

Company Flash

USU Software

Company Update: CA verhilft USU zum Durchbruch im internationalen Geschäft

UNTERNEHMEN



RATING

KAUFEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

6,6 EUR (6 EUR)

HIGHLIGHTS

- Konzernumsatz in Q2/12 getrieben durch Lizenzgeschäft leicht über Erwartungen
- Bereinigtes operatives Ergebnis entspricht unseren Prognosen
- Management bestätigt (u.E. sehr konservative) Guidance für 2012
- Partnerschaft mit CA Technologies bietet insbesondere im Auslandsgeschäft weiteres Potenzial
- Prognosen und Kursziel angehoben, Kaufen-Rating bestätigt

Lizenzumsatz legt an Dynamik zu: Mit einem Plus von 31% auf 1,9 Mio. EUR stieg das Lizenzgeschäft überraschend stark an. Davon profitierte insbesondere das Auslands- (+112%) und das Produktgeschäft (+27,7%), während sich das Servicegeschäft mit +8,6% etwas moderater entwickelte. In Summe wurde unsere Umsatzprognose leicht übertroffen. Aufgrund der deutlich gestiegenen Mitarbeiterzahl verringerte sich die Auslastung, so dass unsere EBIT-Prognose trotz des höher als erwartet ausgefallenen Geschäftsvolumens „lediglich“ erreicht wurde. Das Management hat die u.E. sehr konservative Guidance für 2012 (Umsatz > 48 Mio. EUR, bereinigtes EBIT zwischen 6,5 Mio. und 7 Mio. EUR) bestätigt. Wir lagen mit unserer Umsatzprognose bisher schon leicht über der Guidance, heben diese allerdings aufgrund der Q2-Zahlen nochmals um 3 Mio. auf 52 Mio. EUR an, woraus sich auch eine leicht höhere Ergebnisprognose ergibt (adj. EPS 12e: 0,56 EUR nach 0,54 EUR).

Partnerschaft mit CA ermöglicht höhere Prognosen: Die angekündigte Partnerschaft mit CA Technologies beurteilen wir klar positiv. Durch das globale Netzwerk von CA ist der vom Management ab 2013 avisierte Ergebnisbeitrag von zusätzlich 1 Mio. EUR pro Jahr plausibel und könnte als der Durchbruch von USU im internationalen Geschäft bezeichnet werden. Wir haben unsere Prognosen entsprechend angepasst, was für 2013 und 2014 zu einer Anhebung der EPS-Schätzung (bereinigt) um jeweils etwa 10% führt.

Aktualisierte Prognosen führen zu einem höheren Kursziel: Auf Basis der aktualisierten bewertungsrelevanten Rahmendaten haben wir einen fairen Wert der USU-Aktie in Höhe von 6,60 EUR ermittelt, der gleichzeitig auch unser neues Kursziel darstellt (bisher 6,00 EUR). Wir bekräftigen daher unser Kaufen-Rating.

+++ Reuters: OSPGk +++ Bloomberg: OSP2 GY +++

Aktueller Kurs (XETRA; 17.08.12; 17:00 h)	5,45 EUR
SCHLUSSKURS (17.08.2012)	5,45 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE	21,1%
MARKTKAPITALISIERUNG	57,36 Mio. EUR
UNTERNEHMENSWERT	46,79 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN	10,52 Mio.
STREUBESITZ	30,0%
INDEX (GEWICHTUNG)	CDAX (0%)
DURCH. HANDELSVOL.	4.597
ISIN	DE000A0BVU28
SEKTOR	Software

KENNZAHLEN (31.12.)	2012E	2013E	2014E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR			
Umsatz	52,0	55,5	58,5
EBITDA	5,6	8,6	9,3
EBIT bereinigt	7,2	8,0	8,7
Nettoergebnis (adj.)	5,9	7,0	7,6
Freier Cash-flow	-3,7	6,3	6,9
FCF Rendite	-5,9%	10,4%	11,3%
EPS bereinigt	0,56	0,66	0,72
Dividende	0,25	0,25	0,30
EV / Umsatz	0,9	0,9	0,8
EV / EBITDA	8,0	5,7	5,3
EV / EBIT bereinigt	6,4	6,1	5,6
KGV bereinigt	9,8	8,6	8,0
KBV	1,08	1,00	0,95
Dividendenrendite	4,7%	4,7%	5,7%

KURSENTWICKLUNG



KALENDER

09.11.12 Quartalsbericht

Thomas Hofmann, CEFA
 Investmentanalyst
 +49 711 127-42775
 Thomas.Hofmann@LBBW.de

Unternehmensdaten Finanzkennzahlen

USU Software

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

GuV	2012E			2013E			2014E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
Umsatz	49,0	52,0	6,1%	52,0	55,5	6,7%	55,0	58,5	6,4%
EBITDA	5,7	5,6	-1,8%	8,0	8,6	7,5%	8,6	9,3	8,1%
EBIT	3,7	3,7	0,0%	5,8	6,4	10,3%	6,4	7,1	10,9%
EBIT bereinigt	7,0	7,2	2,9%	7,4	8,0	8,1%	8,0	8,7	8,7%
Nettoergebnis	3,6	3,3	-8,3%	5,0	5,6	12,0%	5,6	6,2	10,7%
Nettoergebnis (adj.)	5,7	5,9	3,5%	6,4	7,0	9,4%	7,0	7,6	8,6%
Je Aktie (EUR)	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
Gewinn je Aktie (basic)	0,34	0,31	-8,8%	0,48	0,53	10,4%	0,53	0,59	11,3%
EPS bereinigt	0,54	0,56	3,7%	0,61	0,66	8,2%	0,66	0,72	9,1%
Dividende	0,25	0,25	0,0%	0,25	0,25	0,0%	0,30	0,30	0,0%

Quelle: USU, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von USU Software (Mio. EUR)

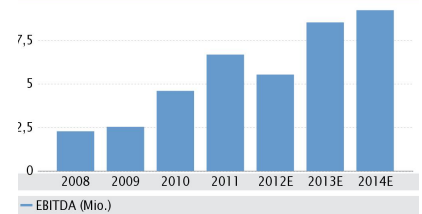
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Umsatz	34,0	34,0	38,0	45,6	52,0	55,5	58,5
EBITDA	2,3	2,5	4,6	6,7	5,6	8,6	9,3
EBIT	1,0	0,5	2,6	4,6	3,7	6,4	7,1
EBIT bereinigt	1,0	0,5	4,4	6,5	7,2	8,0	8,7
Nettoergebnis	1,3	1,5	2,3	3,6	3,3	5,6	6,2
Nettoergebnis (adj.)	1,3	1,5	3,9	5,4	5,9	7,0	7,6
EPS bereinigt	0,13	0,15	0,38	0,51	0,56	0,66	0,72
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		0,2 %	11,7 %	19,9 %	14,0 %	6,7 %	5,4 %
Bruttoergebnis		-0,5 %	17,4 %	19,6 %	9,2 %	12,6 %	5,6 %
EBITDA		11,3 %	81,2 %	45,2 %	-17,2 %	54,1 %	8,2 %
EBIT bereinigt			-53,2 %	866,4 %	49,0 %	10,5 %	11,0 %
Nettoergebnis (adj.)			19,5 %	150,8 %	38,3 %	10,0 %	18,2 %
EPS bereinigt			15,4 %	153,3 %	34,2 %	9,8 %	17,9 %
Gewinn je Aktie (basic)			15,4 %	53,3 %	47,8 %	-8,8 %	71,0 %
Umsatzmargen							
EBITDA		6,7 %	7,5 %	12,1 %	10,7 %	15,4 %	15,8 %
EBIT bereinigt		2,8 %	1,3 %	11,5 %	14,3 %	13,9 %	14,4 %
Nettoergebnis		3,8 %	4,5 %	6,2 %	7,8 %	6,3 %	10,0 %
Nettoergebnis (adj.)		3,8 %	4,5 %	10,2 %	11,8 %	11,3 %	13,0 %
Bilanz (Mio. EUR)							
Geschäfts- oder Firmenwert	27,1	26,1	32,9	32,4	32,4	32,4	32,4
Sachanlagen	0,6	0,6	0,9	1,0	1,0	1,2	1,4
Net Working Capital	0,3	0,3	1,9	-8,6	-0,4	0,2	0,8
Liquide Mittel	5,8	10,4	10,6	17,1	11,4	17,1	21,4
Eigenkapital	45,9	45,9	48,5	49,9	51,1	56,1	59,7
Nettoverschuldung / (Nettoliqidität) GJ-Ende	-9,2	-10,9	-11,1	-17,6	-11,8	-17,6	-21,9
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoergebnis	1,3	1,5	2,3	3,6	3,3	5,6	6,2
Abschreibungen	1,3	2,1	2,0	2,1	1,9	2,2	2,2
Veränderung Working Capital	0,6	0,0	-1,5	10,5	-8,2	-0,6	-0,6
Operativer Cash-flow	0,3	5,0	2,4	9,4	-3,0	7,1	7,7
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8
Freier Cash-flow	-0,1	4,6	-3,1	8,6	-3,7	6,3	6,9
Dividendenzahlung	-1,5	-1,5	-1,5	-2,1	-2,1	-2,6	-2,6
Veränderung in den liquiden Mitteln	1,1	4,6	0,1	6,6	-5,8	5,8	4,3
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	0,4	0,6	1,1	0,7	0,9	0,9	0,8
EV / EBITDA	5,6	8,7	8,7	4,6	8,0	5,7	5,3
EV / EBIT bereinigt	13,2	48,8	9,1	4,7	6,4	6,1	5,6
KGV bereinigt	16,9	21,4	13,0	8,9	9,8	8,6	8,0
KBV	0,5	0,7	1,0	1,0	1,1	1,0	0,9
Eigenkapitalrendite	2,8 %	3,4 %	4,8 %	7,1 %	6,4 %	9,9 %	10,4 %
Dividendenrendite	7,0 %	4,5 %	4,1 %	4,4 %	4,7 %	4,7 %	5,7 %
FCF Rendite	-0,4 %	13,9 %	-6,0 %	18,0 %	-5,9 %	10,4 %	11,3 %
Bilanzkennzahlen							
Nettoverschuldung zu EBITDA	-4,0	-4,3	-2,4	-2,6	-2,1	-2,1	-2,4
Verschuldungsgrad	-20,1 %	-23,7 %	-22,8 %	-35,3 %	-23,2 %	-31,4 %	-36,6 %
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	4,0	3,9	12,1	11,0	-10,6	-16,0	-17,8

Quelle: USU, LBBW Research

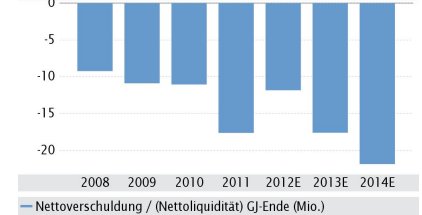
GUIDANCE - USU

USU rechnet für 2012 mit einem Umsatz von über 48 Mio. EUR und einem bereinigten EBIT in einer Bandbreite von 6,5 bis 7,0 Mio. EUR. 2013 soll der Umsatz die 50 Mio. EUR-Schwelle überschreiten bei weiter steigendem Ergebnis.

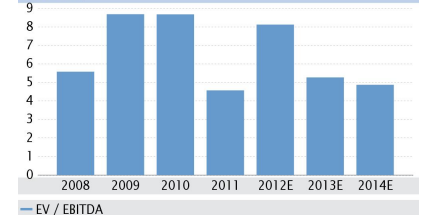
Ergebniskennzahlen



Bilanzkennzahlen



Bewertung



Quelle: USU, LBBW Research

RESEARCH TEAM

Stefan Borscheid, CFA, Investmentanalyst
+49 711 127-76791, stefan.borscheid@lbbw.de

Thomas Hofmann, CEFA, Investmentanalyst
+49 711 127-42775, thomas.hofmann@lbbw.de

Mirko Maier, Investmentanalyst
+49 711 127-73264, mirko.maier@lbbw.de

Ralph Szymczak, Investmentanalyst
+49 711 127-70558, ralph.szymczak@lbbw.de

Investment Case

Zusammenfassung

USU Software

Das grundsätzlich positive Umfeld für das Produktportfolio von USU sollte in Verbindung mit den guten Expertenratings ein über dem Branchenwachstum liegendes Wachstum ermöglichen. Zudem dürfte es USU durch die Partnerschaft mit CA Technologies nun auch international gelingen, die PS auf die Straße zu bringen. Wir haben auf Basis der aktualisierten bewertungsrelevanten Rahmendaten ein fairen Wert der USU-Aktie in Höhe von 6,60 EUR ermittelt, der etwa 10% über dem bisherigen Wert liegt. Daher bekräftigen wir mit einem Kursziel von 6,60 EUR unser Kaufen-Rating, da die Aktie auch auf dem historisch hohen Niveau somit noch ein Kurspotenzial von gut 20% bietet.

Earnings summary: USU konnte auch in Q2/12 den Umsatz zweistellig steigern und unsere Prognose leicht übertreffen. Wachstumstreiber war vor allem das Auslandsgeschäft. Die in Verbindung mit der deutlich höheren Mitarbeiterzahl gesunkene Auslastung bremste allerdings die Ergebnisentwicklung, so dass das bereinigte EBIT nur gut 5% über dem Vorjahreswert und im Rahmen unserer Prognosen lag.

Valuation summary: Wir haben unsere Schätzreihe auf Basis des Halbjahresberichtes und der Partnerschaft mit CA Technologies über den gesamten Prognosezeitraum angehoben. Vor allem für die beiden nächsten Geschäftsjahre gehen wir nunmehr von einem um jeweils etwa 10% höheren adjustierten Ergebnis je Aktie aus. Dies führt als Mittelwert aus Peergroup- und DCF-Bewertung zu einem fairen Wert der USU-Aktie in Höhe von 6,60 EUR, der gleichzeitig auch unser neues Kursziel (bisher 6,00 EUR) darstellt. Daher bekräftigen wir unser Kaufen-Rating auch wenn die Aktie mittlerweile in der Nähe der Höchstwerte der letzten Jahre notiert.

Risiken: Bedingt durch die gute Positionierung der USU in einem wachsenden Markt, der soliden Bilanz und der nachweislich erfolgreichen Strategie des Managements resultieren Risiken für unseren Investment case derzeit hauptsächlich aus dem makroökonomischen Umfeld. Eine spürbare konjunkturelle Abkühlung und somit eine kritische Überprüfung der IT-Budgets auf Kundenseite sollte auch vorübergehend negative Auswirkungen auf die Geschäftsentwicklung der USU haben.

Unternehmensprofil

USU entwickelt Applikationen zur Erfassung von IT-Infrastrukturen hinsichtlich deren Leistungsfähigkeit, Ausbreitung und Aufwand und macht sie somit. Des Weiteren bietet USU mit dem KnowledgeCenter wissensbasierte Datenbanklösungen an, die z.B. bei dem Projekt D115 zum Einsatz kommen. Das Produktportfolio wird durch flankierende Serviceleistungen abgerundet. 2011 erzielte USU einen Umsatz von 45,6 Mio. EUR, wovon 88% in Deutschland erzielt wurden. Etwa 54% entfielen auf Beratungsleistungen, der Rest auf Lizenz- und Wartungserlöse. Die Bilanz ist gekennzeichnet durch eine hohe Eigenkapitalquote (71,2%), das Fehlen von Bankverbindlichkeiten sowie einer Nettoliquidität von etwa 17 Mio. EUR. Mit über 50% ist der Gründer Udo Strehl Mehrheitseigentümer der Gesellschaft.

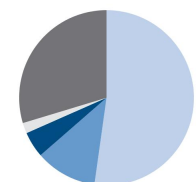
PROS

- ++ Hoch angesehene Softwareapplikationen
- + BSM steigert IT-Effizienz
- + Solide Bilanzrelationen
- + Auslandsexpansion gewinnt an Fahrt

CONS

- Geringe Free float-Marktkapitalisierung
- Niedrige Vertriebskraft international

Aktionärsstruktur



Quelle: LBBW Research

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

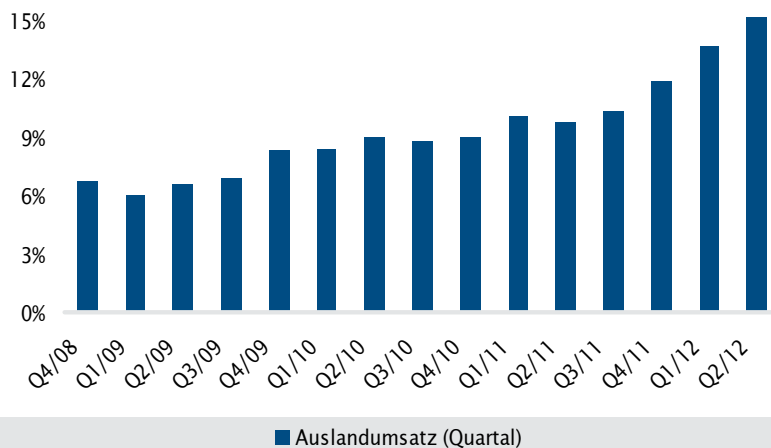
USU Software

Q2 mit starkem Lizenzwachstum

Im zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres gelang es USU erneut die Lizenzumsätze kräftig zu steigern. Mit 1,9 Mio. EUR lag der Q2-Wert um 31% über Vorjahr, für das erste Halbjahr ergibt sich ein Plus von 26%. Ebenso dynamisch legten die Beratungserlöse zu, die um 28% auf 6,9 Mio. EUR (H1: +31,6%) gesteigert werden konnten. Die Wartungsumsätze legten mit +13,1% unterproportional, aber immerhin noch zweistellig zu (H1: +9,5%). In Summe stieg der Konzernumsatz in Q2/12 um 21% auf 12,4 Mio. EUR und übertraf unsere Prognose von 11,5 Mio. EUR um 7,5%. Das kräftige Lizenzwachstum ist insbesondere auf das Auslandsgeschäft zurückzuführen, dass von der Aspera-Übernahme profitiert. In Q2 konnten hier die Umsätze mehr als verdoppelt werden und trugen 17% zum Konzernumsatz bei, was bereits deutlich über dem mittelfristigen 15%-Ziel liegt. USU konnte damit die Strategie, Wachstum insbesondere jenseits der deutschen Grenzen zu generieren, erneut erfolgreich umsetzen. Zudem sind die Lizenzerlöse mit zukünftigen Wartungserlösen verknüpft und begünstigen somit auch die weitere Entwicklung. Im Rückblick zeigt sich, dass es USU gelungen ist, den Anteil des im Ausland erzielten Umsatzes in den letzten Jahren mehr als zu verdoppeln.

Auslandsumsatz verdoppelt

Anteil des Auslandsumsatzes am Konzernumsatz (gleitend. Durchschn.)



Quelle: USU, LBBW Research

Getragen von der Entwicklung des Lizenzgeschäftes konnte das Produktsegment den Umsatz um 28% auf 8,6 Mio. EUR steigern, während das deutlich kleinere Servicesegment, das im Wesentlichen Beratungsleistungen im Rahmen von IT-Projekten sowie die individuelle Anwendungsentwicklung umfasst, nur knapp zweistellig (+9%) auf 3,8 Mio. EUR zulegen konnte.

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

USU Software

Mitarbeiteraufbau drückt auf Marge

Der gezielte Ausbau der Belegschaft und der zusätzliche, projektbezogene Einsatz freier Mitarbeiter führte dazu, dass die Rohertragsmarge in Q2 mit 46,7% des Umsatzes deutlich unter dem vergleichbaren Vorjahreswert in Höhe von 53% lag. Die Summe der weiteren Kosten (Vertrieb/Marketing, Verwaltung, Forschung und Entwicklung) lag im zweiten Quartal mit 4,7 Mio. EUR nur um 3,7% über Vorjahr, so dass sich die rückläufige Rohertragsmarge nicht voll auf das operative Ergebnis niederschlug. Das um die Effekte aus der Aspera-Übernahme bereinigte operative Ergebnis stieg in Q2 um 5,5% auf 1,2 Mio. EUR, die operative Marge sank von 11,2% im Vorjahr auf 9,7%. Wir hatten diesen Margenrückgang nicht antizipiert, da jedoch der Umsatz unsere Erwartungen leicht übertreffen konnte, lag das adjustierte EBIT (ebenso wie das adjustierte Nettoergebnis) im Rahmen unserer Prognose.

Q1/12 bzw. H1/12 im Vergleich mit LBBW-Prognosen

Mio. EUR	Q2 / 12		H1 / 12	
	Reported	LBBWe	Reported	LBBWe
Umsatz	12,4	11,5	25,0	24,1
Δ YoY	21,1%	12,5%	20,0%	15,8%
EBIT (adj.)	1,20	1,25	2,9	2,9
Marge	9,7%	10,9%	11,5%	12,0%
Nettoergebnis (adj.)	0,9	0,9	1,9	1,9
Marge	7,2%	7,8%	7,6%	7,9%
EPS (adj., EUR)	0,08	0,09	0,18	0,19

Quelle: USU, LBBW Research

Auf Basis der Halbjahreszahlen und vor dem Hintergrund des hohen Auftragsbestands, der mit 24,5 Mio. EUR etwa 8% über Vorjahr liegt bestätigte das Management die Guidance für das laufende Geschäftsjahr. Der Umsatz soll 2012 auf über 48 Mio. EUR ansteigen bei einem (bereinigten) EBIT in einer Spanne zwischen 6,5 Mio. und 7 Mio. EUR. 2013 soll die 50 Mio. EUR-Umsatzmarke überschritten werden bei einem weiter steigenden (bereinigten) EBIT.

Die Bilanzsituation der USU ist unverändert als äußerst solide zu bezeichnen. Das Eigenkapital in Höhe von 49 Mio. EUR macht etwa 75% der Bilanzsumme aus und den liquiden Mitteln in Höhe von 13,4 Mio. EUR (Wertpapiere zuzüglich Kassenbestand und Guthaben bei Kreditinstituten) stehen nahezu keine zinstragenden Bankverbindlichkeiten gegenüber.

Rohertragsmarge unter Druck

Guidance bestätigt

Bilanzrelationen unverändert solide

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

USU Software

Höhere Schätzungen für 2012

In der Vergangenheit lag der Umsatz von USU im zweiten Halbjahr in der Regel spürbar über dem Wert aus den ersten 6 Monaten, was typisch ist für IT-Unternehmen. USU hat im ersten Halbjahr 2012 einen Umsatz von 25 Mio. EUR erzielt, so dass selbst bei Stagnation ein Umsatz von 50 Mio. EUR zu erwarten wäre. Da unseres Ermessens keine Gründe dagegen sprechen, dass es USU auch im laufenden Jahr wieder gelingt im zweiten Halbjahr einen höheren Umsatz als im ersten Semester zu erzielen, halten wir nach Vorlage des Halbjahresberichtes einen Umsatz von über 50 Mio. EUR für wahrscheinlich. Daher heben wir unsere bisherige Prognose (49 Mio. EUR) auf nunmehr 52 Mio. EUR an. Die Guidance des Managements halten wir daher für klar zu konservativ. Es ist jedoch anzumerken, dass in der IT-Branche das letzte Quartal des Jahres in der Regel das mit Abstand umsatz- und ertragsstärkste ist, wodurch sich die Zurückhaltung zumindest teilweise erklären lässt. Wir gehen daher davon aus, dass das USU-Management spätestens mit Vorlage der Q3-Zahlen die Guidance entsprechend anheben wird.

Auf Basis der höheren Umsatzprognose heben wir auch das von uns für 2012 erwartete bereinigte Ergebnis entsprechend an. Wir rechnen nun mit einem bereinigten EBIT von 7,2 Mio. (bisher 7,0 Mio. EUR) und einem bereinigten Nettoergebnis von 0,56 EUR je Aktie (bisher 0,54 EUR). Das Management rechnet mit einem bereinigten EBIT in einer Bandbreite von 6,5 Mio. bis 7 Mio. EUR. Aufgrund des Ergebnisabführungsvertrages mit der Aspera ist die Entwicklung der Steuerquote allerdings nur schwer prognostizierbar, womit das Nettoergebnis auch bei einer wie erwartet verlaufenden operativen Entwicklung spürbar von unserer Schätzung abweichen könnte.

CA Technologies eröffnet weiteres Potenzial

Mit der Vorlage der Halbjahreszahlen hat USU eine mehrjährige Partnerschaft mit CA Technologies bekannt gegeben. CA wird zukünftig die Lizenzmanagement-Lösung SmartTrack von Aspera zusammen mit seiner Produktsuite für Service Management weltweit vertreiben. Nach einer Anlaufphase im laufenden Jahr ohne wesentliche Umsatz- und Ergebniseffekte erwartet USU aus den avisierten Lizenz- und Wartungserlösen mit CA ab 2013 einen jährlichen Ergebnisbeitrag von über einer Million EUR. Diese Größenordnung scheint uns angesichts der globalen Aktivität von CA durchaus nachvollziehbar und in einer Telefonkonferenz hat USU den Eindruck vermittelt, dass die avisierten 1 Mio. EUR relativ gut nach unten abgesichert sind. Zudem dürfte der Ergebnisbeitrag dank der Verlustvorträge von Aspera nur mit einer marginalen Steuerquote belastet sein. Aufgrund der höheren Ausgangsbasis und der Einrechnung des von CA vermittelten Geschäfts haben wir unsere Schätzungen für 2013 und 2014 ebenfalls angehoben. Wir rechnen nun für 2013 mit einem Umsatz von 55,5 Mio. EUR (bisher 52 Mio. EUR), der 2014 auf 58,5 Mio. EUR (bisher 55 Mio. EUR) ansteigen sollte. Dementsprechend haben wir auch unsere Ergebnisprognosen entsprechend angehoben. Unsere neuen Prognosen für das bereinigte EPS liegen nun jeweils etwa 10% über unseren bisherigen Annahmen.

Guidance u. E. zu konservativ, Umsatzprognose angehoben

Bereinigtes EPS dürfte auf 0,56 EUR ansteigen

Partnerschaft mit CA zahlt sich schon kurzfristig aus

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

USU Software

Anpassung der Umsatz- und Ergebnisprognose

Mio. EUR	2012e			2013e		2014e	
	Neu	Bisher	Guidance	Neu	Bisher	Neu	Bisher
Umsatz	52,0	49,0	> 48,0	55,5	52,0	58,5	55,0
Δ yoy	14,0%	7,5%	> 5,3%	6,7%	6,1%	5,4%	5,8%
Rohertrag	25,3	24,9	n.a.	28,5	26,9	30,1	28,7
Margin	48,7%	50,8%	n.a.	51,4%	51,7%	51,5%	52,2%
EBITDA	5,55	5,65	n.a.	8,55	7,95	9,25	8,55
Margin	10,7%	11,5%	n.a.	15,4%	15,3%	15,8%	15,5%
EBIT (reported)	3,70	3,70	n.a.	6,40	5,80	7,10	6,40
Margin	7,1%	7,6%	n.a.	11,5%	11,2%	12,1%	11,6%
EBIT (adjusted)	7,21	7,00	6,5 - 7,0	8,00	7,40	8,70	8,00
Margin	13,9%	14,3%	n.a.	14,4%	14,2%	14,9%	14,5%
Net profit (reported)	3,30	3,60	n.a.	5,57	5,05	6,19	5,57
Margin	6,3%	7,3%	n.a.	10,0%	9,7%	10,6%	10,1%
Net profit (adjusted)	5,88	5,66	n.a.	6,97	6,44	7,59	6,97
Margin	11,3%	11,6%	n.a.	12,6%	12,4%	13,0%	12,7%
EPS (EUR, reported)	0,31	0,34	n.a.	0,53	0,48	0,59	0,53
EPS (EUR, adjusted)	0,56	0,54	n.a.	0,66	0,61	0,72	0,66
Dividend (EUR)	0,25	0,25	n.a.	0,25	0,25	0,25	0,30

Quelle: LBBW Research

Bewertung

Berechnung Fairer Wert

USU Software

Auf Basis der aktualisierten bewertungsrelevanten Rahmendaten haben wir mittels unseres Discounted Cashflow-Modells einen fairen Wert der USU-Aktie in Höhe von 7,67 EUR ermittelt. Aus dem Peergroup-Vergleich ergibt sich ein Wert von 5,56 EUR. Der Mittelwert aus beiden Verfahren führt zu einem fairen Wert in Höhe von 6,62 EUR. Dies Wert stellt (gerundet) unser Kursziel von 6,60 EUR dar, das sich gegenüber unserer letzten bewertungsrelevanten Publikation somit um 10% erhöht hat. Daher stufen wir die USU-Aktie nach wie vor mit Kaufen ein.

Multiplikatorbewertung

Zur Bewertung der USU-Aktie auf Basis der Bewertung vergleichbarer Wettbewerber haben wir überwiegend deutsche Software-Unternehmen herangezogen, die zwar nicht auf dem Gebiet des IT-Asset-Managements tätig sind, allerdings vergleichbare Geschäftsmodelle und Renditen aufweisen.

Wir haben bei der Bewertung die drei Multiples EV/Sales, EV/EBITDA und KGV mit 20%, 40% und 40% gewichtet. Die beiden Schätzjahre 2012 und 2013 haben wir ebenso wie die jeweiligen Peers gleich gewichtet. Aus diesem Ansatz ergibt sich für die USU-Aktie ein fairer Wert in Höhe von 5,56 EUR, der aufgrund der aktualisierten Schätzungen über dem Wert liegt, den wir in der letzten bewertungsrelevanten Publikation veröffentlicht hatten (5,36 EUR).

Discounted Cashflow-Bewertung

Wir nutzen ein dreistufiges DCF-Modell. In den ersten drei Jahren (Phase I) schätzen wir konkret die Entwicklung des jährlichen Cashflows. In der Phase II (Jahre 4 bis 9) passen wir die aktuellen Wachstumsannahmen an die Entwicklung in der sogenannten ewigen Rente (Phase III) an, in der wir kein überdurchschnittliches Umsatz- und Ertragswachstum mehr erwarten.

Für USU ergibt sich auf Basis der aktualisierten Prognosen für 2012-2014 sowie der bewertungsrelevanten Rahmendaten (risikoloser Zins, Risikoprämie) ein fairer Wert in Höhe von 7,67 EUR (bisher 6,69 EUR).

Kursziel 6,60 EUR

Der Mittelwert aus beiden Verfahren führt zu einem fairen Wert der USU-Aktie in Höhe von 6,62 EUR. Daraus ergibt sich unser um 10% höheres Kursziel von 6,60 EUR. Wir stufen die Aktie somit nach wie vor mit Kaufen ein.

Peergroup-Bewertung führt zu fairem Wert von 5,56 EUR

Fairer Wert gemäß DCF-Modell bei 7,67 EUR

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Bewertung
Multiple-Verfahren

USU Software

PEER GROUP KENNZAHLEN	Jahr (Gewicht)	PE (40,0 %)		EV/SALES (20,0 %)		EV/EBITDA (40,0 %)	
		2012 (50,0 %)	2013 (50,0 %)	2012 (50,0 %)	2013 (50,0 %)	2012 (50,0 %)	2013 (50,0 %)
Unternehmen							
Mensch & Maschine		15,2	10,2	0,6	0,5	7,2	5,0
Nemetschek	(20,0 %)	11,5	9,7	1,3	1,2	5,7	5,1
BMC	(20,0 %)	11,9	11,0	2,6	2,5	6,7	6,4
Cenit	(20,0 %)	10,6	9,9	0,3	0,3	3,3	3,2
PSI	(20,0 %)	24,4	18,3	1,3	1,2	13,1	10,3
Durchschnitt		14,7	11,8	1,2	1,1	7,2	6,0
Median		11,9	10,2	1,3	1,2	6,7	5,1
USU		9,4	8,0	0,9	0,8	6,0	5,3
Abweichung vom Durchschnitt		-35,9 %	-32,4 %	-29,0 %	-27,7 %	-16,7 %	-11,8 %
Abweichung vom Median		-20,4 %	-21,9 %	-32,6 %	-32,5 %	-10,9 %	4,4 %

Quelle: LBBW Research, I/B/E/S

FAIR VALUE MATRIX (EUR)

Fairer Wert je Aktie (Basis: Peer und Multiple)	(Gewicht)	PE (40,0 %)	EV/SALES (20,0 %)	EV/EBITDA (40,0 %)
Mensch & Maschine		7,66	2,68	4,61
Nemetschek	(20,0 %)	6,43	6,35	4,09
BMC	(20,0 %)	6,96	12,86	5,01
Cenit	(20,0 %)	6,24	1,46	2,46
PSI	(20,0 %)	12,92	6,58	8,83
Durchschnitt		8,04	5,99	5,00
Median		6,43	2,68	4,09
Fairer Wert je Aktie USU		6,51	5,45	4,08
- Net Debt und Adjustierungen		0,00	-1,00	-1,00
Fairer Wert des EK je Aktie USU		6,51	6,45	5,09
Prämie/Abschlag zum aktuellen Kurs		20,1 %	19,1 %	-6,2 %

FAIRER WERT JE AKTIE (EUR)

Fairer Wert des EK je Aktie USU	5,56
Prämie/Abschlag zum aktuellen Kurs	2,9 %

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Bewertung DCF-Modell

USU Software

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	1,4 %	Steady State Jahr	2020
Risikoprämie	6,9 %	Wachstum Terminal Value	1,0 %
Beta	1,3	EBIT-Marge	12,0 %
Eigenkapitalkosten	10,4 %	Abschreibungsquote	1,5 %
Fremdkapitalkosten	6,6 %	Investitionsquote	1,5 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	100,0 %	Net Working Capital-Quote	1,5 %
WACC (in %)	10,4 %	CAGR Umsatz 2011 bis 2020	6,3 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Umsatz	45,6	52,0	55,5	58,5	63,2	67,6	71,7	75,2	78,3	79,0
Wachstum yoy		14,0 %	6,7 %	5,4 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	1,0 %
EBIT vor Goodwill	4,6	7,2	8,0	8,7	8,8	9,1	9,3	9,4	9,4	9,5
EBIT-Marge	10,2 %	13,9 %	14,4 %	14,9 %	14,0 %	13,5 %	13,0 %	12,5 %	12,0 %	12,0 %
- Steuern auf das EBIT	1,0	0,4	1,2	1,3	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,8
Steuerquote	21,3 %	5,1 %	14,9 %	14,6 %	21,5 %	21,5 %	21,5 %	21,5 %	21,5 %	30,0 %
= NOPAT	3,7	6,8	6,8	7,4	6,9	7,2	7,3	7,4	7,4	6,6
+ Abschreibungen	2,1	1,9	2,2	2,2	2,2	2,0	1,8	1,5	1,2	1,2
Abschreibungsquote	4,5 %	3,6 %	3,9 %	3,7 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
- Investitionen (CAPEX)	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2
in % vom Umsatz	1,8 %	1,3 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
NWC	-8,6	-0,4	0,2	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2
in % vom Umsatz	-18,9 %	-0,7 %	0,4 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
delta NWC		8,2	0,6	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
FCF to firm	15,4	-0,2	7,6	8,1	8,1	8,1	8,0	7,7	7,3	6,6
in % vom Umsatz	33,8 %	-0,5 %	13,6 %	13,9 %	12,8 %	12,0 %	11,1 %	10,2 %	9,4 %	8,4 %
Discounted free cashflow	n.a.	-0,2	6,6	6,4	5,8	5,3	4,7	4,1	3,5	2,9

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	36,1
+ Barwert Terminal Value	34,0
= Enterprise Value	70,1
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	48,5 %
- Nettofinanzverschuldung	-10,5
- Anteile Dritter	0,0
- Pensionsrückstellungen	0,4
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
+ Sonstige	0,5
= Marktkapitalisierung	80,7
/ Anzahl Aktien (Mio.)	10,52
= Wert je Aktie (EUR)	7,67



Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

USU Software

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	CAGR 10-14E
Umsatz	38,0	45,6	52,0	55,5	58,5	
Wachstum yoy		19,9 %	14,0 %	6,7 %	5,4 %	11,37 %
Herstellungskosten	-18,7	-22,4	-26,7	-27,0	-28,4	
Bruttoergebnis	19,4	23,2	25,3	28,5	30,1	
Marge	50,9 %	50,8 %	48,7 %	51,4 %	51,5 %	
Vertriebskosten	-6,3	-6,2	-7,1	-7,8	-8,2	
Verwaltungskosten	-2,7	-4,3	-4,5	-4,8	-4,9	
Forschungs-/Entwicklungskosten	-6,0	-6,5	-7,3	-7,8	-8,2	
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,9	-1,9	-3,3	-1,9	-1,9	
Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibung	4,6	6,7	5,6	8,6	9,3	
Marge	12,1 %	14,7 %	10,7 %	15,4 %	15,8 %	
Sachanlagenabschreibungen / Imm.	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	
Impairments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Abschreibungen	-2,0	-2,1	-1,9	-2,2	-2,2	
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	2,6	4,6	3,7	6,4	7,1	
Marge	6,8 %	10,2 %	7,1 %	11,5 %	12,1 %	
EBIT bereinigt	4,4	6,5	7,2	8,0	8,7	
Marge	11,5 %	14,3 %	13,9 %	14,4 %	14,9 %	
Zinserträge	0,3	0,3	-0,6	-0,3	-0,3	
Zinsaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vorsteuerergebnis (EBT)	2,7	4,5	3,5	6,6	7,3	
Marge	7,1 %	9,9 %	6,6 %	11,8 %	12,4 %	
Ertragsteuern	-0,4	-1,0	-0,2	-1,0	-1,1	
Ertragsteuersatz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Nettoergebnis	2,3	3,6	3,3	5,6	6,2	
Marge	6,2 %	7,8 %	6,3 %	10,0 %	10,6 %	
Nettoergebnis bereinigt um ao. Posten	3,9	5,4	5,9	7,0	7,6	
Marge	10,2 %	11,8 %	11,3 %	12,6 %	13,0 %	
Gewinn je Aktie (basic)	0,23	0,34	0,31	0,53	0,59	
EPS bereinigt	0,38	0,51	0,56	0,66	0,72	
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,25	0,25	0,30	

Quelle: USU, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Bilanz

USU Software

BILANZ (Mio. EUR)	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Summe Aktiva	66,9	70,0	64,7	70,4	74,5
Sachanlagen	0,9	1,0	1,0	1,2	1,4
Geschäfts- oder Firmenwert	32,9	32,4	32,4	32,4	32,4
Übrige immaterielle Vermögenswerte	8,2	6,8	5,6	4,1	2,6
Aktive latente Steuern	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8
Sonstige Finanzanlagen	0,8	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Anlagevermögen	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Anlagevermögen	45,4	42,9	41,8	40,4	39,1
Vorräte	0,7	0,9	1,0	1,2	1,4
Forderungen aus Lief. und Leist. und sonst. Vermögensgegen.	9,1	7,4	9,0	10,0	11,0
Wertpapiere	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Kurzfristige Steuerforderungen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Liquide Mittel	10,6	17,1	11,4	17,1	21,4
Umlaufvermögen	21,5	27,1	23,0	29,9	35,4
Summe Passiva	66,9	70,0	64,7	70,4	74,5
Grundkapital	10,5	10,5	10,5	11,1	11,1
Kapitalrücklagen	53,1	53,2	53,2	54,7	54,7
Gewinnrücklagen	-15,1	-13,8	-12,6	-9,6	-6,1
Eigenkapital	48,5	49,9	51,1	56,1	59,7
Langfristige Pensionsrückstellungen	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	7,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	1,4	1,1	1,1	1,1	1,1
Langfristige Verbindlichkeiten	9,4	1,6	1,7	1,7	1,7
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leist. und sonst. Verbindlich.	1,8	3,2	3,0	3,4	3,8
Kurzfristige Rückstellungen	4,9	6,2	6,4	6,4	6,4
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	1,7	8,6	2,0	2,2	2,4
Kurzfristige Steuerverbindlichkeiten	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Kurzfristige Verbindlichkeiten	9,0	18,5	11,9	12,5	13,1

Quelle: USU, LBBW Research

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Anhang

Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

USU Software

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Ergebnis nach Steuern (EAT)	2,3	3,5	3,3	5,6	6,2
Abschreibungen	2,0	2,1	1,9	2,2	2,2
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-1,5	10,5	-8,2	-0,6	-0,6
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	-0,5	-6,7	0,0	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	2,4	9,4	-3,0	7,1	7,7
Wachstum yoy		287,5 %	-131,9 %	n.m.	8,6 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-5,5	-0,8	-0,7	-0,8	-0,9
Abgänge/Desinvestitionen	0,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	0,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,9
Wachstum yoy		-200,9 %	n.m.	n.m.	n.m.
Mittelabfluss/-zufluss aus Kapitalmaßnahmen	1,8	0,0	0,0	2,1	0,0
Dividendenzahlung	-1,5	-2,1	-2,1	-2,6	-2,6
Sonstige Veränderungen finanz. Cash-flow	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-1,5	-2,1	-2,1	-0,6	-2,6
Wachstum yoy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Veränderung in den liquiden Mitteln	0,1	6,6	-5,8	5,8	4,3
Liquide Mittel am Periodenbeginn	10,4	10,6	17,1	11,3	17,1
Liquide Mittel am Periodenende	10,6	17,1	11,3	17,1	21,4
Freier Cash-flow	-3,1	8,6	-3,7	6,3	6,9
Cash Flow pro Aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Quelle: USU, LBBW Research

Anhang-1

1/2

Die LBBW unterliegt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

LBBW Research Rating-Systematik (absolutes Aktienrating-System)

Aktienrating-Definitionen:

Kaufen:	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Kauf der Aktie.
Verkaufen:	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Verkauf der Aktie.
Halten:	Wir haben eine neutrale Einstufung der Aktie und empfehlen auf Sicht von bis zu 12 Monaten weder den Kauf noch den Verkauf der Aktie.
Unter Beobachtung:	Das Rating wird derzeit von uns überarbeitet.
Ausgesetzt:	Eine Beurteilung des Unternehmens ist momentan nicht möglich.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

Kaufen:	53,0%
Verkaufen:	8,4%
Halten:	37,7%
Unter Beobachtung:	0,9%
Ausgesetzt:	0,0%

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbar, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Das Aktien-Research der Landesbank Baden-Württemberg teilt die Unternehmen des Beobachtungsuniversums in zwei Produkt- und Analysezyklen. Nähere Erklärungen finden Sie unter <https://www.lbbw-research.de/publicdisclaimer>. Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

- die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen
- eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben

Anhang-1

2/2

Kurs- und Empfehlungs-Historie USU am 16.08.2012

