

# Company Flash

USU Software

**Company Update: Kursziel auf 6 EUR angehoben**

UNTERNEHMEN



RATING

**KAUFEN** (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

**6 EUR** (5,3 EUR)

HIGHLIGHTS

- 2011 mit neuen Bestmarken bei Umsatz und Ertrag
- Prognosen für 2012/13 leicht angepasst, für 2014 erstmals erstellt
- Fairer Wert (=Kursziel) deutlich auf 6 EUR angestiegen
- Aktie unverändert klarer Kaufkandidat

**Kräftiger Anstieg bei Umsatz und Ertrag:** 2011 war ein weiteres erfolgreiches Jahr für USU. Der Umsatz stieg um 20% auf 45,6 Mio. EUR, das operative Ergebnis (EBITDA) sogar um 45% auf 6,7 Mio. EUR. Die operative Zielmarge von 15% konnte somit schon 2011 nahezu erreicht werden. Das Ergebnis je Aktie stieg um 11 Cent auf 0,34 EUR, wovon den Aktionären 0,20 EUR als Dividende zufließen sollen. Bereinigt um (insbes. akquisitionsbedingte) Aufwendungen betrug das EPS sogar 0,51 EUR (+31%). Alles in allem konnte USU unsere optimistischen Erwartungen erfüllen. Die Bilanzrelationen sind unverändert sehr solide mit einer Eigenkapitalquote von 71% und einer Nettoliquidität von 17,6 Mio. EUR (1,68 EUR je Aktie)

**Ausblick bleibt optimistisch:** Die Fortsetzung der bisher erfolgreichen Strategie, positive Effekte aus den jüngst akquirierten Unternehmen sowie mögliche weitere Akquisitionen sollten USU auch 2012ff weiter steigende Umsätze und Erträge ermöglichen. Konkreter Anhaltspunkt für das lfd. Geschäftsjahr ist der Auftragsbestand, der per Ende 2011 mit 21,5 Mio. EUR 12,4% über dem Vorjahresniveau lag. Wir rechnen bis 2014 mit einem jährlichen (organischen) Umsatzwachstum von etwa 6% bei einer sich sukzessive weiter verbessernden Marge. Für 2012 erwarten wir Umsatzerlöse von 48,5 Mio. EUR eine EBITDA-Marge von 15,1% und einem EPS von 0,39 EUR (bereinigt 0,53 EUR). Wir liegen damit leicht über der Guidance des Managements.

**Neues Kursziel 6 EUR:** Auf Basis des aktualisierten Prognoserahmens haben wir als Mittelwert aus Peergroup-Vergleich und DCF-Bewertung einen fairen Wert von 6,00 EUR je Aktie ermittelt. Dies stellt gleichzeitig unser neues Kursziel dar (bisher 5,30 EUR).

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

Aktueller Kurs (XETRA; 05.04.12; 12:37 h)	4,80 EUR
SCHLUSSKURS (04.04.2012):	4,70 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE:	27,7%
MARKTKAPITALISIERUNG:	49,46 Mio. EUR
UNTERNEHMENSWERT:	38,89 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN:	10,52 Mio.
STREUBESITZ:	100,0%
INDEX (GEWICHTUNG):	CDAX (0%)
DURCH. HANDELSVOL.:	5.041
ISIN:	DE000A0BVU28
SEKTOR:	Software

KENNZAHLEN (31.12.)	2011	2012E	2013E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR			
Umsatz	45,6	48,5	51,5
EBITDA	6,7	7,3	7,9
EBIT	4,6	5,2	5,7
Nettoergebnis	3,6	4,1	5,0
Freier Cash-flow	8,6	-2,6	5,7
FCF Rendite	18,0%	-5,3%	11,5%
Gewinn je Aktie	0,51	0,53	0,60
Dividende	0,20	0,25	0,25
EV / Umsatz	0,7	0,8	0,8
EV / EBITDA	4,6	5,3	5,0
EV / EBIT	6,6	7,5	6,8
KBV	8,9	8,9	7,8
KBV	0,96	0,95	0,88
Dividendenrendite	4,4%	5,3%	5,3%

KURSENTWICKLUNG



Quelle: USU, LBBW Research, Thomson Reuters

KALENDER

16.05.12 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	48,0	48,5	1,0%	53,0	51,5	-2,8%	n.a.	54,5	n.a.
EBITDA	7,1	7,3	2,8%	8,3	7,9	-4,8%	n.a.	8,5	n.a.
EBIT	5,0	5,2	4,0%	6,1	5,7	-6,6%	n.a.	6,3	n.a.
EBIT bereinigt	5,0	6,8	36,0%	6,1	7,3	19,7%	n.a.	7,9	n.a.
Nettoergebnis	4,0	4,1	2,5%	5,0	5,0	0,0%	n.a.	5,5	n.a.
Nettoergebnis (adj.)	4,0	5,5	37,5%	5,0	6,4	28,0%	n.a.	6,9	n.a.
<b>Je Aktie (EUR)</b>	<b>bisher</b>	<b>neu</b>	<b>Δ</b>	<b>bisher</b>	<b>neu</b>	<b>Δ</b>	<b>bisher</b>	<b>neu</b>	<b>Δ</b>
Gewinn je Aktie (basic)	0,37	0,39	5,4%	0,45	0,47	4,4%	n.a.	0,52	n.a.
EPS bereinigt	0,37	0,53	43,2%	0,45	0,60	33,3%	n.a.	0,65	n.a.
Dividende	0,25	0,25	0,0%	0,25	0,25	0,0%	n.a.	0,30	n.a.

Quelle: USU, LBBW Research

### Ausgewählte Kennzahlen von USU Software (Mio. EUR)

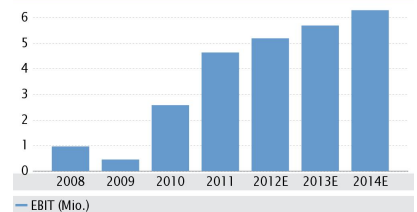
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Umsatz	34,0	34,0	38,0	45,6	48,5	51,5	54,5
EBITDA	2,3	2,5	4,6	6,7	7,3	7,9	8,5
EBIT	1,0	0,5	2,6	4,6	5,2	5,7	6,3
EBIT bereinigt	1,0	0,5	4,4	6,5	6,8	7,3	7,9
Nettoergebnis	1,3	1,5	2,3	3,6	4,1	5,0	5,5
Nettoergebnis (adj.)	1,3	1,5	3,9	5,4	5,5	6,4	6,9
EPS bereinigt	0,13	0,15	0,38	0,51	0,53	0,60	0,65
<b>Wachstumsrate yoy</b>							
Umsatz		0,2 %	11,7 %	19,9 %	6,4 %	6,2 %	5,8 %
Bruttoergebnis		-0,5 %	17,4 %	19,6 %	8,8 %	6,0 %	6,4 %
EBITDA		11,3 %	81,2 %	45,2 %	9,0 %	7,5 %	7,6 %
EBIT bereinigt		-53,2 %	866,4 %	49,0 %	4,3 %	7,4 %	8,2 %
Nettoergebnis (adj.)		19,5 %	150,8 %	38,3 %	3,0 %	15,0 %	8,3 %
EPS bereinigt		15,4 %	153,3 %	34,2 %	3,9 %	13,2 %	8,3 %
Gewinn je Aktie (basic)		15,4 %	53,3 %	47,8 %	14,7 %	20,5 %	10,6 %
<b>Umsatzmargen</b>							
EBITDA		6,7 %	7,5 %	12,1 %	14,7 %	15,1 %	15,5 %
EBIT bereinigt		2,8 %	1,3 %	11,5 %	14,3 %	14,0 %	14,5 %
Nettoergebnis		3,8 %	4,5 %	6,2 %	7,8 %	8,5 %	10,1 %
Nettoergebnis (adj.)		3,8 %	4,5 %	10,2 %	11,8 %	11,4 %	12,3 %
<b>Bilanz (Mio. EUR)</b>							
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	1,1	1,3	1,5
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	12,4	17,6	21,1
Eigenkapital	45,9	45,9	48,5	49,9	51,9	56,3	59,2
Nettoverschuldung / (Nettoliqidität) GJ-Ende	-9,2	-10,9	-11,1	-17,6	-12,9	-18,1	-21,6
<b>Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)</b>							
Nettoergebnis	1,3	1,5	2,3	3,6	4,1	5,0	5,5
Abschreibungen	1,3	2,1	2,0	2,1	2,1	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	-1,9	6,5	7,0
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	-2,6	5,7	6,2
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	-4,7	5,2	3,6
<b>Bewertungskennzahlen</b>							
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	5,3	5,0	4,6
EV / EBIT bereinigt	13,2	48,8	9,1	4,7	5,7	5,3	4,9
KGV bereinigt	16,9	21,4	13,0	8,9	8,9	7,8	7,2
KBV	0,5	0,7	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8
Eigenkapitalrendite	2,8 %	3,4 %	4,8 %	7,1 %	7,9 %	8,8 %	9,3 %
Dividendenrendite	7,0 %	4,5 %	4,1 %	4,4 %	5,3 %	5,3 %	6,4 %
FCF Rendite	-0,4 %	13,9 %	-6,0 %	18,0 %	-5,3 %	11,5 %	12,5 %
<b>Bilanzkennzahlen</b>							
Nettoverschuldung zu EBITDA	-4,0	-4,3	-2,4	-2,6	-1,8	-2,3	-2,6
Verschuldungsgrad	-20,1 %	-23,7 %	-22,8 %	-35,3 %	-24,9 %	-32,1 %	-36,5 %
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	4,0	3,9	12,1	11,0	-14,9	-14,3	-15,8

Quelle: USU, LBBW Research

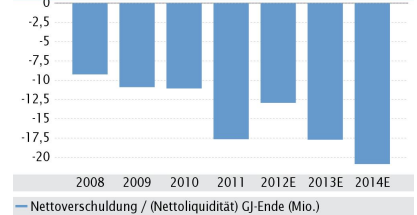
### GUIDANCE - USU

USU rechnet für 2012 mit einem Umsatz von über 48 Mio. EUR und einem EBITDA von mindestens 7,2 Mio. EUR. 2013 soll der Umsatz die 50 Mio. EUR-Schwelle überschreiten bei weiter steigender Ergebnismarge.

### 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

USU konnte 2011 die von uns in die Geschäftsentwicklung gesetzten optimistischen Erwartungen voll und ganz erfüllen. Die strategischen Maßnahmen der letzten Quartale zeigen zunehmend positive Effekte bei Umsatz und Ertrag. Das grundsätzlich positive Umfeld für das Produktportfolio der USU sollte in Verbindung mit den guten Expertenratings ein über dem Branchenwachstum liegendes organisches Wachstum ermöglichen. Zudem schreitet die internationale Expansion voran und aus den Übernahmen resultierende Cross-Selling-Effekte werden gehoben. Auf Basis der aktualisierten bewertungsrelevanten Rahmendaten haben wir ein Kursziel von 6 EUR ermittelt (bisher 5,30) womit wir unser Kaufen-Rating bekräftigen,

**Earnings summary:** Auf Grundlage des vorgelegten FY11-Berichts und der Aussagen des Managements hinsichtlich des weiteren Geschäftsverlaufs haben wir unsere Prognosen leicht angepasst und erstmals für 2014 eine konkrete Schätzung erstellt. Bis 2014 wird der Umsatz u. E. um durchschnittlich 6% p.a. zulegen, das operative Ergebnis um 8% und das Nettoergebnis um 12,5%. Konkret rechnen wir für 2012 mit einem EPS von 0,39 EUR, das auf 0,47 EUR bzw. 0,52 EUR ansteigen sollte. Das um Sondereffekte bereinigte EPS sollte 2014 0,65 EUR betragen (0,51 EUR in 2011).

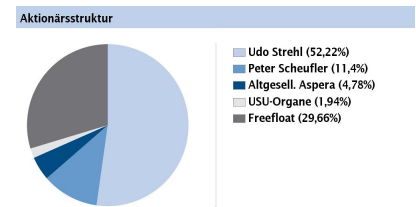
**Valuation summary:** Auf Basis des aktualisierten Prognoserahmens haben wir als Mittelwert aus Peergroup-Vergleich (5,64 EUR) und DCF-Bewertung (6,26 EUR) einen fairen Wert von 6,00 EUR je Aktie ermittelt. Dies stellt gleichzeitig unser neues Kursziel dar (bisher 5,30 EUR).

**Risiken für unseren Investment case:** Bedingt durch die gute Positionierung der USU in einem wachsenden Markt, der soliden Bilanz und der nachweisbar 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 kalkulierbar (IT-Controlling, Business Service Management, Software-Lizenzmanagement). 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 erwirtschaftete USU mit 316 Mitarbeitern einen Umsatz von 45,6 Mio. EUR, wovon 88% in Deutschland erzielt wurden. Etwa 54% entfielen auf Umsätze aus Beratungsleistungen, der Rest überwiegend auf Lizenz- und Wartungserlöse. Die Bilanz von USU 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 nach wie vor 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



Quelle: LBBW Research

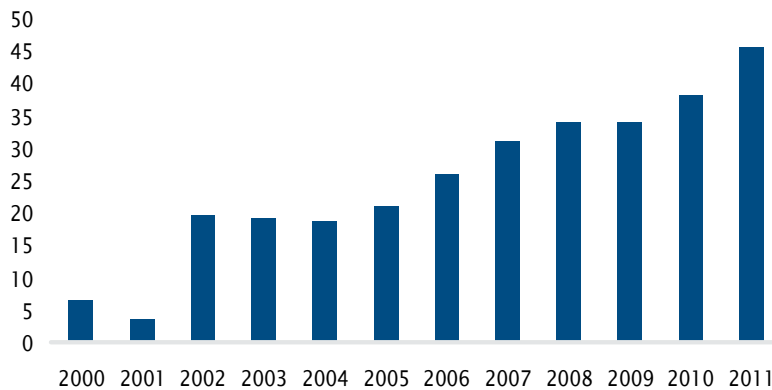
## Aktuelle Geschäftsentwicklung Kernthemen

USU Software

### Stabiles Wachstum hält an

Mit Umsatzerlösen von 45,6 Mio. EUR konnte USU das siebte Jahr in Folge eine positive Entwicklung vermelden. Der Anstieg um 20% dürfte je zur Hälfte aus organischem und akquisitorischem Wachstum resultieren. In den letzten 5 Jahren konnte USU den Umsatz somit durchschnittlich um jährlich 12% ausweiten.

#### Umsatzenwicklung seit 2000 (Mio. EUR)



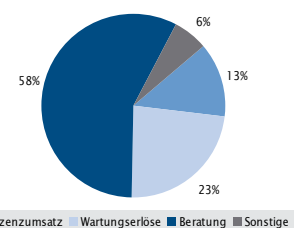
Quelle: USU, LBBW Research

Die größte Dynamik erzielte USU mit Wartungserlösen, die 24,8% auf 10,6 Mio. EUR zulegten. Der Anteil am Konzernumsatz stieg somit von 22,4% im Vorjahr auf 23,3% an. Die Beratungserlöse konnte USU im Einklang mit der Entwicklung auf Konzernebene um 19,8% auf 26,2 Mio. EUR ausweiten. Der Anteil am Konzernumsatz liegt daher nahezu unverändert bei 57,5%. Die Lizenzerlöse stiegen lediglich um 2,8% so dass ihr Anteil um 2%-Punkte auf 13% sank.

Besonders hervorzuheben ist unseres Ermessens die Entwicklung der Auslandsumsätze. Mit 5,4 Mio. EUR übertreffen sie den Vorjahreswert um 58%, so dass mittlerweile 12% der Umsätze jenseits der deutschen Grenze erzielt wurden, nach 9% im Vorjahr. Damit ist USU dem mittelfristig angestrebten 15%-Anteil ein gutes Stück näher gekommen.

### Umsatz 2011 +20% yoy

#### Umsatz nach Art der Leistung



Quelle: USU, LBBW Research

## Aktuelle Geschäftsentwicklung Kernthemen

USU Software

### Operative Ziel-Marge nahezu erreicht

Die Rohertragsmarge verharrte mit 50,8% auf Vorjahresniveau, doch die Summe aus Aufwendungen für Vertrieb/Marketing, Verwaltung sowie Forschung und Entwicklung stiegen nur unterproportional zum Umsatz an. Die operative Marge (EBITDA) stieg daher um 2,6%-Punkte auf 14,7%. Damit konnte USU die mittelfristige Ziel-EBITDA-Marge von 15% bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr nahezu erreichen. In absoluten Größen lag das EBITDA 2011 mit 6,7 Mio. EUR um 45% über dem Vorjahresniveau. Diese Steigerung konnte trotz negativer Sondereffekte aus Akquisitionen in Höhe von 0,32 Mio. EUR erzielt werden. Bereinigt um diese Effekte hätte die EBITDA-Marge mit 15,4% die mittelfristige Zielmarge von 15% bereits 2011 klar überschritten.

Die weiteren GuV-Positionen (Abschreibungen, Zinsergebnis, Steuern) stiegen in der Summe leicht unterproportional zum Umsatz, wodurch das Nettoergebnis mit +52% leicht stärker zulegen konnte als das operative Ergebnis. Je Aktie erzielte USU 2011 ein Ergebnis von 0,34 EUR, wovon den Aktionären 0,20 EUR Dividende zufließen soll. Per saldo konnte USU mit dem vorgelegten Zahlenwerk unsere optimistischen Erwartungen erfüllen. Verglichen mit den in den letzten Jahren erwirtschafteten Margen ergibt sich eine kontinuierliche Verbesserung.

### Sondereffekte beeinträchtigen Aussagekraft

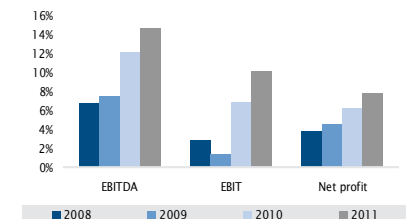
Das Zahlenwerk von USU wurde und wird nach IFRS durch verschiedene Sondereffekte beeinflusst, die insbesondere in Zusammenhang mit den Übernahmen von Aspera und get IT Services stehen und keinen operativen Charakter aufweisen. USU hat daher ein um die Abschreibungen auf im Rahmen von Unternehmensakquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte, Ergebnisse aus der Aktivierung steuerlicher Verlustvorträge und damit verbundener außerplanmäßiger Firmenwertabschreibungen sowie zusätzlicher akquisitionsbedingter Sonderfaktoren bereinigtes Ergebnis ermittelt. Das um diese größtenteils nicht cash-wirksame und nicht operative Einflussgrößen bereinigte EBIT liegt für 2011 um 40% über dem nach IFRS ausgewiesenen Betrag (2010: 70%), die bereinigte EBIT-Marge 2011 beträgt 14,3% ggü. 10,2% nach IFRS. Abweichungen in ähnlicher Größenordnung ergeben sich auch für das Nettoergebnis. Während die Nettomarge nach IFRS für 2011 bei 7,8% beträgt, liegt sie bereinigt mit 11,7% nahezu 4%-Punkte höher. Das bereinigte Ergebnis gibt einen Anhaltspunkt über die „wirkliche“ Ertragskraft von USU, die sich mittelfristig auch in den nach IFRS ausgewiesenen Zahlen zeigen wird.

### FY 11 und Prognose

Mio. EUR	2011	LBBW
Umsatz	45,6	44,5
Rohertrag	23,2	23,5
Marge	50,8%	52,8%
EBITDA	6,7	6,7
Marge	14,7%	15,1%
EBIT	4,6	4,7
Marge	10,2%	10,5%
Net profit	3,6	3,5
Marge	7,8%	7,9%
EPS (EUR)	0,34	0,33
Div. (EUR)	0,20	0,20

Quelle: USU, LBBW Research

### Margenentwicklung



Quelle: USU, LBBW Research

### Vergleich IFRS zu bereinigtem Ergebnis

Mio. EUR	2011	2010
EBIT (IFRS)	4,6	2,6
Marge (IFRS)	10,2%	6,8%
PPA	1,6	1,1
GW-AFA	0,0	0,5
Sonstige	0,3	0,2
EBIT (bereinigt)	6,5	4,4
Marge (bereinigt)	14,3%	11,5%
Zins, Steuern gem GuV	-1,1	-0,2
Steuereffekte auf Berein.	-0,1	-0,3
Anteile Dritter	0,0	0,0
Net profit (bereinigt)	5,3	3,9
Marge (bereinigt)	11,7%	10,2%
Net profit (IFRS)	3,6	2,3
Marge (IFRS)	7,8%	6,2%
EPS (bereinigt, EUR)	0,50	0,39
EPS (IFRS, EUR)	0,34	0,23

Quelle: USU, LBBW Research

# Aktuelle Geschäftsentwicklung

## Kernthemen

USU Software

### Cashflow ebenfalls auf Rekordniveau

Die gute Ergebnisentwicklung führte in Verbindung mit Mittelrückflüssen aus der Verringerung des Working capital zu einem Anstieg des operativen Cashflow um 7 Mio. EUR auf 9,4 Mio. EUR. Dieser Wert überstiege die Auszahlungen für Investitionen und Dividenden deutlich, so dass die flüssigen Mittel kräftig von 10,6 Mio. EUR auf 17,1 Mio. EUR anstiegen. Da dieser Position keine Finanzverbindlichkeiten gegenüberstehen entspricht dies weitgehend der Nettoliquidität der USU.

USU verdeutlichte somit einmal mehr die Cashflow-Stärke des Geschäftsmodells. Zwar dürfte die operative Cashflow-Marge aus 2011 in Höhe von 21% nicht fortzuschreiben sein. Allerdings konnte auch den Jahren zuvor jeweils ein deutlich positiver freier Cashflow erzielt werden. Allein in den letzten drei Jahren stiegen die flüssigen Mittel in der Summe um 13,3 Mio. EUR.

### Hohe Bilanzqualität

Wie bereits erwähnt agiert USU ohne Finanzverbindlichkeiten, die Nettoliquidität in Höhe von 17,6 Mio. EUR (kurz- und langfristige finanzielle Vermögenswerte und liquide Mittel abzüglich Pensionsrückstellungen) entspricht einem Wert von 1,68 EUR je Aktie und macht etwa 25% der Bilanzsumme aus. Das Eigenkapital steht mit 49,9 Mio. EUR für 71% der Bilanzsumme und übersteigt den Goodwill um 54%. Je Aktie kann USU auf ein Eigenkapital von 4,74 EUR verweisen, womit die Aktie aktuell nur leicht über dem Buchwert notiert.

### Cashflow

Mio. EUR	2011	2010	2009	2008
EBT	4,5	2,7	0,8	1,5
Abschreibungen	2,1	2,0	2,1	1,3
Δ Working capital	4,2	-1,6	-0,1	-0,9
Sonstige	-1,3	-0,7	1,3	-0,1
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>9,4</b>	<b>2,4</b>	<b>4,0</b>	<b>1,8</b>
Marge	20,7%	6,4%	10,6%	4,8%
Investitionen	-1,1	-0,8	-1,3	-0,3
<b>Free Cashflow</b>	<b>8,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>1,5</b>
Marge	18,3%	4,4%	7,3%	3,9%
Δ FK / EK u. Sonst.	-1,8	0,0	2,3	-2,7
Δ Flüssige Mittel	6,6	1,7	5,1	-1,2

Quelle: USU, LBBW Research

**Nettoliquidität bei 1,70 EUR je Aktie**

**Kurs-/Buchwert nur knapp > 1**

# Finanzkennzahlen

## Gewinnperspektiven

USU Software

### Stetige Umsatz- und Ertragsverbesserungen erwartet

Das Management geht für die Jahre 2012 und 2013 von einer weiteren Steigerung des Umsatzes und Ergebnisses aus. Konkret rechnet der Vorstand mit einem Umsatz von mindestens 48 Mio. EUR für das laufende und mindestens 50 Mio. EUR für das nächste Geschäftsjahr. Die operative Marge soll 2011 die 15%-Schwelle erreichen und sich 2013 weiter verbessern. Wir sind sehr zuversichtlich, dass USU diese Vorgaben erreichen kann wofür folgende Gründe sprechen:

- Die Investitionsbereitschaft der Abnehmer dürfte durch die abflauende Angst vor den Auswirkungen der europäischen Schuldenkrise und die allgemein gute Ertragslage tendenziell ansteigen.
- 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 Wachstum zugewilligt. 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

Alles in allem gehen wir davon aus, dass USU 2012 einen Umsatz von etwa 48,5 Mio. EUR erzielen sollte, was einem erwarteten Zuwachs von 6,5% entspricht. Für 2013 und 2014 gehen wir ebenfalls von einem Zuwachs um jeweils etwa 6% aus.

**Umsatz 2013 > 50 Mio. EUR****Interne, geprüfte Annahmen gehen von dynamischem Umsatzwachstum aus**

# Finanzkennzahlen

## Gewinnperspektiven

USU Software

### Margenniveau noch steigerbar

Auch wenn USU 2011 mit einer EBITDA-Marge von 14,7% die beste operative Marge seit Bestehen erzielen konnte, rechnen wir für 2012 mit einem weiteren Anstieg. Die Dynamik sollt mit +0,4%-Punkten jedoch bei weitem nicht an die aus 2011 (+2,6%-Punkte) heranreichen. In 2013/2014 sollte sich die leichte Verbesserung fortsetzen können. Die wesentlichen Gründe für unsere Annahmen, die sich tendenziell mit der Guidance des Managements decken, sind folgende:

- Die steigenden Umsatzerlöse sollten zu einer besseren Auslastung der Beratermannschaft führen.
- Der Umsatzmix sollte sich durch die weitere Internationalisierung, Croll-Selling-Effekte sowie das stärkere Wachstum der Aspera-Produkte zu Gunsten höherwertiger Leistungen verschieben.

Die geplante vollständige Einbeziehung von Aspera schon im laufenden Geschäftsjahr birgt für das laufende Geschäftsjahr allerdings einige Unsicherheiten, die jedoch nur temporärer Natur und nicht operativ sein sollten. Einerseits könnten höhere Earn-Out-Zahlungen zu einem höheren Aufwand führen, andererseits dürfte mit dem Abschluss eines EAV die steuerliche Organschaft zu einer besseren Ausnutzung von bestehenden Verlustvorträgen und somit einer niedrigeren Steuerquote führen.

**Ziel-EBITDA-Marge sollte 2012 übertroffen werden können**

### Umsatz- und Ergebnisprognose (Eckdaten)

Mio. EUR	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	45,6	48,5	51,5	54,5
Δ YoY	19,9%	6,4%	6,2%	5,8%
Rohertrag	23,2	25,2	26,7	28,4
Marge	50,8%	52,0%	51,8%	52,1%
EBITDA	6,7	7,3	7,9	8,5
Marge	14,7%	15,1%	15,2%	15,5%
EBIT	4,6	5,2	5,7	6,3
Marge	10,2%	10,7%	11,1%	11,6%
EBIT (ber.)	6,5	6,8	7,3	7,9
Marge	14,3%	14,0%	14,2%	14,5%
EBT	4,5	5,3	5,9	6,5
Marge	9,9%	10,9%	11,4%	11,8%
Net profit	3,6	4,1	5,0	5,5
Marge	7,8%	8,5%	9,6%	10,1%
Net profit (ber.)	5,3	5,5	6,4	6,9
Marge	11,7%	11,4%	12,3%	12,6%
EPS (EUR)	0,34	0,39	0,47	0,52
EPS (ber., EUR)	0,51	0,53	0,60	0,65
Dividende (EUR)	0,20	0,25	0,25	0,30

Quelle: USU, 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 6,26 EUR ermittelt. Aus dem Peergroup-Vergleich ergibt sich ein Wert von 5,64 EUR. Der Mittelwert aus beiden Verfahren führt zu einem fairen Wert in Höhe von 5,95 EUR. Dies Wert stellt (gerundet) unser neues Kursziel von 6,00 EUR dar (bisher 5,30 EUR). Damit stufen wir die USU-Aktie unverändert 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 5,64 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 6,26 EUR.

### Neues Kursziel 6 EUR

Der Mittelwert aus beiden Verfahren führt zu einem fairen Wert der USU-Aktie in Höhe von 5,95 EUR. Daraus ergibt sich unser neues Kursziel von 6,00 EUR (bisher 5,30 EUR). Wir stufen die Aktie somit unverändert mit Kaufen ein.

Peergroup-Bewertung führt zu fairem Wert von 5,64 EUR

Fairer Wert gemäß DCF-Modell bei 6,26 EUR

Neues Kursziel beträgt 6,00 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	(20,0 %)	13,8	9,1	0,6	0,4	6,4	4,9
Nemetschek	(20,0 %)	11,5	10,3	1,6	1,5	6,7	6,0
BMC	(20,0 %)	11,4	10,4	2,4	2,3	5,8	5,5
Cenit	(20,0 %)	11,7	8,7	0,3	0,3	3,4	3,1
PSI	(20,0 %)	22,9	15,3	1,3	1,1	11,6	9,0
Durchschnitt		14,3	10,7	1,2	1,1	6,8	5,7
Median		11,7	10,3	1,3	1,1	6,4	5,5
<b>USU</b>		<b>12,0</b>	<b>10,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>
Abweichung vom Durchschnitt		-15,9 %	-7,1 %	-34,8 %	-32,9 %	-21,4 %	-13,4 %
Abweichung vom Median		2,2 %	-2,8 %	-36,3 %	-34,2 %	-17,4 %	-10,6 %

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	(20,0 %)	4,84	2,35	4,08
Nemetschek	(20,0 %)	4,68	7,40	4,55
BMC	(20,0 %)	4,67	11,26	4,08
Cenit	(20,0 %)	4,34	1,23	2,32
PSI	(20,0 %)	8,09	5,71	7,39
<b>Durchschnitt</b>		<b>5,33</b>	<b>5,59</b>	<b>4,48</b>
<b>Median</b>		<b>4,67</b>	<b>2,35</b>	<b>4,08</b>
<b>Fairer Wert je Aktie USU</b>		<b>5,33</b>	<b>5,59</b>	<b>4,48</b>
- Net Debt und Adjustierungen		0,00	-1,00	-1,00
<b>Fairer Wert des EK je Aktie USU</b>		<b>5,33</b>	<b>6,59</b>	<b>5,49</b>
Prämie/Abschlag zum aktuellen Kurs		10,9 %	37,3 %	14,4 %

### FAIRER WERT JE AKTIE (EUR)

Fairer Wert des EK je Aktie USU	5,64
Prämie/Abschlag zum aktuellen Kurs	17,5 %

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

## Bewertung DCF-Modell

## USU Software

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	1,8 %	Steady State Jahr	2020
Risikoprämie	6,4 %	Wachstum Terminal Value	1,0 %
Beta	1,3	EBIT-Marge	12,0 %
Eigenkapitalkosten	10,1 %	Abschreibungsquote	1,5 %
Fremdkapitalkosten	6,9 %	Investitionsquote	1,5 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	100,0 %	Net Working Capital-Quote	1,5 %
WACC (in %)	10,1 %	CAGR Umsatz 2011 bis 2020	5,5 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Umsatz	45,6	48,5	51,5	54,5	58,9	63,0	66,8	70,1	72,9	73,6
Wachstum yoy		6,4 %	6,2 %	5,8 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	1,0 %
EBIT vor Goodwill	4,6	5,2	5,7	6,3	6,8	6,6	6,3	6,3	5,8	8,8
EBIT-Marge	10,2 %	10,7 %	11,1 %	11,6 %	11,5 %	10,5 %	9,5 %	9,0 %	8,0 %	12,0 %
- Steuern auf das EBIT	1,0	1,2	0,9	0,9	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	2,7
Steuerquote	21,3 %	22,1 %	15,3 %	15,0 %	21,5 %	21,5 %	21,5 %	21,5 %	21,5 %	30,0 %
= NOPAT	3,7	4,0	4,8	5,4	5,3	5,2	5,0	5,0	4,6	6,2
+ Abschreibungen	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9	1,7	1,4	1,1	1,1
Abschreibungsquote	4,5 %	4,3 %	4,2 %	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	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1
in % vom Umsatz	1,8 %	1,4 %	1,6 %	1,6 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
NWC	-8,6	-0,4	0,2	0,8	0,9	0,9	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	-2,8	5,6	6,1	6,4	6,1	5,6	5,3	4,5	6,2
in % vom Umsatz	33,8 %	-5,7 %	10,8 %	11,1 %	10,9 %	9,6 %	8,4 %	7,5 %	6,2 %	8,4 %
Discounted free cashflow	n.a.	-2,6	4,7	4,7	4,5	3,8	3,2	2,7	2,2	2,7

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	23,2
+ Barwert Terminal Value	32,1
= Enterprise Value	55,3
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	58,0 %
- Nettofinanzverschuldung	-10,5
- Anteile Dritter	0,0
- Pensionsrückstellungen	0,4
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
+ Sonstige	0,5
= Marktkapitalisierung	65,9
/ Anzahl Aktien (Mio.)	10,52
= Wert je Aktie (EUR)	6,26



Quelle: USU, LBBW Research

# Anhang

## Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

USU Software

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	CAGR 10-14E
<b>Umsatz</b>	<b>38,0</b>	<b>45,6</b>	<b>48,5</b>	<b>51,5</b>	<b>54,5</b>	
Wachstum yoy		19,9 %	6,4 %	6,2 %	5,8 %	9,42 %
Herstellungskosten	-18,7	-22,4	-23,3	-24,8	-26,1	
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>19,4</b>	<b>23,2</b>	<b>25,2</b>	<b>26,7</b>	<b>28,4</b>	
Marge	50,9 %	50,8 %	52,0 %	51,8 %	52,1 %	
Vertriebskosten	-6,3	-6,2	-7,0	-7,4	-7,9	
Verwaltungskosten	-2,7	-4,3	-4,3	-4,5	-4,7	
Forschungs-/Entwicklungskosten	-6,0	-6,5	-7,0	-7,4	-7,8	
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	
<b>Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibung</b>	<b>4,6</b>	<b>6,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>8,5</b>	
Marge	12,1 %	14,7 %	15,1 %	15,2 %	15,5 %	
Sachanlagenabschreibungen / Imm.	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	
Impairments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Abschreibungen	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	
<b>Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)</b>	<b>2,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	
Marge	6,8 %	10,2 %	10,7 %	11,1 %	11,6 %	
EBIT bereinigt	4,4	6,5	6,8	7,3	7,9	
Marge	11,5 %	14,3 %	14,0 %	14,2 %	14,5 %	
<b>Zinserträge</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	
Zinsaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vorsteuerergebnis (EBT)	2,7	4,5	5,3	5,9	6,5	
Marge	7,1 %	9,9 %	10,9 %	11,4 %	11,8 %	
<b>Ertragsteuern</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	
Ertragsteuersatz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Nettoergebnis</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	
Marge	6,2 %	7,8 %	8,5 %	9,6 %	10,1 %	
Nettoergebnis bereinigt um ao. Posten	3,9	5,4	5,5	6,4	6,9	
Marge	10,2 %	11,8 %	11,4 %	12,3 %	12,6 %	
Gewinn je Aktie (basic)	0,23	0,34	0,39	0,47	0,52	
<b>EPS bereinigt</b>	<b>0,38</b>	<b>0,51</b>	<b>0,53</b>	<b>0,60</b>	<b>0,65</b>	
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
<b>Summe Aktiva</b>	<b>66,9</b>	<b>70,0</b>	<b>65,6</b>	<b>70,2</b>	<b>73,3</b>
Sachanlagen	0,9	1,0	1,1	1,3	1,5
Geschäfts- oder Firmenwert	32,9	32,4	32,4	32,4	32,4
Übrige immaterielle Vermögenswerte	8,2	6,8	5,3	3,8	2,3
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
<b>Anlagevermögen</b>	<b>45,4</b>	<b>42,9</b>	<b>41,5</b>	<b>40,2</b>	<b>38,9</b>
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	12,4	17,2	20,4
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>21,5</b>	<b>27,1</b>	<b>24,1</b>	<b>30,0</b>	<b>34,4</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>66,9</b>	<b>70,0</b>	<b>65,6</b>	<b>70,2</b>	<b>73,3</b>
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	-11,8	-9,8	-7,3
<b>Eigenkapital</b>	<b>48,5</b>	<b>49,9</b>	<b>51,9</b>	<b>56,0</b>	<b>58,4</b>
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
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>9,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
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
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>9,0</b>	<b>18,5</b>	<b>11,9</b>	<b>12,5</b>	<b>13,1</b>

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	4,1	4,6	5,1
Abschreibungen	2,0	2,1	2,1	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
<b>Operativer Cash-flow</b>	<b>2,4</b>	<b>9,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>
Wachstum yoy		287,5 %	-120,2 %	n.m.	8,1 %
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.
<b>Cash-flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>
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
<b>Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,6</b>
Wachstum yoy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Veränderung in den liquiden Mitteln	0,1	6,6	-4,7	4,8	3,2
Liquide Mittel am Periodenbeginn	10,4	10,6	17,1	12,4	17,2
Liquide Mittel am Periodenende	10,6	17,1	12,4	17,2	20,4
<b>Freier Cash-flow</b>	<b>-3,1</b>	<b>8,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>
<b>Cash Flow pro Aktie</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

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:

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

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

<b>Kaufen:</b>	49,0%
<b>Verkaufen:</b>	9,0%
<b>Halten:</b>	40,5%
<b>Unter Beobachtung:</b>	1,0%
<b>Ausgesetzt:</b>	0,5%

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, 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 zu dem 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 03.04.2012

