



Researchstudie (Update)



**„Bestes Q1 (ohne Einmaleffekt)
der Unternehmensgeschichte“**

Kursziel: 6,35 €

Rating: Kaufen

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

Kaufen

Kursziel: 6,35

aktueller Kurs: 4,95
18.5.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl³: 10,524

Marketcap³: 55,09
EnterpriseValue³: 34,69
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

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

USU Software AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Software
Fokus: Business Service
Management/Knowledge Business
Mitarbeiter: 322 Stand: 31.3.2012
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	5,58	8,19
EBIT	2,58	4,64	3,53	6,14
EBIT (bereinigt)	4,39*	6,52*	7,09	7,74
Jahresüberschuss	2,35	3,57	2,53	5,01

* gemäß Unternehmenskommunikation

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,22	0,34	0,24	0,48
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,25	0,30

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,91	0,76	0,71	0,66
EV/EBITDA	7,53	5,18	6,22	4,24
EV/EBIT	13,45	7,48	9,83	5,65
EV/EBIT (bereinigt)	7,90	5,32	4,89	4,48
KGV	22,17	14,59	20,59	10,40
KBV		1,02		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
18.07.2012: Hauptversammlung
16.08.2012: Veröffentlichung HJ-Bericht
09.11.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
3.4.2012: RS / 6,35 / KAUFEN
14.2.2012: RG / 6,15 / KAUFEN
14.2.2012: RS / 6,15 / KAUFEN
21.11.2011: RS / 6,15 / KAUFEN

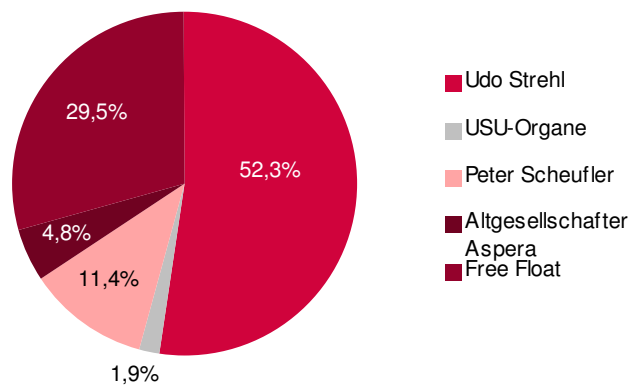
RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Aktionärsstruktur

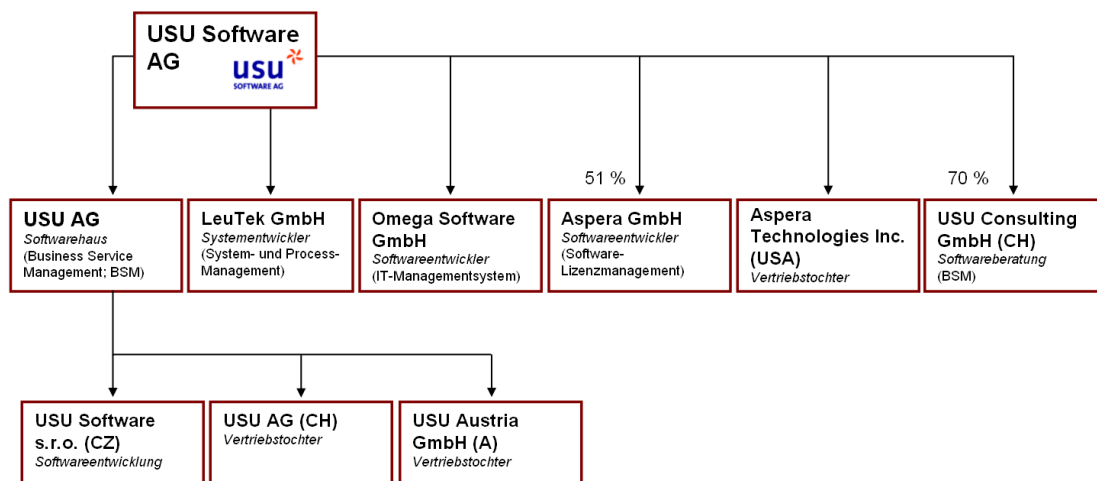
Anteilseigner in %	30.05.2011	18.05.2012
Udo Strehl /USPEG / WIZ-Stiftung	52,2 %	52,3 %
USU-Organen	1,9 %	1,9 %
Peter Scheufler	11,4 %	11,4 %
eigene Anteile	-	-
Altgesellschafter Aspera GmbH	4,8 %	4,8 %
Streubesitz	29,7 %	29,5 %

Aktionärsstruktur zum 18.05.2012



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. Zur Stärkung der internationalen Präsenz wurde im laufenden Geschäftsjahr die Vertriebstopochter Aspera Technologies Inc. gegründet. Derzeit ist damit die USU Software AG als Konzernobergesellschaft an neun inländischen und ausländischen, operativ aktiven Tochtergesellschaften beteiligt.

Geschäftsentwicklung Q1 2012 - Hohe Umsatzdynamik, Einmaleffekt belastet

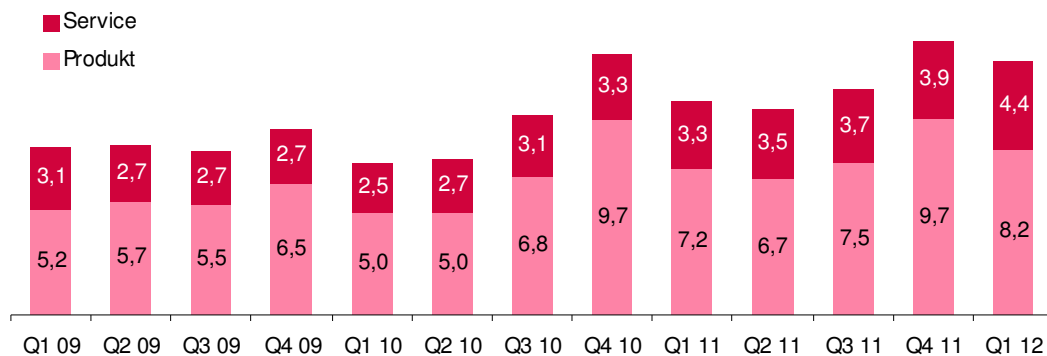
in Mio. €	Q1 2011	Δ 2011/2012	Q1 2012
Umsatzerlöse	10,58	+18,9 %	12,58
Umsatzerlöse - Produkt	7,25	+12,8 %	8,17
Umsatzerlöse - Service	3,32	+32,4 %	4,40

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Prognosen in beiden Segmenten übertroffen

Der positive Umsatztrend der letzten Quartale wurde durch die USU Software AG auch in den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2012 fortgesetzt. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 12,58 Mio. € wurde der Vorjahreswert von 10,58 Mio. € um +18,9 % deutlich übertroffen. Somit konnte die Gesellschaft das umsatzstärkste erste Quartal der Unternehmensgeschichte präsentieren.

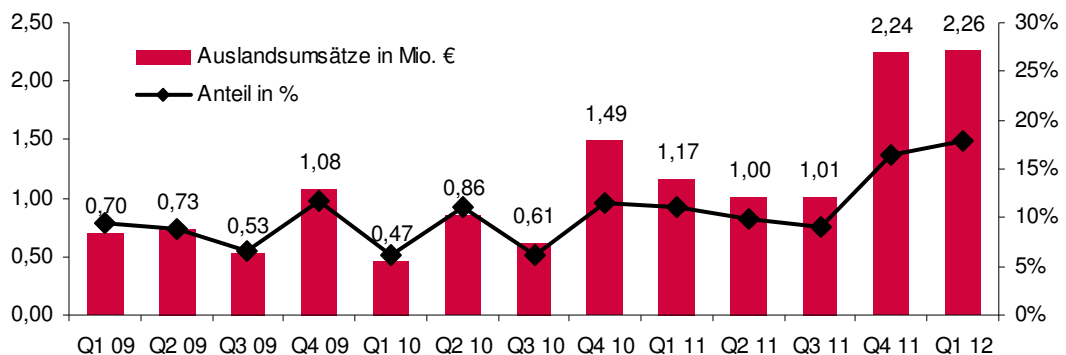
Segmentumsätze (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Mit dem umsatz- und margenstarken Produktsegment erreichte die USU Software AG dabei einen Umsatzanstieg von +12,8 % auf 8,17 Mio. €. Aufgrund der Tatsache, dass die Umsatzbeiträge des im Jahr 2010 erworbenen Lizenzmanagement-Spezialisten Aspera GmbH auch in der Vergleichsperiode des Vorjahres berücksichtigt waren, ist dieses Wachstum im Wesentlichen als organisch zu bezeichnen. Die anorganischen Umsatzeffekte der neuen Konzerntochter USU Consulting GmbH betragen 0,14 Mio. €.

Internationale Umsatzerlöse



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die zu großen Teilen dem Produktsegment zugeordneten Auslandsumsätze leisteten einen wichtigen Beitrag zur positiven Entwicklung des Produktbereiches. Gegenüber dem Vorjahr verdoppelten sich diese von 1,17 Mio. € auf einen neuen Rekordwert von 2,26 Mio. €. Der Auslandsanteil der Umsätze kletterte analog hierzu ebenfalls signifikant von 11,0 % (Q1/11) auf 17,9 % (Q1/12) und lag oberhalb der mittelfristigen, von der Gesellschaft anvisierten

Größenordnung von 15 %. Wesentliche Impulse leistete hierfür die Konzerntochter Aspera GmbH, welche in den USA mit dem Direktvertrieb in den letzten Jahren Umsatzwachstumsraten von über 30 % erzielen konnte. Mit der erfolgten Gründung der Aspera Technologies Inc. soll die Basis für weiteres Wachstum in dieser Region gelegt werden. Aber auch andere Regionen wie etwa Österreich, Schweiz oder Italien haben sich nach Aussagen des Unternehmens sehr positiv entwickelt.

Parallel zum Produktgeschäft konnten auch die beratungsbezogenen Serviceumsätze in den ersten drei Monaten 2012, ausgehend von einer geringeren Umsatzbasis um +32,4 % auf 4,40 Mio. € (Q1/11: 3,32 Mio. €) gesteigert werden.

Ergebnisentwicklung - Signifikanter Anstieg trotz Ausweitung der Kosten

in Mio. €	Q1 2011	Q1 2012	Q1 2012 (bereinigt)*
EBITDA (Marge)	1,21 (11,5 %)	-0,12 (neg.)	1,75 (13,9 %)
EBIT (Marge)	0,72 (6,8 %)	-0,57 (neg.)	1,30 (10,3 %)
Jahresüberschuss	0,40	-1,25	0,62
EPS in €	0,04	-0,12	0,06

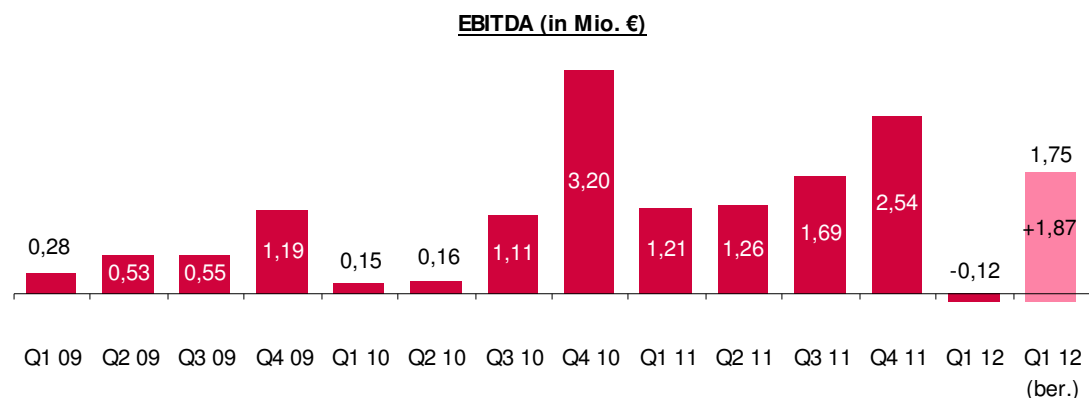
* bereinigt um Einmaleffekt in Höhe von 1,87 Mio. €

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Trotz der deutlich ausgeweiteten Umsatzbasis reduzierte sich das EBITDA im ersten Quartal 2012 deutlich auf -0,12 Mio. € (Q1/11: 1,21 Mio. €). Für diesen Rückgang ist ein einmaliger, mit dem Unternehmenserwerb der Aspera GmbH in Verbindung stehender Effekt verantwortlich.

Nach dem anteiligen Erwerb von 51 % der Anteile an der Aspera GmbH hat die USU Software AG den noch zu erwartenden Kaufpreis für die ausstehenden Anteile in Höhe 49 % bilanziell erfasst. Der ausstehende, von der Geschäftsentwicklung der neuen Konzerntochter abhängige Kaufpreis, wurde zum Geschäftsjahresende 2011 auf 6,65 Mio. € beziffert. Aufgrund der über den Erwartungen liegenden operativen Entwicklung der Aspera GmbH, musste jedoch die USU Software AG in der abgelaufenen Berichtsperiode eine ergebniswirksame Anpassung des Kaufpreises (inkl. Ansprüche der Aspera-Altgesellschafter auf Gewinnausschüttung) vornehmen. Demnach wurde die Ergebnisentwicklung des ersten Quartals 2012 von Einmalaufwendungen in Höhe von 1,87 Mio. € belastet. Der daraus fällige finale Kaufpreis wird gemäß Unternehmensangaben noch im ersten Halbjahr 2012 an die Aspera-Altgesellschafter ausbezahlt.

Bereinigt um diesen Einmaleffekt hätte die Gesellschaft, analog zur Umsatzentwicklung, eine deutliche Ausweitung des operativen Ergebnisses (EBITDA) um +43,9 % auf 1,75 Mio. € (Q1/11: 1,21 Mio. €) erzielt.

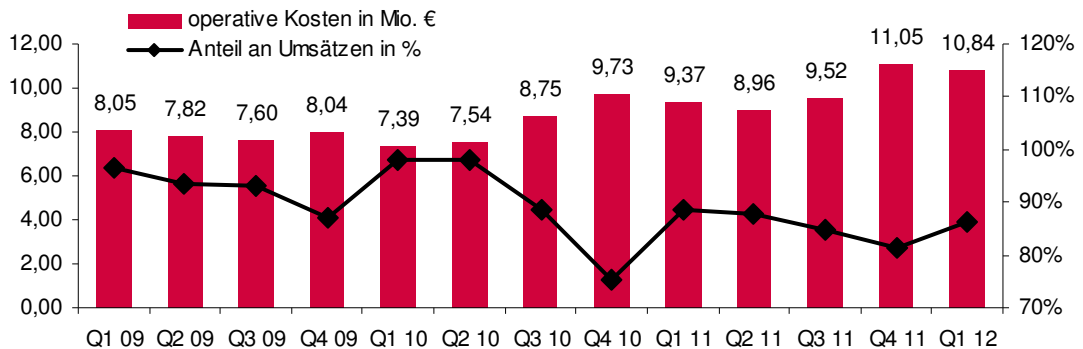


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die dazugehörige bereinigte EBITDA-Marge konnte dabei von 11,5 % (Q1/11) auf 13,9 % (Q1/12) gesteigert werden. Die Steigerung der operativen Ertragskraft gibt dabei die im

Vergleich zu den Umsätzen unterdurchschnittliche Entwicklung der operativen Kostenbasis wieder. Nominell kletterten zwar die bereinigten operativen Kosten (auf EBITDA-Basis) um +15,6 % auf 10,84 Mio. € (Q1/11: 9,37 Mio. €), die auf den Umsatz bezogene Kostenquote minderte sich jedoch von 88,5 % (Q1/11) auf 86,1 % (Q1/12).

Operative Kosten

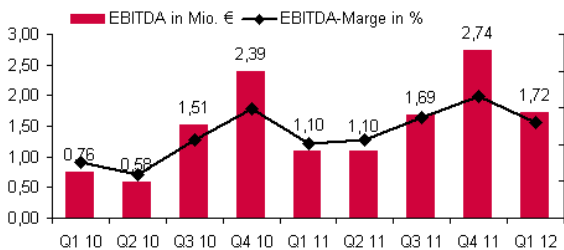


Quelle: USU Software AG; GBC AG

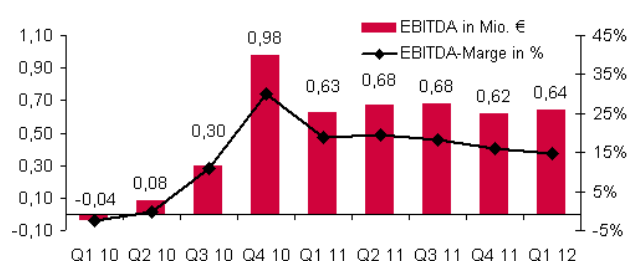
Speziell Skaleneffekte im Bereich der so genannten Overhead-Kosten zeichnen sich für die verhältnismäßige Reduktion der operativen Kosten verantwortlich. Zeitgleich wurde auch der aus der Ausweitung der Beratungsmannschaft bedingte Anstieg der Herstellungskosten um +30,0 % auf 6,47 Mio. € (Q1/11: 4,98 Mio. €) aufgefangen.

Die gegenüber der Vorjahresperiode positive Ergebnisentwicklung wird auch in der nach Segmenten getrennten Betrachtung ersichtlich. Im margenträchtigen Produktsegment verzeichnete die USU Software AG einen signifikanten EBITDA-Anstieg um +55,6 % auf 1,72 Mio. € (Q1/11: 1,10 Mio. €). Hier erreichte die Gesellschaft den historisch höchsten Wert eines ersten Quartals. Flankierend hierzu entwickelte sich das Service-EBITDA mit einer Verbesserung in Höhe von +2,1 % auf 0,64 Mio. € (Q1/11: 0,63 Mio. €) verhältnismäßig solide.

EBITDA (Produktsegment)



EBITDA (Servicesegment)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Gemäß IFRS-Berichterstattung lag das Nachsteuerergebnis des ersten Quartals 2012 mit -1,25 Mio. € deutlich im negativen Bereich sowie signifikant unterhalb des vergleichbaren Vorjahreswertes (Q1/11: 0,40 Mio. €). Jedoch auch hier vermittelt eine Bereinigung um den Einmaleffekt ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechend besseres Bild. In der bereinigten Betrachtung liegt das Nachsteuerergebnis bei 0,62 Mio. € und damit um +55,6 % oberhalb des Vorjahresniveaus. Dies entspricht einem bereinigten Ergebnis je Aktie (EPS) von 0,06 € (Q1/11: 0,04 €).

Bilanzielle und finanzielle Situation - Weiter solide Bilanzrelationen

in Mio. €	31.12.2011	31.03.2012
Eigenkapital (EK-Quote)	49,91 (71,3 %)	48,67 (66,3 %)
Operatives Anlagevermögen	41,00	40,77
Working Capital	-1,84	-2,85
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	17,63	19,87

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Vermögenslage der USU Software AG gibt ein für das erste Quartal typisches Bild ab. Speziell zu Beginn eines Geschäftsjahres werden vertragsgemäß die Wartungserlöse in Rechnung gestellt, was typischerweise mit einer signifikanten Ausweitung des passiven Rechnungsabgrenzungspostens (kurzfristige PRAP) einhergeht. Gegenüber der Geschäftsjahresbilanz 2011 erhöhte sich dieser Bilanzposten signifikant von 1,99 Mio. € auf 6,76 Mio. €. Aktivseitig steht dieser Entwicklung allerdings keine wesentliche Erhöhung des kurzfristigen Vermögens entgegen, was hauptsächlich zu einem weiteren Rückgang des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) auf -2,85 Mio. € (31.12.11: -1,84 Mio. €) geführt hat.

Die liquiditätswirksame Minderung des Working Capitals bewirkte, bei einer sonst geringen Investitionsquote, eine Steigerung der Unternehmensliquidität auf 19,87 Mio. € (31.12.11: 17,63 Mio. €). Dieser Bestand soll gemäß Unternehmensangaben vornehmlich für die Begleichung der ausstehenden Kaufpreisverbindlichkeiten (inkl. Ansprüche der Aspera-Altesgesellschafter auf Gewinnausschüttung) in Höhe von 8,71 Mio. € verwendet werden. Die Gesellschaft plant für die im ersten Halbjahr 2012 zu erfolgende Transaktion, aufgrund des aktuell ausreichenden Barmittelbestandes, keine Kapitalmaßnahme. Infolge der Ausweitung der Bilanzsumme lag die Eigenkapitalquote bei einem leicht reduzierten Eigenkapital von 48,67 Mio. € (31.12.2011: 49,91 Mio. €) bei einem unverändert soliden Wert von 66,3 % (31.12.2011: 71,3 %).

Prognose und Modellannahmen - Weiteres Wachstum erwartet

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012 (alt)	GJ 2012e (neu)	GJ 2013e
Umsatzerlöse	45,60	48,79	48,79	52,20
EBITDA (Marge)	6,70 (14,7%)	7,45 (15,3 %)	5,58 (11,4%)	8,19 (15,7%)
EBIT (Marge)	4,64 (10,2%)	5,40 (11,1 %)	3,53 (7,23%)	6,14 (11,8%)
EBIT (Marge) bereinigt	6,52* (14,3 %)	7,09 (14,5 %)	7,09 (14,5 %)	7,74 (14,8 %)
Jahresüberschuss	3,57	4,40	3,63	5,01
EPS	0,34	0,42	0,24	0,48

Quelle: USU Software AG; GBC AG * gemäß Unternehmenskommunikation

Die USU Software AG hat die Unternehmenskommunikation auf das bereinigte Ergebnis (exkl. Einmalaufwendungen sowie akquisitionsbedingte Sonderfaktoren) umgestellt. Auch nach den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2012 gelten dabei die unveränderten Prämissen der künftigen Unternehmensentwicklung und damit wurden die bisherigen Planungen nochmals bestätigt. Die Grundlage der positiven Geschäftsentwicklung bildet dabei die gute Auftragslage der Gesellschaft, welche sich in einem Anstieg des Auftragsbestandes auf 22,48 Mio. € (Q1/11: 22,03 Mio. €) wiederfindet. Hier ist der jüngst gemeldete Großauftrag der Bundesagentur für Arbeit mit einem mittleren siebenstelligen Volumen noch nicht berücksichtigt. Insgesamt sehen wir für die künftige Unternehmensentwicklung eine deutlich positive Tendenz. Weitere wichtige Faktoren hierfür dürften das internationale Wachstum sowie ein weiterhin dynamisches Produktgeschäft sein.

Konservativ behalten wir unsere bisherigen Schätzungen für die Geschäftsjahre 2012 und 2013 bei. Da dennoch ein erhöhter ergebniswirksamer Mittelabfluss für den Erwerb der restlichen Aspera-Anteile vorliegt, haben wir diesen für das laufende Geschäftsjahr 2012 in Höhe von 1,87 Mio. € ergebnismindernd berücksichtigt. Diese Annahme findet sich auch in unserem DCF-Modell, in welchem ein um 1,87 Mio. € höherer Mittelabfluss berücksichtigt ist, wieder.

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: 2,00 %).

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: 8,91 %) (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: 8,91 %).

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 6,35 € unverändert belassen. Zwar haben wir die erhöhten Mittelabflüsse für den Aspera-Erwerb berücksichtigt, auf der anderen Seite weist die langfristige Unternehmensentwicklung deutlich positive Tendenzen auf. Dies haben wir in unserem Modell durch eine Erhöhung der ewigen EBITA-Marge auf 14,10 % ebenfalls berücksichtigt.

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	14,1%
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	5,58	8,19	7,99	8,15	8,31	8,48	8,65	8,82	
EBITDA-Marge	11,4%	15,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
EBITA	5,13	7,74	7,51	7,66	7,81	7,97	8,13	8,29	
EBITA-Marge	10,5%	14,8%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%
Steuern auf EBITA	-1,55	-1,55	-1,50	-1,53	-1,56	-1,59	-1,63	-1,66	
zu EBITA	30,3%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	3,58	6,19	6,01	6,13	6,25	6,37	6,50	6,63	
Kapitalrendite	9,1%	13,3%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	10,5%
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	5,58	8,19	7,99	8,15	8,31	8,48	8,65	8,82	
Steuern auf EBITA	-1,55	-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	-10,79	2,59	4,94	5,10	5,21	5,31	5,42	5,53	69,54

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	62,20	65,15
Barwert expliziter FCFs	23,95	23,49
Barwert des Continuing Value	38,25	41,66
Nettoschulden (Net debt)	-4,61	-4,69
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	66,81	69,84
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	66,81	69,84
Ausstehende Aktien in Tsd.	10,524	10,524
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,35	6,64

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%
8,5%	6,18	5,81	5,50	5,23	4,99
9,5%	6,71	6,29	5,92	5,61	5,34
10,5%	7,25	6,76	6,35	6,00	5,69
11,5%	7,78	7,23	6,77	6,38	6,04
12,5%	8,31	7,71	7,20	6,77	6,39

Fazit

Bestes Q1 (ohne Sondereffekt) der Unternehmensgeschichte; Rating KAUFEN

Mit Veröffentlichung der Zwischenmitteilung zum ersten Quartal 2012 hat die USU Software AG die Fortsetzung des positiven Umsatztrends der letzten Quartale präsentiert. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 12,58 Mio. € wurde dabei der Vorjahreswert von 10,58 Mio. € deutlich um +18,9 % übertroffen und gleichzeitig der beste Wert eines ersten Quartals erzielt. Diese Entwicklung wurde gleichermaßen von beiden wichtigen Segmenten „Produkt“ und „Service“ getragen.

Erwähnenswert ist zudem auch das internationale Wachstum der Gesellschaft, welches ebenfalls positive Impulse zur Unternehmensentwicklung beigesteuert hat. So konnten die ausländischen Umsatzerlöse, welche größtenteils dem margenstarken Produktsegment zuzurechnen sind, auf einen neuen Rekordwert von 2,26 Mio. € (Q1/11: 1,17 Mio. €) gesteigert werden. Die besonders aus dem erfolgreichen Direktvertrieb von Aspera-Produkten stammenden ausländischen Umsätze trugen mit 17,9 % (Q1/11: 11,0 %) zu den Gesamtumsätzen der USU Software AG bei und lagen somit oberhalb der von der Gesellschaft anvisierten Größenordnung von 15 %.

Das dynamische Umsatzwachstum findet sich jedoch nicht in der Ergebnisentwicklung wieder. Demnach reduzierte sich das EBITDA im ersten Quartal 2012 deutlich auf -0,12 Mio. € (Q1/11: 1,21 Mio. €). Für diesen Rückgang ist jedoch ein einmaliger Effekt, welcher mit der Akquisition der Tochtergesellschaft Aspera GmbH in Verbindung steht, verantwortlich.

Nach der im Jahr 2010 erfolgten Akquisition von 51 % der Anteile an der Aspera GmbH hat die USU Software AG den noch zu erwartenden Kaufpreis für die anstehenden Anteile in Höhe von 49 % bilanziell erfasst. Die in der Bilanz berücksichtigte Größenordnung war von der Geschäftsentwicklung der neuen Konzerntochter abhängig. Aufgrund einer nun über den Erwartungen liegenden Unternehmensentwicklung der Aspera GmbH, hat die USU Software AG ergebniswirksam eine Kaufpreisanpassung in Höhe von 1,87 Mio. € vornehmen müssen. Der daraus fällige finale Kaufpreis wird gemäß Unternehmensangaben noch im ersten Halbjahr 2012 an die Aspera-Altgesellschafter ausbezahlt.

Die um den Einmaleffekt bereinigte Ergebnisentwicklung gibt eine Steigerung der operativen Ertragskraft der Gesellschaft wieder. So kletterte das bereinigte EBITDA um +43,9 % auf 1,75 Mio. € (Q1/11: 1,21 Mio. €) und die dazugehörige EBITDA-Marge auf 13,9 % (Q1/11: 11,5%).

Die USU Software AG hat die Unternehmenskommunikation auf das bereinigte Ergebnis umgestellt. Auch nach den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2012 gelten dabei die unveränderten Prämissen der künftigen Unternehmensentwicklung und damit wurden die bisherigen Planungen nochmals bestätigt. Die USU Software AG erwartet auf Gesamtjahresbasis 2012 die Erzielung eines bereinigten EBIT in einer Spanne zwischen 6,5 Mio. € und 7,0 Mio. €. Wir lassen die bereinigten Unternehmensprognosen gegenüber unserer letzten Researchstudie (03.04.2012) unverändert. Da dennoch ein erhöhter ergebniswirksamer Mittelabfluss für den Erwerb der restlichen Aspera-Anteile wirksam wird, haben wir diesen für das laufende Geschäftsjahr 2012 ergebnismindernd berücksichtigt. Diese Annahme findet sich auch in unserem DCF-Modell, in welchem ein um 1,87 Mio. € höherer Mittelabfluss berücksichtigt ist, wieder.

Auf Grundlage des aktualisierten DCF-Modells haben wir ein unverändertes 2012er Kursziel von 6,35 € je Aktie ermittelt. Ausgehend von einem derzeitigen Kursniveau von 4,95 € beläuft sich das Kurspotenzial bei 28,3 %. Daher bestätigen wir das Rating KAUFEN.

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 Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche 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

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, 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