

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Company Flash

USU Software

Company Update: Geschäftsdynamik hält in Q2/11 an

UNTERNEHMEN



RATING

KAUFEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

5,3 EUR (5,1 EUR)

HIGHLIGHTS

- Hohe Dynamik Umsatz- und Gewinndynamik hält auch in Q2/11 an
- Prognosen für 2011 – 2013 leicht angehoben
- Neues Kursziel: 5,30 EUR (bisher 5,10 EUR)

Q2/11 mit anhaltend dynamischer Geschäftsentwicklung: Dank kräftig gestiegener Lizenz- und Wartungserlöse konnte USU den Konzernumsatz im zweiten Quartal 2011 um 33% yoy auf 10,2 Mio. EUR steigern. Die Verschiebung im Umsatzmix ermöglichte eine Steigerung des EBITDA um 700% auf 1,24 Mio. EUR und eine kräftigen Turnaround im Nettoergebnis. USU konnte damit nahtlos an die ebenso erfreuliche Entwicklung des ersten Quartal anschließen und sogar unsere optimistischen Erwartungen leicht über treffen. Vor dem Hintergrund der Entwicklung in Q2 sowie des hohen Auftragsbestandes hat das Management die Guidance für das Gesamtjahr leicht angehoben.

Umsatz und Ergebnisschätzung leicht angehoben: Nach Vorlage des kompletten Zahlenwerks haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Jahre 2011 bis 2013 leicht angehoben. Auf Basis unseres DCF-Modells ergibt sich aus den aktualisierten Schätzungen ein um 0,20 EUR höherer fairer Wert der USU-Aktie in Höhe von 5,30 EUR, der gleichzeitig unser neues Kursziel darstellt (bisher 5,10 EUR). Auch angesichts einer möglichen Abkühlung der konjunkturellen Entwicklung spricht das Chance-/Risiko-verhältnis unseres Erachtens nach wie vor klar für ein Engagement in der Aktie. Wir bestätigen daher unsere Kaufen-Empfehlung.

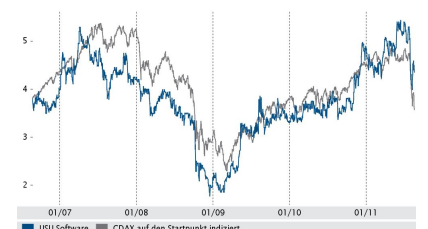
Investment case intakt: Unser mittelfristiges Szenario wurde durch die vorgelegten Halbjahreszahlen klar untermauert. Die im Markt hoch angesehenen Software-applikationen von USU finden zunehmend Akzeptanz bei Kunden, die internationale Reichweite wird zügig ausgebaut und via Akquisitionen wird das Produktportfolio komplettiert. Dies sollte auch weiterhin eine signifikante Steigerung des Geschäftsvolumens ermöglichen. Eine konjunkturelle Abkühlung könnte die Dynamik vorübergehend beeinträchtigen, längerfristig jedoch nichts an der Attraktivität des Geschäftsmodells ändern.

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

Aktueller Kurs (XETRA (Germany); 19.08.11; 13:10 h)	4,35 EUR
SCHLUSSKURS (19.08.2011):	4,35 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE:	21,8%
MARKTKAPITALISIERUNG:	45,78 Mio. EUR
ENTERPRISE VALUE:	36,11 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN:	10,52 Mio.
FREE FLOAT:	34,0%
INDEX (GEWICHTUNG):	CDAX (0 %)
DURCH. HANDELSVOL.:	11.664
ISIN:	DE000A0BVU28
SEKTOR:	Software

KENNZAHLEN (31.12.)	2011E	2012E	2013E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR			
Umsatz	44,0	48,0	53,0
EBITDA	6,5	7,1	8,3
EBIT	4,5	5,0	6,1
Nettoergebnis	3,3	4,0	5,0
Freier Cash-flow	4,2	4,8	5,3
FCF Rendite	8,6 %	9,9 %	11,0 %
EPS	0,31	0,37	0,45
Dividende	0,20	0,25	0,25
EV / Umsatz	0,9	0,8	0,7
EV / EBITDA	5,9	5,4	4,7
EV / EBIT	8,7	7,7	6,3
KBV	14,9	12,3	10,3
KBV	0,97	0,96	0,91
Dividendenrendite	4,4 %	5,4 %	5,4 %

KURSENTWICKLUNG



Quelle: USU, LBBW Research, Thomson Reuters

KALENDER

17.11.2011 Quartalsbericht



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

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Unternehmensdaten Finanzkennzahlen

USU Software

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

GuV	2011 E			2012 E			2013 E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
Umsatz	43,0	44,0	2,3%	47,5	48,0	1,1%	52,0	53,0	1,9%
EBITDA	5,7	6,5	14,0%	6,7	7,1	6,0%	7,5	8,3	10,7%
EBIT	3,5	4,5	28,6%	4,5	5,0	11,1%	5,3	6,1	15,1%
EBT	3,7	4,6	24,3%	4,8	5,2	8,3%	5,6	6,3	12,5%
Ergebnis nach Steuern	3,0	3,3	10,0%	3,8	4,0	5,3%	4,8	5,0	4,2%
Nettoergebnis	3,0	3,3	10,0%	3,8	4,0	5,3%	4,8	5,0	4,2%
Je Aktie (EUR)	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
EPS	0,28	0,31	10,7%	0,35	0,37	5,7%	0,43	0,45	4,7%
Dividende	0,20	0,20	0,0%	0,25	0,25	0,0%	0,25	0,25	0,0%

Quelle: USU, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von USU Software (Mio. EUR)

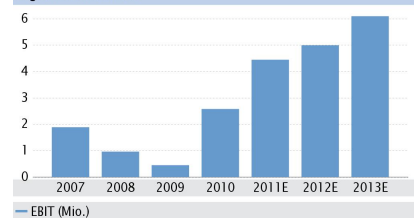
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2007	2008	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E
Umsatz	31,0	34,0	34,0	38,0	44,0	48,0	53,0
Bruttoergebnis	15,9	16,6	16,5	19,4	24,3	26,6	29,5
EBITDA	3,5	2,3	2,5	4,6	6,5	7,1	8,3
EBIT	1,9	1,0	0,5	2,6	4,5	5,0	6,1
EBT	2,4	1,5	0,8	2,7	4,6	5,2	6,3
Nettoergebnis	4,5	1,3	1,5	2,3	3,3	4,0	5,0
EPS	0,44	0,13	0,15	0,23	0,31	0,37	0,45
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		9,4 %	0,2 %	11,7 %	15,7 %	9,1 %	10,4 %
Bruttoergebnis		4,3 %	-0,5 %	17,4 %	25,5 %	9,5 %	10,9 %
EBITDA		-34,3 %	11,3 %	81,2 %	40,9 %	9,2 %	16,2 %
EBIT		-48,9 %	-53,2 %	470,0 %	72,3 %	12,4 %	22,0 %
EBT		-37,4 %	-47,5 %	250,1 %	67,9 %	13,2 %	22,3 %
Nettoergebnis		-71,5 %	19,5 %	51,9 %	38,4 %	23,1 %	23,9 %
EPS		-70,5 %	15,4 %	53,3 %	34,8 %	19,4 %	21,6 %
Umsatzmargen							
EBITDA		11,2 %	6,7 %	7,5 %	12,1 %	14,8 %	15,6 %
EBIT		6,1 %	2,8 %	1,3 %	6,8 %	10,1 %	11,5 %
EBT		7,6 %	4,3 %	2,3 %	7,1 %	10,3 %	11,9 %
Nettoergebnis		14,6 %	3,8 %	4,5 %	6,2 %	7,4 %	9,4 %
Bilanz (Mio. EUR)							
Geschäfts- oder Firmenwert	26,4	27,1	26,1	32,9	32,5	32,1	31,7
Sachanlagen	0,6	0,6	0,6	0,9	0,9	1,0	1,2
Net Working Capital	0,9	0,3	0,3	1,9	2,5	3,2	4,2
Liquide Mittel	4,7	5,8	10,4	10,6	12,6	15,3	19,9
Eigenkapital	46,5	45,9	45,9	48,5	49,6	51,5	55,8
Nettoverschuldung / (Nettoliqidität) GJ-Ende	-9,6	-9,2	-10,9	-11,1	-13,1	-15,8	-20,4
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoergebnis	4,5	1,3	1,5	2,3	3,3	4,0	5,0
Abschreibungen	1,6	1,3	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2
Veränderung Working Capital	-0,1	0,6	0,0	-1,5	-0,6	-0,7	-1,0
Operativer Cash-flow	3,9	0,3	5,0	2,4	4,8	5,5	6,1
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	-0,5	-0,6	-0,7
Freier Cash-flow	3,5	-0,1	4,6	-3,1	4,2	4,8	5,3
Dividendenzahlung	-0,9	-1,5	-1,5	-1,5	-2,1	-2,1	-2,8
Veränderung in den liquiden Mitteln	-0,9	1,1	4,6	0,1	2,1	2,7	4,6
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	1,1	0,4	0,6	1,1	0,9	0,8	0,7
EV / EBITDA	9,7	5,6	8,7	8,7	5,9	5,4	4,7
EV / EBIT	17,9	13,2	48,8	15,5	8,7	7,7	6,3
KGV	9,5	16,9	21,4	21,4	14,9	12,3	10,3
KBV	0,9	0,5	0,7	1,0	1,0	1,0	0,9
Return on Equity	9,8 %	2,8 %	3,4 %	4,8 %	6,5 %	7,8 %	8,9 %
Dividendenrendite	3,6 %	7,0 %	4,5 %	4,1 %	4,4 %	5,4 %	5,4 %
FCF Rendite	8,2 %	-0,4 %	13,9 %	-6,0 %	8,6 %	9,9 %	11,0 %
Bilanzkennzahlen							
Nettoverschuldung zu EBITDA	-2,7	-4,0	-4,3	-2,4	-2,0	-2,2	-2,5
Verschuldungsgrad	-20,6 %	-20,1 %	-23,7 %	-22,8 %	-26,4 %	-30,7 %	-36,6 %
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	16,7	4,0	3,9	12,1	14,8	14,3	15,3

Quelle: USU, LBBW Research

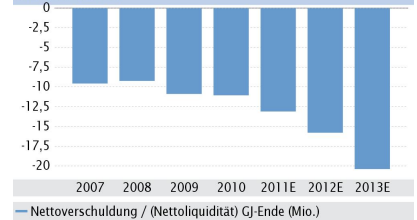
GUIDANCE - USU

USU rechnet für 2011 mit einem Umsatz von über 43 Mio. EUR und einem EBITDA von mindestens 6 Mio. EUR. 2012 soll das Umsatzwachstum mehr als 10% betragen bei überproportional steigendem EBITDA.

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 im ersten Halbjahr 2011 die von uns in die Geschäftsentwicklung gesetzten optimistischen Erwartung voll und ganz erfüllen. Die strategischen Maßnahmen der letzten Monate zeigen zunehmend positive Effekte bei Umsatz und Ertrag. Die Effekte der strategischen Maßnahmen der jüngeren Vergangenheit wirken sich sogar leicht stärker positiv aus als wir bisher erwartet hatten. Wir haben auf Basis des vorliegenden Halbjahresberichts unsere Schätzungen für 2011 bis 2013 leicht angehoben. Der daraus gemäß unserem DCF-Modell ermittelte faire Wert für die USU-Aktie von 5,30 EUR stellt unser neues Kursziel dar (bisher 5,10 EUR). Wir bestätigen daher unsere Kaufen-Empfehlung.

Earnings summary: Auf Grundlage des vorgelegten Halbjahresberichts und der positiven Aussagen des Managements hinsichtlich des weiteren Geschäftsverlaufs halten wir unsere bisherigen Schätzungen für etwas zu vorsichtig. Unsere aktualisierten EPS-Prognosen liegen um rund 10% (2011e) bzw. 5% (2012e und 2013e) über unseren bisherigen Annahmen.

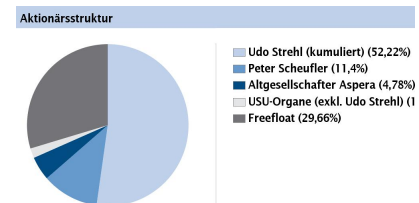
Valuation summary: Unsere aktualisierten Umsatz- und Ergebnisprognose führen in unserem DCF-Modell zu einem fairen Wert je Aktie in Höhe von 5,30 EUR gegenüber 5,10 EUR bisher. Demgemäß liegt auch unser neues Kursziel mit 5,30 EUR um 0,20 EUR über dem bisherigen Wert. Damit bestätigen wir klar unsere Kaufen-Empfehlung.

Risiken für unseren Investment case: Die Softwareapplikationen der USU-Software AG unterstützen grundsätzlich den effizienteren Einsatz der Software bei den Kunden. Eine spürbare konjunkturelle Abkühlung und somit eine kritische Überprüfung der IT-Budgets auf Kundenseite dürften dennoch vorübergehend negative Auswirkungen auf die Geschäftsentwicklung von USU haben. Angesichts des aktuell sehr niedrigen Kursniveaus spricht die Chance/Risiko-Relation u. E. jedoch für ein Engagement in der Aktie.

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). 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. 2010 erwirtschaftete USU mit 306 Mitarbeitern einen Umsatz von 38 Mio. EUR, wovon 91% in Deutschland erzielt wurden. Etwa 58% entfielen auf Umsätze aus Beratungsleistungen, der Rest überwiegend auf Lizenz- und Wartungserlöse. Die Bilanz von USU ist gekennzeichnet durch eine hohe Eigenkapitalquote (72,5%), das Fehlen von Bankverbindlichkeiten sowie einer Nettoliquidität von etwa 10 Mio. EUR. Mit 55% 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

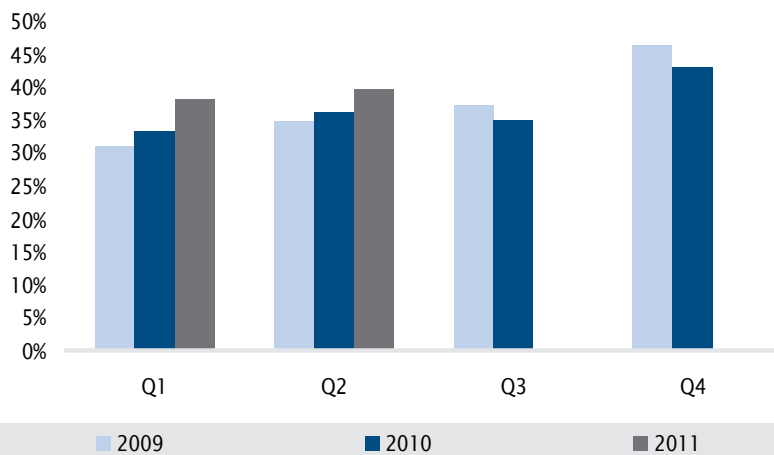
Erstes Halbjahr 2011 mit hoher Umsatz- und Gewinndynamik

Im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres spiegelte sich die erfolgreiche Umsetzungen der strategischen Maßnahmen der vergangenen Monate in deutlich steigenden Umsätzen und Erträgen nieder.

Die für den weiteren Geschäftsverlauf eines Softwareherstellers wichtigen Lizenzumsätze konnte USU im ersten Halbjahr um 94% yoy auf 2,86 Mio. EUR steigern (Q2: +72% auf 1,43 Mio. EUR). Maßgeblichen Anteil an diesem Zuwachs hatte die im letzten Jahr übernommene Aspera aber auch auf vergleichbarer Ebene dürfte USU hier zweistellige Zuwachsraten erzielt haben. Gleiches gilt für die Wartungserlöse, die im ersten Halbjahr um 38% yoy auf 5,2 Mio. EUR zulegen (Q2: +36%). Die Beratungserlöse stiegen in H1 mit +19,5% yoy hingegen deutlich weniger stark an (Q2: 13%), so dass sich der Umsatzmix deutlich zugunsten des höhermargigen Software- und Lizenzgeschäfts verschob. Während der Anteil am Konzernumsatz in Q2/10 noch bei 36% lag, entfielen in Q2/11 etwa 40% auf Software- und Lizenzerlöse. Die nachfolgende Grafik zeigt auch den für Softwareunternehmen typischen unterjährigen Geschäftsverlauf mit hohen Umsätzen aus Lizenz- und Wartungsgeschäft im Schlussquartal.

Lizenzumsätze treiben Wachstum

Lizenz- und Wartungserlöse in % des Konzernumsatzes



Quelle: USU Software AG, LBBW Research

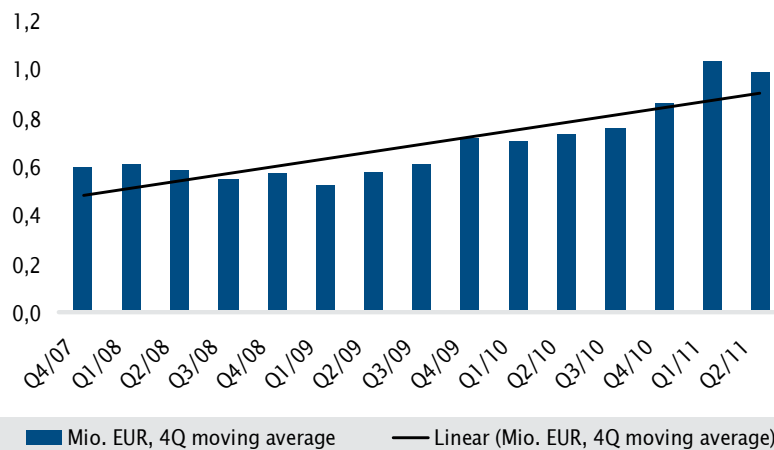
Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

USU Software

Ein weiterer strategischer Schwerpunkt ist die Internationalisierung des Geschäfts. Neben eigenen Tochtergesellschaften in Österreich und der Schweiz kann USU mittlerweile auf über 30 Vertriebspartner in 15 Ländern verweisen. Diese ab 2009 forcierten Aktivitäten führten zu einem steigenden Anteil der im Ausland erzielten Umsatzerlöse. Da hier allerdings die Basis noch relativ niedrig ist, führen einzelne Projekte zu Verzerrungen im Quartalsverlauf. Der Trend ist jedoch klar nach oben gerichtet. Im ersten Halbjahr 2011 erzielte USU einen Auslandsumsatz von 2,2 Mio. EUR (+63% yoy), was einem Anteil am Konzernumsatz von 10,4% (8,7% yoy) entspricht. Mittelfristig plant USU eine Erhöhung des Auslandsanteils auf bis zu 15%.

Entwicklung des Auslandsumsatzes



[Source|Quelle]: <COMPANY>, LBBW Research

Per Saldo steigerte USU den Konzernumsatz im ersten Halbjahr 2011 um 36% yoy (Q2/11: +32,9% yoy) auf 20,8 Mio. EUR (Q2/11: 10,22 Mio. EUR). Entsprechend der bereits erwähnten Entwicklung von Lizenz- und Wartungsumsatz einerseits sowie Beratungsumsatz andererseits erzielte das Segment „Produktgeschäft“ in H1 einen Umsatz von 14 Mio. EUR (+38,9% yoy) und das Segment „Servicegeschäft“ einen Umsatz von 6,8 Mio. EUR (+31,9% yoy).

Die oben bereits erwähnte Verschiebung im Umsatzmix zugunsten von Erlösen aus dem Lizenz- und Wartungsgeschäft führte in Verbindung mit einer gestiegenen Auslastung der Beratermannschaft zu signifikant steigenden Erträgen. Die operative Marge (EBITDA) lag im ersten Halbjahr bei etwa 12%, während in H1/10 lediglich eine EBITDA-Marge von 2% ausgewiesen werden konnte. Per Saldo lag somit das Ergebnis je Aktie in H1/11 bei 0,08 EUR (Q2/11: 0,04 EUR), während im Vorjahr noch ein leichter Verlust ausgewiesen wurde.

Per Saldo lagen Umsatz und Ergebnis im zweiten Quartal marginal über unseren Erwartungen.

Internationalisierung schreitet voran

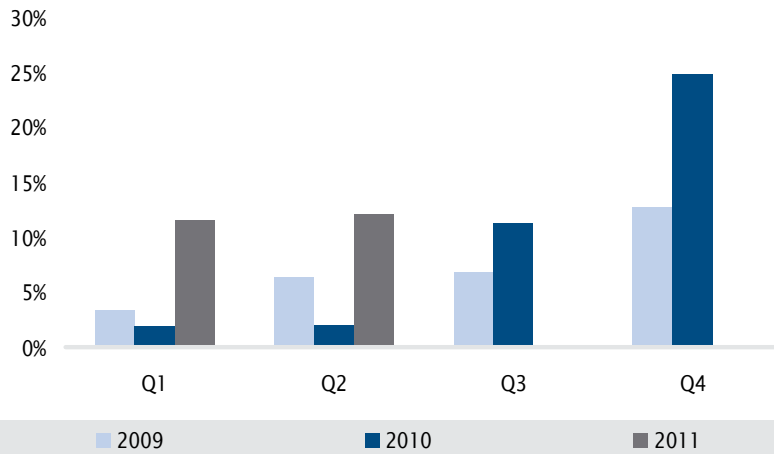
Kräftige Steigerung der Profitabilität

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

USU Software

EBITDA-Marge nach Quartalen



Quelle: USU Software AG, LBBW Research

Das Management äußerte sich angesichts der Entwicklung im ersten Halbjahr und des rekordhohen Auftragsbestandes (22,7 Mio. EUR, +53% yoy) noch etwas optimistischer hinsichtlich der im laufenden Geschäftsjahre erzielbaren Umsätze und Erträge. Nunmehr erwartet das Management für 2011 einen Umsatz von über 43 Mio. EUR (bisher > 41,8 Mio. EUR) und ein EBITDA von über 6 Mio. EUR (bisher > 5,1 Mio. EUR).

Aufgrund der erfreulichen Ergebnisentwicklung konnte auch der operative Cashflow deutlich auf 3,95 Mio. EUR gesteigert werden (Vj.: -0,7 Mio. EUR) und ermöglichte eine Steigerung der liquiden Mittel um 3,7 Mio. EUR auf 14,3 Mio. EUR (Flüssige Mittel und kurzfristige Kapitalanlagen). Die Bilanz weist per Ende Juni 11 mit einer Eigenkapitalquote von 69,5% eine unverändert solide Struktur auf.

Guidance angehoben

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

USU Software

Prognosen leicht angehoben

Auf Grundlage des leicht positiv überraschenden Halbjahresberichts sowie den Aussagen des Managements hinsichtlich der weiteren Geschäftsentwicklung halten wir unsere bisherigen Prognosen für etwas zu konservativ. Wir gehen nunmehr für die Prognosejahre 2011 bis 2013 jeweils von einem leicht höheren Umsatz aus. Da dieser zusätzliche Umsatz überwiegend aus dem höhermargigen Lizenz- und Wartungsgeschäft stammen sollte, steigen die von uns erwarteten Ergebnisse stärker an und führen zu höheren prognostizierten Margen (vgl. Tabelle).

Positivere Einschätzung des Lizenzgeschäfts führt zu höheren Margenprognosen

Umsatz- und Ergebnisprognose

Mio. EUR	2011e		2012e		2013e	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	44,0	43,0	48,0	47,5	53,0	52,0
Δ yoy	15,7%	13,1%	9,1%	10,5%	10,4%	9,5%
EBITDA	6,5	5,7	7,1	6,7	8,3	7,5
Marge	14,8%	13,3%	14,8%	14,1%	15,6%	14,4%
EBIT	4,5	3,5	5,0	4,5	6,1	5,3
Marge	10,1%	8,1%	10,4%	9,5%	11,5%	10,2%
EBT	4,6	3,7	5,2	4,8	6,3	5,6
Marge	10,3%	8,6%	10,7%	10,0%	11,9%	10,8%
Nettoergebnis	3,3	3,0	4,0	3,8	5,0	4,8
Marge	7,4%	6,9%	8,3%	8,0%	9,4%	9,2%
EPS (in EUR)	0,31	0,28	0,38	0,36	0,47	0,45
DPS (in EUR)	0,20	0,20	0,25	0,25	0,25	0,25

Quelle: LBBW Research

Per Saldo liegen unsere Prognosen für das Ergebnis je Aktie um jeweils 2 bis 3 Euro-Cent über unseren bisherigen Prognosen. Die Dividendenschätzungen haben wir unverändert gelassen.

Bewertung

Berechnung Fairer Wert

USU Software

Auf Basis unserer aktualisierten Schätzungen haben wir mittels unseres Discounted Cashflow-Modells einen fairen Wert der USU-Aktie in Höhe von 5,29 EUR ermittelt. Dieser Wert stellt auch unser neues Kursziel (bisher 5,10 EUR) dar. Angesichts der Unwägbarkeiten der weiteren konjunkturellen Entwicklung ist es zwar durchaus möglich, dass auch USU von einer kritischen Überprüfung der IT-Budgets auf Kundenseite beeinträchtigt werden könnte. Unseres Erachtens spricht auf dem aktuell niedrigen Kursniveau die Chancen/Risiken-Relation für ein Engagement in die Aktie. Wir bestätigen daher unser Kaufen-Votum.

Wir benutzen ein dreistufiges DCF-Modell. In den ersten drei Jahren (Phase I) schätzen wir konkret die Entwicklung der 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.

Auf Basis der aktualisierten Annahmen ergibt sich aus unserem DCF-Modell ein fairer Wert in Höhe von 5,29 EUR. Dieser Wert entspricht gleichzeitig unserem neuen Kursziel, das vorher bei 5,10 EUR lag.

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Bewertung DCF-Modell

USU Software

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	2,6 %	Steady State Jahr	2019
Risikoprämie	6,2 %	Wachstum Terminal Value	1,5 %
Beta	1,4	EBIT-Marge	8,0 %
Eigenkapitalkosten	11,2 %	Abschreibungsquote	1,5 %
Fremdkapitalkosten	7,4 %	Investitionsquote	1,5 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	100,0 %	Net Working Capital-Quote	5,0 %
WACC (in %)	11,2 %	CAGR Umsatz 2010 bis 2019	7,3 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Umsatz	38,0	44,0	48,0	53,0	57,2	61,2	64,9	68,2	70,9	72,0
Wachstum yoy		15,7 %	9,1 %	10,4 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	1,5 %
EBIT vor Goodwill	2,6	4,5	5,0	6,1	6,6	6,4	6,2	6,1	5,7	5,8
EBIT-Marge	6,8 %	10,1 %	10,4 %	11,5 %	11,5 %	10,5 %	9,5 %	9,0 %	8,0 %	8,0 %
- Steuern auf das EBIT	0,3	1,3	1,1	1,3	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,7
Steuerquote	13,4 %	28,6 %	22,3 %	21,3 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	30,0 %
= NOPAT	2,2	3,2	3,9	4,8	4,9	4,8	4,6	4,6	4,3	4,0
+ Abschreibungen	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0	1,8	1,6	1,4	1,1	1,1
Abschreibungsquote	5,3 %	4,7 %	4,4 %	4,1 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
- Investitionen (CAPEX)	5,5	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1
in % vom Umsatz	14,6 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
NWC	1,9	2,5	3,2	4,2	3,4	3,7	3,2	3,4	3,5	3,6
in % vom Umsatz	5,0 %	5,7 %	6,7 %	8,0 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
delta NWC		0,6	0,7	1,0	-0,8	0,2	-0,4	0,2	0,1	0,1
FCF to firm	-2,8	4,0	4,6	5,1	6,9	5,5	5,7	4,8	4,1	4,0
in % vom Umsatz	-7,4 %	9,1 %	9,6 %	9,7 %	12,0 %	9,0 %	8,8 %	7,0 %	5,8 %	5,5 %
Discounted free cashflow	n.a.	3,8	3,9	4,0	4,8	3,4	3,2	2,4	1,9	1,6

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	27,5
+ Barwert Terminal Value	18,5
= Enterprise Value	46,0
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	40,3 %
- Nettofinanzverschuldung	-10,6
- Anteile Dritter	0,0
- Pensionsrückstellungen	0,4
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
+ Sonstige	-0,5
= Marktkapitalisierung	55,7
/ Anzahl Aktien (Mio.)	10,52
= Wert je Aktie (EUR)	5,29



Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

USU Software

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2009	2010	2011e	2012e	2013e	CAGR 09-13E
Umsatz	34,0	38,0	44,0	48,0	53,0	
Wachstum yoy		11,7 %	15,7 %	9,1 %	10,4 %	11,70 %
Herstellungskosten	-17,6	-18,7	-19,7	-21,4	-23,5	
Bruttoergebnis	16,5	19,4	24,3	26,6	29,5	
Marge	48,4 %	50,9 %	55,2 %	55,4 %	55,7 %	
Vertriebskosten	-5,9	-6,3	-7,3	-8,0	-8,8	
Verwaltungskosten	-2,8	-2,7	-3,9	-4,2	-4,6	
Forschungs-/Entwicklungskosten	-5,6	-6,0	-7,1	-7,7	-8,3	
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,2	0,7	0,7	0,8	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,8	-1,9	-2,3	-2,4	-2,5	
EBITDA	2,5	4,6	6,5	7,1	8,3	
Marge	7,5 %	12,1 %	14,8 %	14,8 %	15,6 %	
Sachanlagenabschreibungen / Imm.	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	
Impairments	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Abschreibungen	-1,1	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	
EBIT	0,5	2,6	4,5	5,0	6,1	
Marge	1,3 %	6,8 %	10,1 %	10,4 %	11,5 %	
Zinserträge	0,4	0,3	-0,2	-0,2	-0,2	
Zinsaufwand	-0,1	-0,2	0,3	0,4	0,4	
EBT	0,8	2,7	4,6	5,2	6,3	
Marge	2,3 %	7,1 %	10,3 %	10,7 %	11,9 %	
Ertragsteuern	0,8	-0,4	-1,3	-1,1	-1,3	
Ertragsteuersatz	-99,7 %	13,4 %	28,6 %	22,3 %	21,3 %	
Nettoergebnis	1,5	2,3	3,3	4,0	5,0	
Marge	4,5 %	6,2 %	7,4 %	8,3 %	9,4 %	
Gewinn je Aktie	0,15	0,23	0,31	0,37	0,45	
Dividende	0,15	0,20	0,20	0,25	0,25	

Quelle: USU, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Bilanz

USU Software

BILANZ (Mio. EUR)	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Summe Aktiva	53,5	66,9	68,6	71,1	75,7
Sachanlagen	0,6	0,9	0,9	1,0	1,2
Geschäfts- oder Firmenwert	26,1	32,9	32,5	32,1	31,7
Übrige immaterielle Vermögenswerte	4,5	8,2	7,1	6,0	4,9
Aktive latente Steuern	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Sonstige Finanzanlagen	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8
Sonstiges Anlagevermögen	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Anlagevermögen	34,1	45,4	44,0	42,6	41,2
Vorräte	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2
Forderungen aus Lief. und Leist. und sonst. Vermögensgegen.	6,6	9,1	10,0	11,0	12,0
Wertpapiere	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Kurzfristige Steuerforderungen	0,9	0,2	0,2	0,2	0,2
Liquide Mittel	10,8	11,0	13,1	15,9	20,6
Umlaufvermögen	19,4	21,5	24,7	28,6	34,5
Summe Passiva	53,5	66,9	68,6	71,1	75,7
Grundkapital	10,0	10,5	10,5	10,5	11,1
Kapitalrücklagen	51,7	53,1	53,1	53,1	54,6
Gewinnrücklagen	-15,9	-15,1	-14,0	-12,1	-9,9
Eigenkapital	45,9	48,5	49,6	51,5	55,8
Langfristige Pensionsrückstellungen	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,0	7,6	7,6	7,6	7,6
Passive latente Steuern	0,0	1,4	1,4	1,4	1,4
Langfristige Verbindlichkeiten	0,3	9,4	9,5	9,6	9,6
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leist. und sonst. Verbindlich.	1,0	1,8	2,0	2,1	2,2
Kurzfristige Rückstellungen	5,2	4,9	5,1	5,3	5,3
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	1,2	1,7	1,8	2,0	2,2
Kurzfristige Steuerverbindlichkeiten	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Kurzfristige Verbindlichkeiten	7,3	9,0	9,5	10,0	10,3

Quelle: USU, LBBW Research

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Anhang

Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

USU Software

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Ergebnis nach Steuern	1,5	2,3	3,3	4,0	5,0
Abschreibungen	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0
Veränderung Working Capital	0,0	-1,5	-0,6	-0,7	-1,0
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	1,2	-0,5	0,0	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	5,0	2,4	4,8	5,5	6,1
Wachstum yoy		-51,6 %	95,4 %	15,7 %	11,0 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-0,4	-5,5	-0,6	-0,7	-0,8
Abgänge/Desinvestitionen	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	2,5	0,8	-0,6	-0,7	-0,8
Wachstum yoy		-70,3 %	-179,6 %	n.m.	n.m.
Mittelabfluss/-zufluss aus Kapitalmaßnahmen	-0,3	1,8	0,0	0,0	2,1
Dividendenzahlung	-1,5	-1,5	-2,1	-2,1	-2,8
Sonstige Veränderungen finanz. Cash-flow	0,3	-1,8	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-1,5	-1,5	-2,1	-2,1	-0,7
Wachstum yoy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Veränderung in den liquiden Mitteln	4,6	0,1	2,1	2,7	4,6
Liquide Mittel am Periodenbeginn	5,8	10,4	10,6	12,6	15,3
Liquide Mittel am Periodenende	10,4	10,6	12,6	15,3	19,9
Freier Cash-flow	4,6	-3,1	4,2	4,8	5,3

Quelle: USU, LBBW Research

Anhang-1

1/1

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:	56,7%
Verkaufen:	3,5%
Halten:	37,8%
Unter Beobachtung:	0,5%
Ausgesetzt:	1,5%

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.

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

