als auch die Prognosen für diese IT-Teilbereiche zeigen dabei ein im Branchenvergleich überdurchschnittliches Wachstum auf. Mit einer erwarteten Steigerung des Gesamtumsatzvolumens des Teilssegments IT-Services (+3,0 %) sowie Software (+4,4 %) wird hier eine unverändert hohe Dynamik erwartet.

Dabei war die USU Software AG bisher gut in der Lage gegenüber der Branchenentwicklung überdurchschnittlich stark wachsen zu können. Zwischen 2004 und 2011 erreichte dabei die Gesellschaft auf Umsatzebene ein kumuliertes Wachstum (CAGR) von +13,6 %, wohingegen der ITK-Gesamtmarkt in der gleichen Periode ein CAGR von lediglich +1,0 % vorweist. Die Entwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres steht dabei stellvertretend für die strategische Ausrichtung der USU Software AG. Daraus lassen sich drei wichtige Wachstumstreiber identifizieren: Produktpalette, Internationalisierung und anorganisches Wachstum.

Durch den Einsatz von USU-Produkten haben die Kunden die Möglichkeit einer effizienten und kostenoptimalen Integration ihrer IT in die Geschäftsprozesse. Der zugrundeliegende Kerngedanke ist dabei einerseits die Aufdeckung von Ineffizienzen, andererseits aber auch die schnelle Informationsbereitstellung (beispielsweise Datenbanken in Call Centern). Letztlich profitieren die USU-Kunden somit von einer steigenden Effizienz bei einer gleichzeitigen Kostenoptimierung und einer schnellen Amortisation der Investitionen in USU-Produkte. Mit der Weiterentwicklung der zentralen Produktversionen Valuation und USU KnowledgeCenter dürfte die Gesellschaft die genannten Vorteile noch stärker umsetzen. Aber auch mit den aktuellen Produktversionen (sehr gute Bewertungen bei Marktanalysen durch Gartner, Forrester oder ECP) war die USU Software AG in der Lage, einen hohen Auftragseingang zu generieren. So kletterte der Auftragsbestand zum Bilanzstichtag 31.12.2011 deutlich auf 21,50 Mio. € (31.12.2010: 19,13 Mio. €) und damit erstmals über die Marke von 20 Mio. €. Dies erhöht die Visibilität erheblich.

Auftragsbestand (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Neben dem Produktgeschäft (Lizenzträge; Wartungserträge, Beratungserlöse) erwartet die Gesellschaft eine unverändert hohe Auslastung der Beratermannschaft (Servicegeschäft) sowie leichte Preissteigerungen bei den Beraterhonoraren.

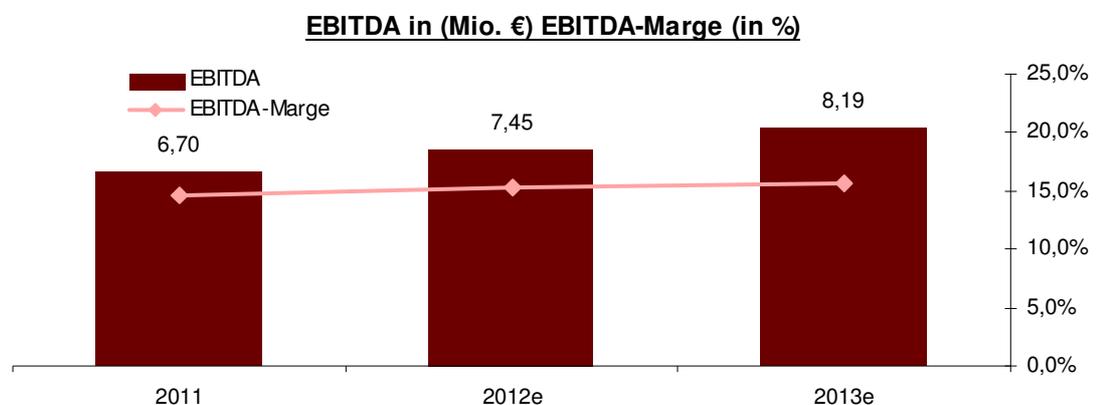
Die Internationalisierungsstrategie, der zweite wichtige Wachstumstreiber der USU Software AG, wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr weiter erfolgreich vorangetrieben. Demnach wurden die internationalen Umsätze deutlich um +58,0 % auf 5,41 Mio. € (VJ: 3,43 Mio. €) angehoben. Der somit erreichte Auslandsanteil an den Gesamtumsätzen lag bei 11,9 %. Mittelfristig plant die Gesellschaft eine Anhebung dieser Quote auf über 15 %. So soll nach unternehmenseigenen Angaben zufolge die Ausweitung der ausländischen Präsenz durch die gezielte Errichtung neuer eigener Niederlassungen vorangetrieben werden.

Das anorganische Wachstum, als dritter strategischer Wachstumstreiber, soll wie schon in den vergangenen Jahren vorangetrieben werden. Anorganische Effekte haben wir jedoch aus Gründen der fehlenden Vorhersehbarkeit in unseren Schätzungen nicht berücksichtigt.

Unsere Umsatzprognosen von 48,79 Mio. € (GJ 2012) sowie 52,20 Mio. € (GJ 2013) entsprechen einem erwarteten Umsatzwachstum von jeweils +7,0 % und entsprechen darüber hinaus weitestgehend den Unternehmensprognosen. Angesichts der Tatsache, dass die USU Software AG in der Vergangenheit eine höhere Umsatzdynamik vorweisen konnte, erachten wir diese Umsatzprognosen als konservativ. Diese konservative Vorgehensweise berücksichtigt aber dabei externe marktbedingte Unsicherheitsfaktoren.

Ergebnisprognosen - Leichter Margenanstieg erwartet

Die USU Software AG konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr trotz akquisitionsbedingter Sonderaufwendungen eine EBITDA-Marge von 14,7 % erzielen, welche der langfristig anvisierten EBITDA-Marge von 15,0 % sehr nahe kommt. Die belastenden Effekte aus der Akquisition wurden einerseits durch Skaleneffekte im Marketing- und Vertriebsbereich und andererseits durch eine überdurchschnittlich gute Margenentwicklung im Servicebereich kompensiert.



Quelle: GBC AG

Unsere EBITDA-Erwartungen für 2012 in Höhe von 7,45 Mio. € (EBITDA-Marge: 15,3 %) sowie für 2013 in Höhe von 8,19 Mio. € (EBITDA-Marge: 15,7 %) berücksichtigen einerseits eine leichte Abschwächung der Ergebnismargen im Servicesegment, andererseits jedoch geringere akquisitionsbedingte Belastungen. Wir erneuern unser Urteil, wonach die Wandlung der USU Software AG hin zu einem Produkthaus immer deutlicher sichtbar wird.

Im Zuge einer Dividendenkontinuität erwarten wir basierend auf die prognostizierten EPS (Ergebnis je Aktie) von 0,42 € (2012) sowie 0,48 € (2013) Dividendenzahlungen von 0,25 € (2012) respektive 0,30 € (2013).

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 2012 und 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 15,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge mit 20,0 % 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 2,0 %.

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 2,00 % (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 1,2571.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,91 % (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 8,91 % (bisher: 9,29 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,91 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als **Kursziel 6,35 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 6,15 € nach oben hin angepasst. Diese Anpassung erfolgt dabei sowohl vor dem Hintergrund der verbesserten Unternehmensaussichten als auch einer zinssatzgetriebenen Minderung der gewichteten Kapitalkosten.

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase | | final - Phase | |
|----------------------------------|-------|----------------------------------|-------|
| Umsatzwachstum | 2,0% | ewiges Umsatzwachstum | 2,0% |
| EBITDA-Marge | 15,0% | ewige EBITA - Marge | 13,5% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 1,0% | effektive Steuerquote im Endwert | 29,8% |
| Working Capital zu Umsatz | 5,8% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase in TEUR | estimate | | consistency | | | | | | final Endwert |
|---------------------------------|----------|----------|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
| | GJ 2012e | GJ 2013e | GJ 2014e | GJ 2015e | GJ 2016e | GJ 2017e | GJ 2018e | GJ 2019e | |
| Umsatz (US) | 48,79 | 52,20 | 53,25 | 54,31 | 55,40 | 56,51 | 57,64 | 58,79 | |
| US Veränderung | 7,0% | 7,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 1,11 | 1,11 | 1,11 | 1,11 | 1,11 | 1,11 | 1,11 | 1,11 | |
| EBITDA | 7,44 | 8,19 | 7,99 | 8,15 | 8,31 | 8,48 | 8,65 | 8,82 | |
| EBITDA-Marge | 15,3% | 15,7% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | |
| EBITA | 6,99 | 7,74 | 7,51 | 7,66 | 7,81 | 7,97 | 8,13 | 8,29 | |
| EBITA-Marge | 14,3% | 14,8% | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 13,5% |
| Steuern auf EBITA | -1,40 | -1,55 | -1,50 | -1,53 | -1,56 | -1,59 | -1,63 | -1,66 | |
| zu EBITA | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 29,8% |
| EBI (NOPLAT) | 5,60 | 6,19 | 6,01 | 6,13 | 6,25 | 6,37 | 6,50 | 6,63 | |
| Kapitalrendite | 14,3% | 13,3% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 10,1% |
| Working Capital (WC) | 2,40 | 3,00 | 3,06 | 3,12 | 3,19 | 3,25 | 3,31 | 3,38 | |
| WC zu Umsatz | 4,9% | 5,7% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | |
| Investitionen in WC | -4,24 | -0,60 | -0,06 | -0,06 | -0,06 | -0,06 | -0,06 | -0,07 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 44,00 | 47,00 | 48,00 | 48,96 | 49,94 | 50,94 | 51,96 | 53,00 | |
| AFA auf OAV | -0,45 | -0,45 | -0,48 | -0,49 | -0,50 | -0,51 | -0,52 | -0,53 | |
| AFA zu OAV | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | |
| Investitionen in OAV | -3,45 | -3,45 | -1,48 | -1,45 | -1,48 | -1,51 | -1,54 | -1,57 | |
| Investiertes Kapital | 46,40 | 50,00 | 51,06 | 52,08 | 53,12 | 54,19 | 55,27 | 56,38 | |
| EBITDA | 7,44 | 8,19 | 7,99 | 8,15 | 8,31 | 8,48 | 8,65 | 8,82 | |
| Steuern auf EBITA | -1,40 | -1,55 | -1,50 | -1,53 | -1,56 | -1,59 | -1,63 | -1,66 | |
| Investitionen gesamt | -14,82 | -4,05 | -1,54 | -1,51 | -1,54 | -1,57 | -1,60 | -1,64 | |
| Investitionen in OAV | -3,45 | -3,45 | -1,48 | -1,45 | -1,48 | -1,51 | -1,54 | -1,57 | |
| Investitionen in WC | -4,24 | -0,60 | -0,06 | -0,06 | -0,06 | -0,06 | -0,06 | -0,07 | |
| Investitionen in Goodwill | -7,12 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | -8,77 | 2,59 | 4,94 | 5,10 | 5,21 | 5,31 | 5,42 | 5,53 | 65,88 |

| | | |
|-------------------------------------|--------|--------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 60,19 | 62,96 |
| Barwert expliziter FCFs | 23,95 | 23,49 |
| Barwert des Continuing Value | 36,24 | 39,47 |
| Nettoschulden (Net debt) | -6,63 | -6,71 |
| Barwert aller Optionsrechte | 0,00 | 0,00 |
| Wert des Eigenkapitals | 66,82 | 69,67 |
| Fremde Gewinnanteile | 0,00 | 0,00 |
| Wert des Aktienkapitals | 66,82 | 69,67 |
| Ausstehende Aktien in Tsd. | 10,524 | 10,524 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 6,35 | 6,62 |

Kapitalkostenermittlung :

| | |
|--------------------|--------|
| risikolose Rendite | 2,0% |
| Marktrisikoprämie | 5,5% |
| Beta | 1,26 |
| Eigenkapitalkosten | 8,9% |
| Zielgewichtung | 100,0% |
| Fremdkapitalkosten | 0,0% |
| Zielgewichtung | 0,0% |
| Taxshield | 0,0% |
| WACC | 8,9% |

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

| Kapitalrendite | WACC | | | | |
|----------------|------|------|------|------|------|
| | 7,9% | 8,4% | 8,9% | 9,4% | 9,9% |
| 8,1% | 6,14 | 5,79 | 5,50 | 5,25 | 5,03 |
| 9,1% | 6,67 | 6,26 | 5,92 | 5,63 | 5,38 |
| 10,1% | 7,20 | 6,74 | 6,35 | 6,02 | 5,73 |
| 11,1% | 7,73 | 7,21 | 6,78 | 6,40 | 6,08 |
| 12,1% | 8,26 | 7,69 | 7,20 | 6,79 | 6,43 |

Fazit

Umsätze und Ergebnisse erneut ausgebaut; Kurspotenzial unverändert hoch

Die USU Software AG konnte mit Vorlage der Geschäftsjahreszahlen 2011 neue Rekordwerte präsentieren. Mit einem Umsatzwachstum von +19,9 % auf 45,60 Mio. € war dabei die Gesellschaft in der Lage, sowohl die eigenen Prognosen (Konzernumsatz > 43 Mio. €) als auch unsere Prognosen (GBC-Prognosen: 43,73 Mio. €) deutlich zu übertreffen. Gleichzeitig wurde dabei erneut das Ziel eines im Vergleich zum Markt überdurchschnittlichen Wachstums eindrucksvoll belegt. Zwischen 2004 und 2011 erreichte das Unternehmen auf Umsatzebene ein kumuliertes Wachstum (CAGR) von +13,6 %. Im Vergleich hierzu liegt das CAGR des IT-Gesamtmarktes in der gleichen Periode bei lediglich +1,0 %.

Die Basis für diese Entwicklung findet sich dabei sowohl im organischen Wachstum des Produkt- und Servicegeschäftes als auch in anorganischen Effekten im Produktbereich wieder. Das anorganische Umsatzwachstum, welches aus den Akquisitionen des Lizenzmanagementspezialisten Aspera GmbH (Erwerbszeitpunkt: Juli 2010) sowie des Strategieberaters USU Consulting GmbH (Erwerbszeitpunkt: Juli 2011) stammt, beziffern wir für 2011 auf etwa +10 %. Somit beläuft sich das organische Wachstum, das insbesondere die starke Umsatzentwicklung des Servicegeschäftes reflektiert, ebenfalls auf etwa +10 %. Darüber hinaus war die USU Software AG in der Lage die internationalen Umsätze deutlich zu erhöhen und somit den Auslandsanteil an den Gesamtumsätzen auf 11,9 % (VJ: 9,0 %) zu steigern.

Die positive Umsatzentwicklung findet sich auch in der Ergebnisentwicklung wieder, welche ebenfalls mit neuen Rekordwerten aufwarten kann. Absolut gesehen kletterte zwar die operative Kostenbasis auf 38,90 Mio. € (VJ: 33,41 Mio. €), im Verhältnis zu den Umsätzen minderte sich jedoch die Kostenquote von 87,9 % (GJ 2010) auf 85,3 % (GJ 2011). Der absolute Anstieg lässt sich vor allem durch den gesteigerten Personalbestand, aber auch durch mit den Akquisitionen in Verbindung stehenden Sonderbelastungen, erklären. Die Gesellschaft profitierte jedoch von Skaleneffekten und Effizienzsteigerungen, so dass sich der Umsatzanstieg in Summe überproportional im Ergebnis niederschlagen konnte. Das im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 erreichte EBITDA von 6,70 Mio. € bedeutet eine EBITDA-Marge von 14,7 %. Dies kommt dem Unternehmensziel einer nachhaltigen EBITDA-Marge von über 15,0 % relativ nahe und verdeutlicht darüber hinaus den sukzessiven Wandel hin zu einem Produkthaus.

Vor diesem Hintergrund aber auch vor dem Hintergrund einer erwarteten positiven Branchenentwicklung, haben wir unsere Prognosen ausformuliert. Dabei konnten wir drei Wachstumstreiber identifizieren: Produkte, Internationalisierung und anorganisches Wachstum. Letzteres haben wir aufgrund der fehlenden Vorhersehbarkeit jedoch nicht in unseren Erwartungen berücksichtigt. Unserer Ansicht nach dürfte es der Gesellschaft auch künftig gut gelingen mit ihrer Produktstrategie (sehr gute Bewertungen bei Marktanalysen durch Gartner, Forrester oder ECP) überdurchschnittlich am Marktwachstum zu partizipieren. Zusammen mit dem weiteren erwarteten Ausbau des Auslandsgeschäftes erachten wir das von uns postulierte Umsatzwachstum für die nächsten zwei Geschäftsjahre von jeweils 7,0 % als konservativ. Mit dieser konservativen Vorgehensweise werden wir jedoch etwaigen externen Unsicherheitsfaktoren gerecht. Die prognostizierten Ergebnismargen (EBITDA-Basis) von 15,3 % (2012) respektive 15,7 % (2013) berücksichtigen einerseits einen Wegfall von Sondereffekten sowie andererseits das Greifen von Skaleneffekten.

Gemäß DCF-Modell haben wir ein 2012er Kursziel von 6,35 € je Aktie ermittelt. Auf Grund des sich daraus ergebenden Kurspotenzials von 27,5 % 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