

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Company Flash

USU Software

Company Update: Schätzungen leicht angehoben, Kursziel und Rating bestätigt

UNTERNEHMEN



RATING
KAUFEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL
6 EUR (UNVERÄNDERT)

HIGHLIGHTS

- Q1-Zahlen fielen operativ besser als von uns erwartet aus
- Schätzungen für 2012ff leicht angehoben
- Fairer Wert (=Kursziel) unverändert bei 6 EUR
- Investmentstory unverändert intakt, Rating bleibt Kaufen

Kräftiger Anstieg bei Umsatz und operativem Ergebnis: Der USU Software AG ist ein über erwarten dynamischer Start in das laufende Geschäftsjahr gelungen. Der Umsatz stieg im Vergleich zum Vorjahr um 19% auf 12,6 Mio. EUR, das um Sondereffekte bereinigte operative Ergebnis sogar um mehr als 50% auf 1,7 Mio. EUR. Das Nettoergebnis (adjustiert) legte um 18% auf 1 Mio. EUR bzw. 0,10 EUR je Aktie zu. Unsere Erwartungen konnten somit erneut übertroffen werden. Die offensichtlich hervorragende Geschäftsentwicklung der im 2010 zu 51% übernommenen Aspera machte eine Anpassung der Kaufpreisverbindlichkeit für die noch zu übernehmenden Anteile erforderlich, die das Q1-Ergebnis mit 1,9 Mio. EUR belastete. Inklusiv dieses (und weiterer) akquisitionsbedingten Sonderfaktors wies USU Verluste aus.

Prognosen leicht angehoben: Im Gegensatz zum Management haben wir unsere Prognosen für das laufende und die Folgejahre leicht angehoben. Unsere aktualisierte Umsatzschätzungen für 2012e - 2014e liegen jeweils etwa 1% über unseren bisherigen Annahmen, hinsichtlich des (adjustieren) Nettoergebnisses sind unsere Prognosen jeweils etwa 2% optimistischer als bisher.

Kursziel unverändert 6 EUR, Rating nach wie vor Kaufen: Auf Basis der aktualisierten bewertungsrelevanten Rahmendaten haben wir als Mittelwert aus Peergroup-Vergleich und DCF-Bewertung einen fairen Wert von 6,03 EUR ermittelt (bisher 5,95 EUR). Damit behalten wir unser Kursziel von 6 EUR unverändert bei. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses rechnen wir somit mit einer Performance von über 20% und empfehlen den Titel unverändert zu Kaufen. Die aktuelle makroökonomische Großwetterlage erschwert das Timing allerdings erheblich.

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

Aktueller Kurs (XETRA; 15.06.12; 10:05 h)	4,65 EUR
SCHLUSSKURS (14.06.2012):	4,68 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE:	28,2%
MARKTKAPITALISIERUNG:	49,25 Mio. EUR
UNTERNEHMENSWERT:	38,68 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN:	10,52 Mio.
STREUBESITZ:	100,0%
INDEX (GEWICHTUNG):	CDAX (0%)
DURCH. HANDELSVOL.:	5.409
ISIN:	DE000A0BVU28
SEKTOR:	Software

KENNZAHLEN (31.12.)	2012E	2013E	2014E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR			
Umsatz	49,0	52,0	55,0
EBITDA	5,7	8,0	8,6
EBIT bereinigt	7,0	7,4	8,0
Nettoergebnis (adj.)	5,7	6,4	7,0
Freier Cash-flow	-3,3	5,8	6,3
FCF Rendite	-6,7%	11,8%	12,7%
EPS bereinigt	0,54	0,61	0,66
Dividende	0,25	0,25	0,30
EV / Umsatz	0,8	0,7	0,7
EV / EBITDA	6,8	4,9	4,5
EV / EBIT bereinigt	5,5	5,2	4,8
KGV bereinigt	8,7	7,6	7,1
KBV	0,96	0,88	0,84
Dividendenrendite	5,3%	5,3%	6,4%



KALENDER

18.07.12	Hauptversammlung
----------	------------------



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	48,5	49,0	1,0%	51,5	52,0	1,0%	54,5	55,0	0,9%
EBITDA	7,3	5,7	-21,9%	7,9	8,0	1,3%	8,5	8,6	1,2%
EBIT	5,2	3,7	-28,8%	5,7	5,8	1,8%	6,3	6,4	1,6%
EBIT bereinigt	6,8	7,0	2,9%	7,3	7,4	1,4%	7,9	8,0	1,3%
Nettoergebnis	4,1	3,6	-12,2%	5,0	5,0	0,0%	5,5	5,6	1,8%
Nettoergebnis (adj.)	5,5	5,7	3,6%	6,4	6,4	0,0%	6,9	7,0	1,4%
Je Aktie (EUR)	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
Gewinn je Aktie (basic)	0,39	0,34	-12,8%	0,47	0,48	2,1%	0,52	0,53	1,9%
EPS bereinigt	0,53	0,54	1,9%	0,60	0,61	1,7%	0,65	0,66	1,5%
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)

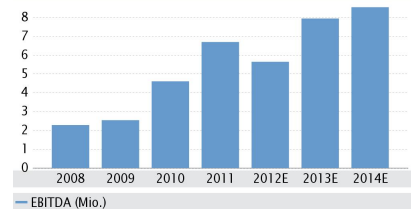
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Umsatz	34,0	34,0	38,0	45,6	49,0	52,0	55,0
EBITDA	2,3	2,5	4,6	6,7	5,7	8,0	8,6
EBIT	1,0	0,5	2,6	4,6	3,7	5,8	6,4
EBIT bereinigt	1,0	0,5	4,4	6,5	7,0	7,4	8,0
Nettoergebnis	1,3	1,5	2,3	3,6	3,6	5,0	5,6
Nettoergebnis (adj.)	1,3	1,5	3,9	5,4	5,7	6,4	7,0
EPS bereinigt	0,13	0,15	0,38	0,51	0,54	0,61	0,66
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		0,2 %	11,7 %	19,9 %	7,5 %	6,1 %	5,8 %
Bruttoergebnis		-0,5 %	17,4 %	19,6 %	7,5 %	8,0 %	6,7 %
EBITDA		11,3 %	81,2 %	45,2 %	-15,7 %	40,7 %	7,5 %
EBIT bereinigt		-53,2 %	470,0 %	49,0 %	7,3 %	5,7 %	8,1 %
Nettoergebnis (adj.)		19,5 %	6,2 %	38,3 %	5,9 %	13,4 %	8,2 %
EPS bereinigt		19,5 %	51,9 %	34,2 %	5,9 %	13,0 %	8,2 %
Gewinn je Aktie (basic)		19,5 %	51,9 %	47,8 %	0,0 %	41,2 %	10,4 %
Umsatzmargen							
EBITDA		6,7 %	7,5 %	12,1 %	14,7 %	11,5 %	15,5 %
EBIT bereinigt		2,8 %	1,3 %	11,5 %	14,3 %	14,2 %	14,5 %
Nettoergebnis		3,8 %	4,5 %	6,2 %	7,8 %	7,3 %	9,7 %
Nettoergebnis (adj.)		3,8 %	4,5 %	10,2 %	11,6 %	12,4 %	12,7 %
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	11,8	17,0	20,6
Eigenkapital	45,9	45,9	48,5	49,9	51,4	55,9	58,8
Nettoverschuldung / (Nettoliqidität) GJ-Ende	-9,2	-10,9	-11,1	-17,6	-12,2	-17,5	-21,1
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoergebnis	1,3	1,5	2,3	3,6	3,6	5,0	5,6
Abschreibungen	1,3	2,1	2,0	2,1	2,0	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	-2,6	6,6	7,1
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	-3,3	5,8	6,3
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	-5,4	5,2	3,6
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	0,4	0,6	1,1	0,7	0,8	0,8	0,7
EV / EBITDA	5,6	8,7	8,7	4,6	5,5	5,2	4,8
EV / EBIT bereinigt	13,2	48,8	9,1	4,7	6,0	5,5	5,1
KGV bereinigt	16,9	21,4	13,0	8,9	9,2	8,0	7,4
KBV	0,5	0,7	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
Eigenkapitalrendite	2,8 %	3,4 %	4,8 %	7,1 %	7,0 %	9,0 %	9,5 %
Dividendenrendite	7,0 %	4,5 %	4,1 %	4,4 %	5,2 %	5,2 %	6,2 %
FCF Rendite	-0,4 %	13,9 %	-6,0 %	18,0 %	-5,1 %	11,2 %	12,1 %
Bilanzkennzahlen							
Nettoverschuldung zu EBITDA	-4,0	-4,3	-2,4	-2,6	-2,2	-2,2	-2,5
Verschuldungsgrad	-20,1 %	-23,7 %	-22,8 %	-35,3 %	-23,8 %	-31,3 %	-35,9 %
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	4,0	3,9	12,1	11,0	-10,6	-14,5	-16,0

Quelle: USU, LBBW Research

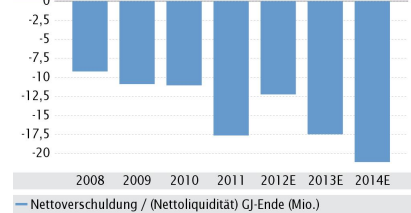
GUIDANCE - USU

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.

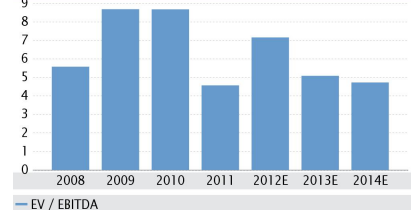
Ergebniskennzahlen



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

Die strategischen Maßnahmen der letzten Quartale zeigen zunehmend positive Effekte bei Umsatz und Ertrag. Das grundsätzlich positive Umfeld für das Produktportfolio sollte in Verbindung mit den guten Expertenratings ein über dem Branchenwachstum liegendes Wachstum ermöglichen. Zudem schreitet die Internationalisierung voran und aus den Übernahmen resultierende Cross-Selling-Effekte werden gehoben. Auf Basis der aktualisierten bewertungsrelevanten Rahmendaten haben wir ein unverändertes Kursziel von 6 EUR ermittelt womit wir unser Kaufen-Rating bekräftigen.

Earnings summary: Mit 12,6 Mio. EUR konnte USU den Umsatz in Q1/12 um 19% ausweiten. Hierbei ragten die im Servicegeschäft (+32,4%) und die im Ausland erzielten Umsätze (+93,6%) positiv hervor. Ergebnisseitig war das Produktgeschäft mit einem EBITDA-Anstieg um 56% Wachstumstreiber, während im Servicegeschäft u. a. der verstärkte Einsatz freier Mitarbeiter zu einem nur gehaltenen Ergebnis führte. In Summe konnte das bereinigte EBIT um 52% auf 1,7 Mio. EUR gesteigert werden. Aufgrund der besser als erwartet verlaufenden Entwicklung der Aspera musste USU die Kaufpreisverbindlichkeiten für den noch ausstehenden 49%-Anteil allerdings ergebniswirksam anheben, was zu einem Verlust führte. Auf bereinigter Basis wurden unsere Prognosen übertraffen, weshalb wir die Umsatz- und (adjustierten) Ergebnisprognosen leicht anheben.

Valuation summary: Auf Basis der aktualisierten bewertungsrelevanten Rahmendaten haben wir als Mittelwert aus Peergroup-Vergleich und DCF-Bewertung einen fairen Wert von 6,05 EUR ermittelt (bisher 5,95 EUR). Damit behalten wir unser Kursziel von 6 EUR unverändert bei. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses rechnen wir somit mit einer Performance von über 20% und empfehlen den Titel unverändert zu Kaufen.

Risiken für unseren Investment case: 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 insbesondere 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.

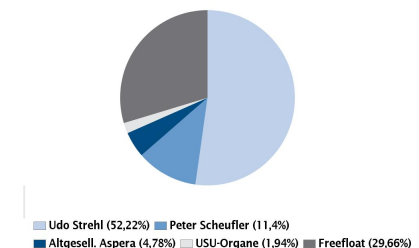
PROS

- ++ 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

Umsatzdynamik bleibt auf hohem Niveau

Nachdem USU schon das vergangene Geschäftsjahr mit einem Umsatzplus von knapp 20% abschließen konnte, verlief auch der Start in das Jahr 2012 sehr dynamisch. Die Steigerung von Lizenz- (+20,8%), Wartungs- (+5,8%) sowie der Beratungsumsätze (+35%) führte in Summe zu einem Konzernumsatz in Höhe von 12,58 Mio. EUR. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum entspricht dies einem Plus von 18,9%. Ebenfalls überraschend positiv verliefen die Geschäfte außerhalb Deutschlands. Hier konnte USU den Umsatz mit 2,26 Mio. EUR sogar nahezu verdoppeln womit die angestrebte Internationalisierung erneut erfolgreich umgesetzt werden konnte. Der Anteil der im Ausland generierten Erlöse stieg somit auf 17,9% und lag somit in Q1 über der mittelfristig vom Management avisierten Zielgröße von mindestens 15%. Bezogen auf die beiden Segmente war das Servicegeschäft mit einem Plus von 32,4% der Wachstumstreiber, doch auch die Erlöse im Produktgeschäft konnten um 12,8% auf 8,2 Mio. EUR gesteigert werden. USU konnte somit unsere Umsatzprognose (11,1 Mio. EUR) signifikant übertreffen. Wir gehen daher davon aus, dass die Internationalisierung und die Integration von Aspera deutlich erfolgreicher verläuft als bisher von uns erwartet. Der Auftragsbestand lag per Ende März mit 22,5 Mio. EUR auf einem anhaltend hohen Niveau, wengleich die Dynamik mit +2,1% nicht an diejenige der Umsatzentwicklung anknüpfen konnte.

Operative Marge kräftig verbessert

Bedingt durch eine höhere Mitarbeiterzahl im Beratungsgeschäft und den verstärkten Einsatz freier Mitarbeiter stiegen die Herstellungskosten mit +30% stärker an als der Umsatz (+19%), so dass die Rohertragsmarge von 53% im Vorjahr auf 46,8% sank. Dies konnte allerdings dank nur unterproportional zum Umsatz steigender operativer Kosten (Vertrieb/Marketing, Verwaltung, Forschungs- und Entwicklung) überkompensiert werden. Vor einmaligen Sondereffekten stieg das EBIT somit um 81,5% auf 1,3 Mio. EUR. Die EBIT-Marge stieg von 6,8% im Vorjahr auf 10,3%. Gleiches gilt für das EBITDA (vor einmaligen Sondereffekten) das um 44% auf 1,75 Mio. EUR anstieg. Ebenso wie der Umsatz lag somit auch das EBITDA (vor einmaligen Sondereffekten) spürbar über unserer Prognose in Höhe von 1,4 Mio. EUR. Das von USU veröffentlichte, um Sonderfaktoren bereinigte EBIT stieg um 52% auf 1,675 Mio. EUR.

Die Mitte 2010 erfolgte mehrheitliche Übernahme (51%) der Aspera GmbH wirkte sich bisher sehr positiv auf die Umsatz- und Ertragsentwicklung von USU aus. Die der bisherigen Verpflichtung zur Übernahme der restlichen 49% zugrunde liegende ursprünglichen Planung konnte sogar übertroffen werden, so dass die Kaufpreisverpflichtung im ersten Quartal entsprechend ergebniswirksam angehoben werden musste. Dies belastete die GuV in Q1 mit 1,865 Mio. EUR. Das ausgewiesene EBIT rutschte daher in die Verlustzone (-0,6 Mio. EUR nach 0,7 Mio. EUR im Vorjahr). Wir werten diese Anhebung des Kaufpreises nicht als enttäuschend, da sich daraus im Umkehrschluss klar positive Auswirkungen für die zukünftige Entwicklung ergeben.

Auf Segmentebene wirkte sich die höhere Mitarbeiteranzahl und der stärkere Einsatz freier Mitarbeiter vor allem bremsend auf die Ergebnisentwicklung im Servicegeschäft aus. Trotz des deutlich gestiegenen Umsatzes verharrete das Segment-EBIT mit 0,6 Mio.

Q1/12: Umsatz +19%

Auslandsgeschäft nahezu verdoppelt

Auftragsbestand bleibt auf hohem Niveau

Kostendisziplin ermöglicht weitere operative Margenverbesserung

Adjustiertes EBIT in Q1 +52%

Aspera entwickelt sich besser als erwartet und macht nachträgliche Anpassung des Kaufpreises für die restlichen 49% erforderlich

Aktuelle Geschäftsentwicklung Kernthemen

USU Software

EUR lediglich auf Vorjahresniveau. Im Produktgeschäft hingegen schlug sich die positive Umsatzentwicklung (+21%) überproportional im Ergebnis nieder. Das Segment-EBIT verdoppelte sich auf 1,3 Mio. EUR. Die Marge stellt mit 16,1% unseres Wissens einen neuen Rekordwert für das erste Quartal eines Geschäftsjahres dar, wobei insbesondere Aspera der wesentliche Ergebnistreiber gewesen sein dürfte.

Die zum Teil einmaligen Sondereffekte aus der Aspera-Übernahme führten auch auf der Ebene des Nettoergebnisses zu einem gegensätzlichen Bild. Bereinigt stieg das Nettoergebnis von 0,85 Mio. EUR (0,08 EUR je Aktie) im Vorjahr um 17,5% auf 1,0 Mio. EUR (0,10 EUR je Aktie) und übertraf somit ebenfalls unsere Schätzungen (0,6 Mio. EUR bzw. 0,05 EUR je Aktie). Das in der GuV ausgewiesene Nettoergebnis hingegen reduzierte sich von 0,4 Mio. EUR im Vorjahr (0,04 EUR je Aktie) um 1,65 Mio. EUR auf -1,25 Mio. EUR (-0,12 EUR je Aktie).

Eigenkapitalquote auf hohem Niveau leicht rückläufig

Aufgrund des Quartalsverlustes sank das Eigenkapital per Ende März leicht von 49,9 Mio. EUR auf noch 48,7 Mio. EUR (4,62 EUR je Aktie). In Relation zur Bilanzsumme, die ggü. Ende 2011 um 5% zulegte, verringerte sich die EK-Quote von 71% auf immer noch sehr komfortable 66%. Der Nettoverlust wirkte sich auch auf den operativen Cashflow aus, der mit 2,5 Mio. EUR spürbar unter den 4,8 Mio. EUR aus Q1/11 lag. Allerdings generierte USU auch in Q1/12 einen positiven Free-Cashflow in Höhe von 2,2 Mio. EUR. Die liquiden Mittel stiegen somit um 2,2 Mio. EUR auf 19,4 Mio. EUR bzw. 1,84 EUR je Aktie. Da USU nach wie vor keine Bankverbindlichkeiten aufweist, entspricht dieser Betrag (zuzüglich etwa 0,5 Mio. EUR kurzfristige Wertpapiere) der Nettoliquidität.

FAZIT

Unseres Erachtens konnte USU mit den vorgelegten Quartalszahl ein weiteres Mal die Richtigkeit der eingeschlagenen Strategie unter Beweis stellen. Der auf den ersten Blick enttäuschende Quartalsverlust ist einzig der über Erwartungen guten Entwicklung der 51%-Beteiligung Aspera geschuldet, die eine Anpassung des Kaufpreises für die noch zu übernehmenden 49% notwendig machte. Weitaus aussagekräftiger für die Beurteilung des Q1-Berichtes sowie für die weitere Entwicklung halten wir daher die Entwicklung des adjustierten operativen Ergebnisses. Mit 1,675 Mio. EUR konnte USU in dieser Hinsicht sowohl absolut als auch in Relation zum Umsatz (13,3%) einen neuen Q1-Rekord aufstellen.

Nettoergebnis lt. GuV -1,25 Mio. EUR, adjustiert 1,0 Mio. EUR (+17,5%)

Free Cashflow nach wie vor positiv

Neue Rekorde bei Umsatz und Rentabilität

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

USU Software

Gewinnschätzungen leicht angehoben

Auf Basis der überraschend guten Umsatz- und Ergebniszahlen aus Q1/12 heben wir unsere Schätzungen für 2012 und die Folgejahre leicht an. Dabei bleiben wir angesichts der hohen Unwägbarkeiten hinsichtlich der weiteren makroökonomischen Entwicklung (europäische Schuldenkrise, Eintrübung der weltweiten Konjunktorentwicklung) und deren Auswirkungen auf die Investitionsbereitschaft der Abnehmer von USU allerdings bewusst vorsichtig.

Neben einer leicht besseren operativen Entwicklung haben wir insbesondere bei unserer Prognose für 2012 zwei Sondereffekte berücksichtigt, die sich jedoch nur auf die in der GuV ausgewiesenen Ergebnisgrößen auswirken und keinen Einfluss auf die adjustierten Größen besitzen. Einerseits führt die Anhebung der Kaufpreisverbindlichkeit zu einer entsprechend niedrigeren Ergebnisprognose (1,865 Mio. EUR), andererseits dürfte der Abschluss des Ergebnisabführungsvertrages mit Aspera eine Steuerentlastung von etwa 1 Mio. EUR erbringen. Daher fällt die Differenz unserer aktualisierten Prognose für das Nettoergebnis deutlich niedriger aus als diejenige für das EBIT.

Grundsätzlich basiert unser positives Szenario unverändert auf folgenden Annahmen:

- Der Branchenverband BITKOM rechnet mit einer positiven Entwicklung des deutschen IT-Marktes wobei insbesondere dem Softwaremarkt ein dynamisches Wachstum von gut 5% zugetraut wird, dies gilt in abgeschwächter Form auch für den europäischen IT-Markt.
- Dem Teilmarkt IT Asset Management wird ein dynamisches Wachstums zugebilligt. USU zählt hier zu den qualitativ führenden Anbietern, was sich durch die Aspera-Übernahme noch verbessert haben dürfte.
- Der Auftragsbestand per Ende 2011 lag mit 21,5 Mio. EUR um gut 12% über dem Vorjahr und sollte 2012 entsprechend positive Auswirkungen auf die Umsätze haben. Diese vertraglich bereits fixierten zukünftigen Umsätze stellen überwiegend projektbezogene Aufträge sowie Wartungsverträge dar.
- Im Rahmen der Nutzungswertermittlung der einzelnen ZGE's ist im Geschäftsbericht eine (durch Wirtschaftsprüfer bestätigte) Planung aufgeführt. Die für 2012 bis 2014 unterstellten Wachstumsraten betragen für die USU AG/Omega (Produktgeschäft) 10,2% (2012), 10,6% (2013) und 11,3% (2014). Für das Servicegeschäft der USU AG entsprechend 2,7%, 6,2% und 6,2% und für die LeutTek (Produktgeschäft) -8,2%, 6,0% und 4,8%. Erstmals wurde die Planung für die Aspera aufgeführt (Produktgeschäft), der mit +25,2%, +12,0% und +12,2% das stärkste Wachstum zugestanden wird. Damit wird für den USU-Konzern somit quasi offiziell eine hohe Wachstumsdynamik unterstellt.
- Der Ausbau des internationalen Partnergeschäfts dürfte auch 2012ff zu einem erneut überproportional steigenden Auslandsumsatz führen.
- Weitere Übernahmen

Makroökonomisches Umfeld macht konservative Prognosen erforderlich

EAV kompensiert höhere Kaufpreisverbindlichkeit teilweise

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

USU Software

Für 2012 gehen wir nunmehr von einem Umsatz in Höhe von 49 Mio. EUR aus (bisher 48,5 Mio. EUR), der 2013 und 2014 um jeweils etwa 6% auf 52 Mio. EUR bzw. 55 Mio. EUR ansteigen sollte (bisher 51,5 Mio. EUR bzw. 54,5 Mio. EUR). Die operative Marge (bereinigtes EBIT) sollte im Vergleich zu unserer bisherigen Schätzung nur im laufenden Jahr leicht besser ausfallen, so dass auch unsere EBIT-Prognose (adjusted) nur leicht höher ausfällt. Wir rechnen nunmehr für 2012 (2013/2014) mit einem um Sondereffekte bereinigten EBIT von 7 Mio. EUR (7,4 Mio. EUR/8 Mio. EUR) gegenüber bisher 6,8 Mio. EUR (7,3 Mio. EUR/7,9 Mio. EUR). Dementsprechend lautet unsere neue (adjusted) EPS-Reihe 2012-14 nun 0,54 EUR/0,61 EUR/0,66 EUR nach bisher 0,53 EUR/0,60 EUR/0,65 EUR. Das in der GuV ausgewiesene Ergebnis je Aktie sollte aufgrund der höheren Kaufpreisverpflichtungen aus Q1/12 im laufenden Geschäftsjahr mit 0,34 EUR um 5 Cents unter unserer bisherigen Prognose liegen, 2013/14 jeweils 1 Cent darüber. Per Saldo stellt sich unsere neue Prognose wie folgt dar:

Schätzungen für Umsatz und bereinigtes Ergebnis über den gesamten Prognosezeitraum leicht angehoben

Umsatz und Ergebnisprognose USU Software AG

Mio. EUR	2012e			2013e		2014e	
	neu	alt	Guidance	neu	alt	neu	alt
Umsatz	49,0	48,5	> 48,0	52,0	51,5	55,0	54,5
Δ yoy	7,5%	6,4%	> 5,3%	6,1%	6,2%	5,8%	5,8%
Rohhertrag	24,9	25,2	n.a.	26,9	26,7	28,7	28,4
Marge	50,8%	52,0%	n.a.	51,7%	51,8%	52,2%	52,1%
EBITDA	5,65	7,30	n.a.	7,95	7,85	8,55	8,45
Marge	11,5%	15,1%	n.a.	15,3%	15,2%	15,5%	15,5%
EBIT (reported)	3,70	5,20	n.a.	5,80	5,70	6,40	6,30
Marge	7,6%	10,7%	n.a.	11,2%	11,1%	11,6%	11,6%
EBIT (adjusted)	7,00	6,80	6,5 - 7,0	7,40	7,30	8,00	7,90
Marge	14,3%	14,0%	n.a.	14,2%	14,2%	14,5%	14,5%
Net profit (reported)	3,60	4,13	n.a.	5,05	4,95	5,57	5,48
Marge	7,3%	8,5%	n.a.	9,7%	9,6%	10,1%	10,1%
Net profit (adjusted)	5,66	5,53	n.a.	6,44	6,36	6,97	6,88
Marge	11,6%	11,4%	n.a.	12,4%	12,3%	12,7%	12,6%
EPS (EUR, reported)	0,34	0,39	n.a.	0,48	0,47	0,53	0,52
EPS (EUR, adjusted)	0,54	0,53	n.a.	0,61	0,60	0,66	0,65
Dividende (EUR)	0,25	0,25	n.a.	0,25	0,25	0,30	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 6,69 EUR ermittelt. Aus dem Peergroup-Vergleich ergibt sich ein Wert von 5,36 EUR. Der Mittelwert aus beiden Verfahren führt zu einem fairen Wert in Höhe von 6,03 EUR. Dies Wert stellt (gerundet) unser Kursziel von 6,00 EUR dar, das sich gegenüber unserer letzten bewertungsrelevanten Publikation somit nicht verändert 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 5,36 EUR, der aufgrund der niedrigeren Aktienkurse unter dem Wert liegt, den wir in der letzten bewertungsrelevanten Publikation veröffentlicht hatten (5,64 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 6,69 EUR (bisher 6,26 EUR).

Kursziel 6 EUR

Der Mittelwert aus beiden Verfahren führt zu einem fairen Wert der USU-Aktie in Höhe von 6,03 EUR. Daraus ergibt sich unser unverändertes Kursziel von (gerundet) 6,00 EUR. Wir stufen die Aktie somit nach wie vor mit Kaufen ein.

Peergroup-Bewertung führt zu fairem Wert von 5,36 EUR

Fairer Wert gemäß DCF-Modell bei 6,69 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		14,9	10,0	0,5	0,4	6,4	4,8
Nemetschek	(20,0 %)	11,0	9,7	1,4	1,3	5,8	5,2
BMC	(20,0 %)	12,3	11,3	2,7	2,6	6,8	6,5
Cenit	(20,0 %)	10,3	9,4	0,3	0,3	3,3	3,1
PSI	(20,0 %)	20,9	14,3	1,1	1,0	10,6	8,4
Durchschnitt		13,9	10,9	1,2	1,1	6,6	5,6
Median		12,3	10,0	1,1	1,0	6,4	5,2
USU		9,0	7,9	0,8	0,8	5,3	5,1
Abweichung vom Durchschnitt		-35,3 %	-27,6 %	-31,2 %	-30,0 %	-19,1 %	-9,3 %
Abweichung vom Median		-26,9 %	-21,2 %	-26,7 %	-24,4 %	-17,2 %	-2,3 %

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		7,10	2,31	4,15
Nemetschek	(20,0 %)	5,94	6,31	4,07
BMC	(20,0 %)	6,77	12,59	4,90
Cenit	(20,0 %)	5,67	1,34	2,37
PSI	(20,0 %)	10,03	5,17	7,01
Durchschnitt		7,10	5,54	4,50
Median		5,94	2,31	4,07
Fairer Wert je Aktie USU		5,68	5,08	3,67
- Net Debt und Adjustierungen		0,00	-1,00	-1,00
Fairer Wert des EK je Aktie USU		5,68	6,09	4,67
Prämie/Abschlag zum aktuellen Kurs		16,4 %	24,7 %	-4,3 %

FAIRER WERT JE AKTIE (EUR)

Fairer Wert des EK je Aktie USU	5,36
Prämie/Abschlag zum aktuellen Kurs	9,8 %

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

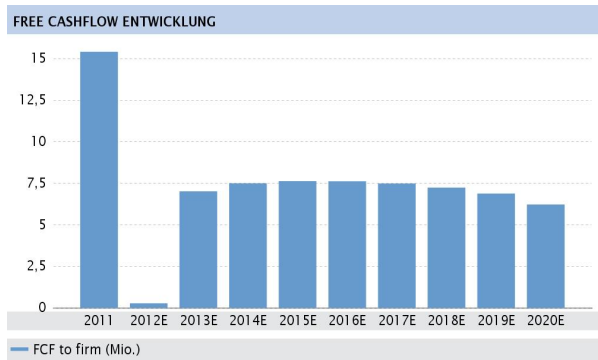
Bewertung DCF-Modell

USU Software

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	1,2 %	Steady State Jahr	2020
Risikoprämie	7,7 %	Wachstum Terminal Value	1,0 %
Beta	1,3	EBIT-Marge	12,0 %
Eigenkapitalkosten	11,2 %	Abschreibungsquote	1,5 %
Fremdkapitalkosten	6,4 %	Investitionsquote	1,5 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	100,0 %	Net Working Capital-Quote	1,5 %
WACC (in %)	11,2 %	CAGR Umsatz 2011 bis 2020	5,6 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Umsatz	45,6	49,0	52,0	55,0	59,4	63,6	67,4	70,7	73,6	74,3
Wachstum yoy		7,5 %	6,1 %	5,8 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	1,0 %
EBIT vor Goodwill	4,6	7,0	7,4	8,0	8,3	8,6	8,8	8,8	8,8	8,9
EBIT-Marge	10,2 %	14,3 %	14,2 %	14,5 %	14,0 %	13,5 %	13,0 %	12,5 %	12,0 %	12,0 %
- Steuern auf das EBIT	1,0	-0,3	1,1	1,2	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	2,7
Steuerquote	21,3 %	-3,8 %	15,2 %	14,9 %	21,5 %	21,5 %	21,5 %	21,5 %	21,5 %	30,0 %
= NOPAT	3,7	7,3	6,3	6,8	6,5	6,7	6,9	6,9	6,9	6,2
+ Abschreibungen	2,1	2,0	2,2	2,2	2,1	1,9	1,7	1,4	1,1	1,1
Abschreibungsquote	4,5 %	4,0 %	4,1 %	3,9 %	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	1,0	1,1	1,1	1,1
in % vom Umsatz	1,8 %	1,4 %	1,5 %	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	1,0	1,1	1,1	1,1
in % vom Umsatz	-18,9 %	-0,8 %	0,4 %	1,5 %	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	0,3	7,0	7,5	7,6	7,6	7,5	7,2	6,9	6,2
in % vom Umsatz	33,8 %	0,6 %	13,5 %	13,6 %	12,9 %	12,0 %	11,1 %	10,2 %	9,4 %	8,4 %
Discounted free cashflow	n.a.	0,3	6,0	5,7	5,2	4,7	4,2	3,6	3,1	2,5

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	32,7
+ Barwert Terminal Value	27,1
= Enterprise Value	59,8
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	45,4 %
- Nettofinanzverschuldung	-10,5
- Anteile Dritter	0,0
- Pensionsrückstellungen	0,4
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
+ Sonstige	0,5
= Marktkapitalisierung	70,4
/ Anzahl Aktien (Mio.)	10,52
= Wert je Aktie (EUR)	6,69



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	49,0	52,0	55,0	
Wachstum yoy		19,9 %	7,5 %	6,1 %	5,8 %	9,67 %
Herstellungskosten	-18,7	-22,4	-24,1	-25,1	-26,3	
Bruttoergebnis	19,4	23,2	24,9	26,9	28,7	
Marge	50,9 %	50,8 %	50,8 %	51,7 %	52,2 %	
Vertriebskosten	-6,3	-6,2	-6,7	-7,5	-8,0	
Verwaltungskosten	-2,7	-4,3	-4,5	-4,5	-4,8	
Forschungs-/Entwicklungskosten	-6,0	-6,5	-7,0	-7,4	-7,8	
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,9	-1,9	-3,4	-1,9	-1,9	
Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibung	4,6	6,7	5,7	8,0	8,6	
Marge	12,1 %	14,7 %	11,5 %	15,3 %	15,5 %	
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	-2,0	-2,2	-2,2	
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	2,6	4,6	3,7	5,8	6,4	
Marge	6,8 %	10,2 %	7,6 %	11,2 %	11,6 %	
EBIT bereinigt	4,4	6,5	7,0	7,4	8,0	
Marge	11,5 %	14,3 %	14,3 %	14,2 %	14,5 %	
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	6,0	6,6	
Marge	7,1 %	9,9 %	7,0 %	11,4 %	11,9 %	
Ertragsteuern	-0,4	-1,0	0,1	-0,9	-1,0	
Ertragsteuersatz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Nettoergebnis	2,3	3,6	3,6	5,0	5,6	
Marge	6,2 %	7,8 %	7,3 %	9,7 %	10,1 %	
Nettoergebnis bereinigt um ao. Posten	3,9	5,4	5,7	6,4	7,0	
Marge	10,2 %	11,8 %	11,6 %	12,4 %	12,7 %	
Gewinn je Aktie (basic)	0,23	0,34	0,34	0,48	0,53	
EPS bereinigt	0,38	0,51	0,54	0,61	0,66	
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	65,0	70,1	73,7
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	5,5	4,0	2,5
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	41,7	40,3	39,0
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	11,8	17,0	20,6
Umlaufvermögen	21,5	27,1	23,4	29,8	34,7
Summe Passiva	66,9	70,0	65,0	70,1	73,7
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	-12,3	-9,9	-6,9
Eigenkapital	48,5	49,9	51,4	55,9	58,8
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	3,6	5,0	5,6
Abschreibungen	2,0	2,1	2,0	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	-2,6	6,6	7,1
Wachstum yoy		287,5 %	-127,6 %	n.m.	8,0 %
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	-5,4	5,2	3,6
Liquide Mittel am Periodenbeginn	10,4	10,6	17,1	11,7	17,0
Liquide Mittel am Periodenende	10,6	17,1	11,7	17,0	20,6
Freier Cash-flow	-3,1	8,6	-3,3	5,8	6,3
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:	55,4%
Verkaufen:	8,0%
Halten:	36,2%
Unter Beobachtung:	0,5%
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 Analysezielkreise. 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 13.06.2012

