

Company Flash

USU Software

Company Update: Neue Bestmarken bei Umsatz und Ergebnis, Kursziel deutlich angehoben

UNTERNEHMEN



RATING

KAUFEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

5,1 EUR (4,5 EUR)

HIGHLIGHTS

- Neue Rekorde bei Umsatz und operativem Ergebnis in 2010
- Aspera und Internationalisierung forcieren Wachstum
- Guidance dürfte gut erreicht werden können
- Finanzkrise hat Schätzreihe zeitlich nach hinten verschoben
- Kursziel dennoch von 4,50 EUR auf 5,10 EUR angehoben
- Kaufen-Rating bestätigt

Krisenauswirkungen konnten schnell verdaut werden: Die USU Software AG steigerte den Umsatz im abgelaufenen Geschäftsjahr um knapp 12% auf den neuen Rekordwert von 38 Mio. EUR. Das operative Ergebnis verzeichnete dabei sowohl absolut als auch in Relation zum Umsatz ebenfalls neue historische Bestwerte. Unsere Erwartungen konnten jedoch insbesondere hinsichtlich des Nettoergebnisses nicht ganz erreicht werden. Den Aktionären winkt für 2010 eine um 1/3 höhere Dividende von 0,20 EUR je Aktie.

Für 2011 und 2012 weiteres Wachstum absehbar: Das Management geht für die nächsten beiden Jahre von einem Umsatzzuwachs von jeweils mindestens 10% und einer hierzu überproportionalen Steigerung des operativen Ergebnisses aus. Mittelfristig ist eine EBITDA-Rendite von 15% angestrebt (2010: 12,1%). Unseres Erachtens sprechen mehrere Gründe dafür, dass das Umsatzwachstum zumindest 2011 spürbar höher als die Untergrenze von +10% ausfallen dürfte. Wir rechnen mit einer Margenverbesserung um 1,2%-Punkte in 2011 und um 0,8%-Punkte in 2012. Im Vergleich zu unserer bisherigen Schätzung führte die auch bei der USU spürbare Investitionszurückhaltung der Abnehmer zu einer zeitlichen Verschiebung unserer Schätzreihe.

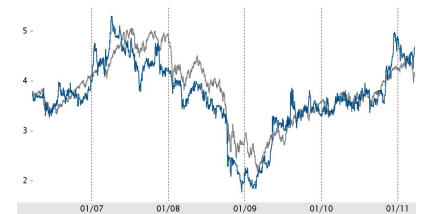
Neue Datenbasis rechtfertigt höheres Kursziel: Auf Basis unserer aktualisierten Prognosewerte ergibt sich insbesondere aus der Gleichgewichtung von DCF-Bewertung und Peergroup-Analyse ein höheres Kursziel von 5,10 EUR (bisher 4,50 EUR). Wir stufen die Aktie daher trotz des deutlichen Terraingewinns der letzten Wochen unverändert mit Kaufen ein.

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

Aktueller Kurs (XETRA (Germany); 23.03.11; 13:40 h).....	4,75 EUR
SCHLUSSKURS (22.03.2011):	4,68 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE:	9,0%
MARKTKAPITALISIERUNG:	49,21 Mio. EUR
ENTERPRISE VALUE:	39,54 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN:	10,52 Mio.
FREE FLOAT:	34,0%
INDEX (GEWICHTUNG):	CDAX (0%)
DURCH. HANDELSVOL.:	14.282
ISIN:	DE000A0BVU28
SEKTOR:	Software

KENNZAHLEN (31.12.)	2011 E	2012 E	2013 E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR			
Umsatz	43,0	47,5	52,0
EBITDA	5,7	6,7	7,5
EBIT	3,5	4,5	5,3
Nettoergebnis	3,0	3,8	4,8
Freier Cash-flow	4,0	4,7	5,2
FCF Rendite	8,2%	9,6%	10,5%
EPS	0,28	0,35	0,43
Dividende	0,20	0,25	0,25
EV / Umsatz	0,9	0,8	0,8
EV / EBITDA	6,9	5,9	5,3
EV / EBIT	11,3	8,8	7,5
KGV	16,6	13,2	10,9
KBV	1,00	0,95	0,94
Dividendenrendite	4,3%	5,3%	5,3%

KURSENTWICKLUNG



Quelle: USU, LBBW Research, Thomson Reuters

KALENDER

Q1-Zahlen 25.05.2011-



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

Unternehmensdaten Finanzkennzahlen

USU Software

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2011E			2012E			2013E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
GüV									
Umsatz	47,0	43,0	-8,5%	53,3	47,5	-10,9%	n.a.	52,0	n.a.
EBITDA	6,4	5,7	-10,9%	7,8	6,7	-14,1%	n.a.	7,5	n.a.
EBIT	5,0	3,5	-30,0%	6,3	4,5	-28,6%	n.a.	5,3	n.a.
EBT	5,3	3,7	-30,2%	6,7	4,8	-28,4%	n.a.	5,6	n.a.
Ergebnis nach Steuern	4,3	3,0	-30,2%	5,4	3,8	-29,6%	n.a.	4,8	n.a.
Nettoergebnis	3,8	3,0	-21,1%	4,8	3,8	-20,8%	n.a.	4,8	n.a.
Je Aktie (EUR)									
EPS	0,36	0,28	-22,2%	0,45	0,35	-22,2%	n.a.	0,43	n.a.
Dividende	0,20	0,20	0,0%	0,24	0,25	4,2%	n.a.	0,25	n.a.

Quelle: USU, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von USU Software (Mio. EUR)

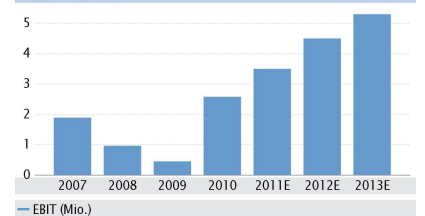
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Umsatz	31,0	34,0	34,0	38,0	43,0	47,5	52,0
Bruttoergebnis	15,9	16,6	16,5	19,4	22,2	24,8	27,5
EBITDA	3,5	2,3	2,5	4,6	5,7	6,7	7,5
EBIT	1,9	1,0	0,5	2,6	3,5	4,5	5,3
EBT	2,4	1,5	0,8	2,7	3,7	4,8	5,6
Nettoergebnis	4,5	1,3	1,5	2,3	3,0	3,8	4,8
EPS	0,44	0,13	0,15	0,23	0,28	0,35	0,43
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		9,4 %	0,2 %	11,7 %	13,1 %	10,5 %	9,5 %
Bruttoergebnis		4,3 %	-0,5 %	17,4 %	14,6 %	11,7 %	10,9 %
EBITDA		-34,3 %	11,3 %	81,2 %	23,6 %	17,5 %	11,9 %
EBIT		-48,9 %	-53,2 %	470,0 %	35,6 %	28,6 %	17,8 %
EBT		-37,4 %	-47,5 %	250,1 %	36,5 %	28,4 %	17,9 %
Nettoergebnis		-71,5 %	19,5 %	51,9 %	26,1 %	28,4 %	25,3 %
EPS		-70,5 %	15,4 %	53,3 %	21,7 %	25,0 %	22,9 %
Umsatzmargen							
EBITDA	11,2 %	6,7 %	7,5 %	12,1 %	13,3 %	14,1 %	14,4 %
EBIT	6,1 %	2,8 %	1,3 %	6,8 %	8,1 %	9,5 %	10,2 %
EBT	7,6 %	4,3 %	2,3 %	7,1 %	8,6 %	10,0 %	10,8 %
Nettoergebnis	14,6 %	3,8 %	4,5 %	6,2 %	6,9 %	8,0 %	9,2 %
Bilanz (Mio. EUR)							
Geschäfts- oder Firmenwert	26,4	27,1	26,1	32,9	32,4	31,9	31,5
Sachanlagen	0,6	0,6	0,6	0,9	1,1	1,3	1,7
Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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	12,5	9,6	11,9
Eigenkapital	46,5	45,9	45,9	48,5	49,3	53,1	55,1
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende	-9,6	-9,2	-10,9	-11,1	-13,0	-10,0	-12,4
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoergebnis	4,5	1,3	1,5	2,3	3,0	3,8	4,8
Abschreibungen	1,6	1,3	2,1	2,0	2,2	2,2	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	4,6	5,4	6,0
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	4,0	4,7	5,2
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	1,9	-2,9	2,4
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	1,1	0,4	0,6	1,1	0,9	0,8	0,8
EV / EBITDA	9,7	5,6	8,7	8,7	6,9	5,9	5,3
EV / EBIT	17,9	13,2	48,8	15,5	11,3	8,8	7,5
KGV	9,5	16,9	21,4	21,4	16,6	13,2	10,9
KBV	0,9	0,5	0,7	1,0	1,0	0,9	0,9
Return on Equity	9,8 %	2,8 %	3,4 %	4,8 %	6,0 %	7,2 %	8,6 %
Dividendenrendite	3,6 %	7,0 %	4,5 %	4,1 %	4,3 %	5,3 %	5,3 %
FCF Rendite	8,2 %	-0,4 %	13,9 %	-6,0 %	8,2 %	9,6 %	10,5 %
Bilanzkennzahlen							
Nettoverschuldung zu EBITDA	-2,7	-4,0	-4,3	-2,4	-2,3	-1,5	-1,7
Verschuldungsgrad	-20,6 %	-20,1 %	-23,7 %	-22,8 %	-26,3 %	-18,9 %	-22,6 %
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	16,7	4,0	3,9	12,1	-8,8	-10,0	-10,6

Quelle: USU, LBBW Research

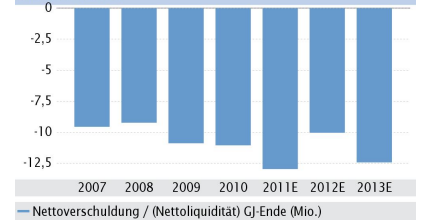
GUIDANCE - USU

USU rechnet für 2011 und 2012 mit einem Umsatzwachstum von jeweils über 10%. Das EBITDA soll hierzu überproportional gesteigert werden, so dass sich die EBITDA-Marge sukzessive den mittelfristig angestrebten 15% annähern soll.

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 2010 ab dem zweiten Halbjahr die negativen Auswirkungen der Finanzkrise hinter sich lassen und neue Rekorde bei Umsatz und operativem Ertrag erzielen. Auch wenn unsere Erwartungen nicht ganz erreicht wurden, bleibt die Investmentstory intakt: Die Produktpalette von USU kommt mit den Business Service Management-Tools den Kundenbedürfnissen nach einer Optimierung der IT-Prozesse entgegen. Zusätzlich gewinnt die Internationalisierung an Fahrt und auch die Akquisition der hochprofitablen Aspera GmbH steigert die Umsatz- und Ergebnisdynamik. Auf Basis unserer aktualisierten Bewertungsparameter empfehlen wir die Aktie mit einem Kursziel von 5,10 EUR (bisher 4,50 EUR) unverändert zu Kaufen.

Earnings summary: Dank der in H2 wieder anziehenden Erlöse und dem Zukauf der Aspera GmbH konnte USU 2010 Umsätze von 38 Mio. EUR erzielen (+12% yoy). Eine verbesserte Rohertragsmarge sowie nur unterproportional gestiegene operative Aufwendungen ermöglichten eine EBITDA-Marge von 12,1% (Vj: 7,5%). Damit hat USU neue historische Bestmarken erreicht. Trotz negativer Steuereffekte und gesteigener Abschreibungen/Amortisationen konnte somit das Nettoergebnis um gut 50% auf 2,35 Mio. EUR bzw. 0,23 EUR je Aktie verbessert werden. Den Aktionären wird auf der HV für 2010 eine um 5 Cents höhere Dividende von 0,20 EUR je Aktie vorgeschlagen.

Valuation summary: Wir waren noch etwas optimistischer und mussten auch unsere Schätzungen für 2011ff revidieren. Die Auswirkungen der Finanzkrise haben unser Szenario zeitlich verschoben, jedoch keine grundsätzlichen Zweifel an unserem Investment case aufkommen lassen. Auf Basis unserer aktualisierten Schätzung führt insbesondere die Gleichgewichtung von DCF-Bewertung und Peergroup-Analyse zu einem Kursziel von 5,10 EUR (bisher 4,50 EUR), womit wir unser Kaufen-Rating trotz der guten Performance der Aktie beibehalten.

Risiken: Das größte Risiko für unsere Annahmen stellt sicherlich die Internationalisierungsstrategie dar. Sollte USU hier scheitern, würde das zukünftige Wachstum signifikant niedriger ausfallen.

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.

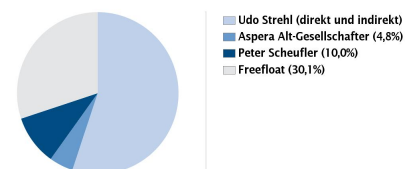
PROS

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

CONS

- Geringe Free float-Marktkapitalisierung
- Niedrige Vertriebskraft international

Aktionärsstruktur



Quelle: LBBW Research

Aktuelle Geschäftsentwicklung Kernthemen

USU Software

Umsatz 2010 auf Rekordniveau

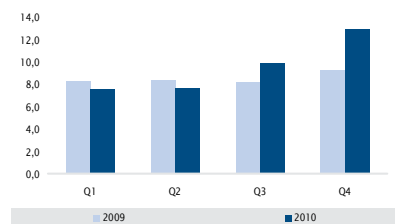
Die Umsatzentwicklung im vergangenen Geschäftsjahr war geprägt von einem schwachen ersten Halbjahr mit Umsatzrückgängen von 9,5% in Q1 und 8,0% in Q2. Das zweite Halbjahr hingegen zeichnete sich durch eine Belebung der Investitionsbereitschaft der Kunden aus und führte zu einem organischen Wachstum um 20% (LBBW-Schätzung). Zudem steigerte die erstmalig zum 1.7.2010 konsolidierte Aspera GmbH den Umsatz nochmals um etwa 2 Mio. EUR (LBBW-Schätzung), so dass der Umsatz in H2/10 um 31% über dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum lag. Allerdings stand H2/09 schon unter dem bremsenden Einfluss der Finanzkrise, so dass die Vergleichsbasis entsprechend niedrig ausfiel.

Ein wesentlicher Punkt für unsere positive Einschätzung der USU-Aktie liegt in der strategischen Absicht, die regionale Verbreitung des Vertriebsgebietes mittels internationaler Partner signifikant auszubauen. Hier lag unseres Erachtens in der Vergangenheit die größte Schwäche von USU. Man hatte zwar erstklassig gerankte Produkte, konnte diese Qualität auf internationaler Ebene aber lange Zeit nicht entsprechend vermarkten. Mittlerweile hat sich USU den Ausbau des internationalen Geschäfts jedoch strategisch als Ziel gesetzt und 2010 konnten hier weitere Erfolge verbucht werden. Der zusammen mit internationalen Partnern erzielte Umsatz legte 2010 um 20,4% auf 3,4 Mio. EUR zu, womit der Anteil am Konzernumsatz von 8,5% auf 9% anstieg.

Ein weiterer wichtiger Aspekt zur Beurteilung eines Softwareunternehmens ist die Entwicklung der Umsatzerlöse gegliedert nach Art der erbrachten Leistung. Umsätze mit Software-Lizenzen weisen in der Regel die höchsten Margen auf, resultieren aber überwiegend aus Neugeschäft und sind somit anfällig gegenüber Nachfrageschwankungen. Mit dem Verkauf einer Software-Lizenz ist aber in der Regel auch der Abschluss eines mehrjährigen Wartungsvertrags verbunden, wodurch sich ein wiederkehrender Umsatzbeitrag bei jedoch niedrigerer Marge als im Lizenzgeschäft ergibt. Zudem bietet USU noch Beratungsleistungen im Softwareumfeld und Schulungen an. Diese Serviceleistungen sind anders als die Wartungserlöse i.d.R. nicht direkt mit dem Verkauf einer Softwarelizenz verknüpft und weisen die geringsten Margen auf. Dafür sind sie aber auch weniger volatil. Das zukünftige Wachstum der USU wird somit am besten durch die Entwicklung der Lizenzumsätze abgebildet. Hier wirkte sich 2010 die zurückhaltende Investitionsbereitschaft der Kunden am stärksten aus. In Q1 und Q2 lagen die Lizenzerteile um 25% bzw. 27% unter den entsprechenden Vorjahreswerten. In Q3 betrug der Rückgang noch 3%, um in Q4 dann auf ein Plus von 32% umzuschwenken, wobei hierzu auch die neu konsolidierte Aspera GmbH wesentlich beigetragen haben sollte. Auf Gesamtjahressicht gelang somit immerhin noch ein Anstieg der Lizenzumsätze um 3,6% auf 5,8 Mio. EUR.

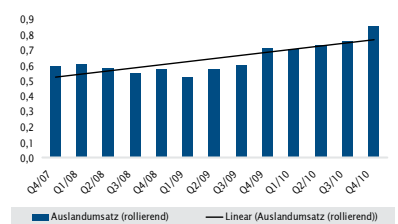
Die Wartungserlöse profitierten 2010 hingegen noch von den Erfolgen der Vergangenheit und wiesen ein Wachstum von 18,3% auf. Die Beratungsumsätze stiegen leicht unterproportional um 9% auf 21,9 Mio. EUR an.

Umsatz nach Quartalen (Mio. EUR)



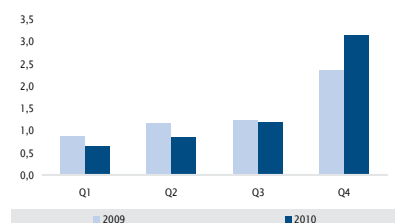
Source: USU, LBBW Research

Auslandsumsatz (Mio. EUR)



Source: USU, LBBW Research

Lizenzumsatz nach Quartalen (Mio. EUR)



Source: USU, LBBW Research

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

USU Software

Segmentspezifisch betrachtet entwickelten sich die Umsätze im Produktgeschäft mit +16,1% deutlich dynamischer als im Servicegeschäft (+2,8%) wobei hier auch die erstmalige Einbeziehung der Aspera-Umsätze in das Produktgeschäft zu berücksichtigen ist. Der Anteil des Servicegeschäfts am Gesamtumsatz hat sich dadurch um 1,6%-Punkte auf 30,3% reduziert.

Operative Rendite markiert 2010 neue Bestmarke

Ähnlich wie der Umsatz war auch die operative Rendite 2010 geprägt von einem schwachen ersten Halbjahr und einer sehr dynamischen Verbesserung in Q3 und insbesondere Q4 (vgl. nebenstehenden Chart). Der für Softwareunternehmen ohnehin typische unterjährige Geschäftsverlauf mit einem i.d.R. sehr starken letzten Quartal war 2010 besonders ausgeprägt. Mit einem EBITDA von 3,4 Mio. EUR macht Q4/10 knapp 70% des Jahres-EBITDA aus. Hier spiegelt sich unseres Erachtens insbesondere der gute Lizenzumsatz des letzten Quartals aber auch die Einbeziehung der hochprofitablen Aspera wider. In der Summe lag das EBITDA 2010 mit 4,6 Mio. EUR um gut 80% über dem Vorjahreswert und markierte einen neuen historischen Bestwert. Die EBITDA-Marge sprang von 7,5% ebenfalls auf einen neuen Rekordwert von 12,1%.

Beide Segmente trugen zu der Verbesserung bei. Im Produktgeschäft, das den größten EBITDA-Beitrag erbringt, konnte das EBITDA um 30% auf 5,2 Mio. EUR gesteigert werden. Von einer niedrigen Basis ausgehend gelang im Servicegeschäft sogar ein Plus von 140% auf 1,3 Mio. EUR.

Höhere Dividende für 2010

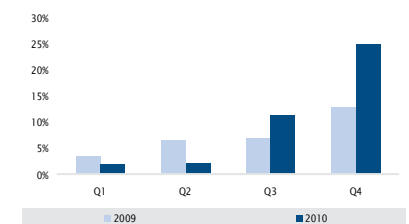
Dank weitgehend unveränderter Abschreibungen stieg das EBIT 2010 ebenfalls kräftig auf 2,58 Mio. EUR an (Vj. 0,45 Mio. EUR). Rückläufige Zinserträge und die Aufzinsung der Kaufpreisverbindlichkeit für Aspera führten zu einem niedrigeren Zinsergebnis. Zusammen mit einer Normalisierung des Steueraufwands – im Vorjahr wurde ein Steuerertrag i.H.v. 0,8 Mio. EUR verbucht – führte dies zu einer nur abgeschwächten Verbesserung des Ergebnisses nach Steuern. Nichtsdestotrotz lag das Nettoergebnis mit 2,35 Mio. EUR immerhin um gut 50% über dem Wert aus 2009. Wir hatten insbesondere den Steuereffekt unterschätzt, so dass unsere Prognose (2,8 Mio. EUR) nicht erreicht werden konnte. Das Ergebnis je Aktie betrug somit 2010 0,23 EUR (Vj. 0,15 EUR) wovon den Aktionären 0,20 EUR als Dividende nach 0,15 EUR im Vorjahr zufließen sollen.

Umsatzaufteilung (Mio. EUR)

	2010	2009	Δ YoY
Nach Umsatzarten			
Lizenz Erlöse	5,76	5,56	3,6%
Wartungserlöse	8,51	7,20	18,3%
Beratungserlöse	21,90	20,10	9,0%
Sonstige	1,85	1,20	55,0%
Nach Segmenten			
Produktgeschäft	26,48	22,82	16,1%
Servicegeschäft	11,52	11,20	2,8%
Nach Regionen			
Deutschland	34,60	31,20	10,9%
Ausland	3,43	2,85	20,4%
Konzern	38,0	34,0	11,7%

Source: US, LBBW Research

EBITDA-Marge nach Quartalen



Source: US, LBBW Research

LBBW-Prognose wurde nicht ganz erreicht

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

USU Software

Bilanzrelationen weiterhin sehr solide

Die Erstkonsolidierung der Aspera GmbH sowie das anziehende Geschäftsvolumen führten zu einer signifikanten Steigerung der Bilanzsumme um 13,3 Mio. auf 66,8 Mio. EUR. Auf der Aktivseite liegen insbesondere die langfristigen Vermögenswerte – und hier vor allem Goodwill und immaterielle Vermögenswerte – deutlich über dem Vorjahr aber auch das aktive Working Capital stieg spürbar an. Auf der Passivseite machten sich insbesondere die Erhöhung des Eigenkapitals im Zuge des Erwerbs von 51% an der Aspera, die Verbuchung der bestehenden Kaufpreisverbindlichkeit für die restlichen Anteile und eine moderate Steigerung der kurzfristigen Verbindlichkeiten Bilanzsummen steigernd bemerkbar. Per Saldo sank die Eigenkapitalquote von 85,7% im Vorjahr auf immer noch sehr solide 72,5%. Zudem operiert USU weiterhin ohne Bankverbindlichkeiten. Die Nettoliquidität liegt ohne die Berücksichtigung der Kaufpreisverbindlichkeiten bei 10,6 Mio. EUR bzw. gut 1 EUR je Aktie.

Exkurs: Übernahme der Aspera GmbH

Zum 1.7.2010 erwarb USU 51% an der Aspera GmbH, einem hochspezialisierten und sehr dynamisch wachsenden Lösungsanbieter für das Software-Lizenzmanagement, einem Bereich des schnell wachsenden Marktes des Software Asset Managements (SAM). Kunden erhalten durch den Einsatz der Aspera-Produkte eine höhere Sicherheit die Compliance-Richtlinien zu erfüllen und die Möglichkeit, über Lizenzoptimierung sehr schnell hohe Kosteneinsparungen zu realisieren. Durch die Zusammenfassung der Produkte beider Gesellschaften erweitert sich für die USU das Produktportfolio im Bereich SAM. Der strategische Zusammenschluss bietet das Potenzial, in den kommenden Jahren (auch international) weiter und dynamischer zu wachsen und in geringerem Umfang auch Kostensenkungspotenzial. Eine vollständige Übernahme wird innerhalb der nächsten 2 Jahre angestrebt.

Gemäß den Angaben im Geschäftsbericht erzielte die Aspera GmbH im letzten vollen Geschäftsjahr mit 40 Mitarbeitern einen Umsatz von 4 Mio. EUR bei einer deutlich zweistelligen Umsatzrendite. Auf Basis der pro forma Angaben lässt sich diese (Netto-) Umsatzrendite auf etwa 15% schätzen. Somit relativiert sich der auf den ersten Blick hohe Kaufpreis von 11 Mio. EUR (3,565 Mio. EUR bereits bezahlt, 7,479 Mio. EUR stehen noch aus), der einem Kurs/Umsatz-Multiple von etwa 2,8 entspricht. Bezogen auf das von uns geschätzte Nettoergebnis hat USU ein KGV von etwa 15 bezahlt. Angesichts der Wachstumsdynamik und der zu erwartenden Synergien aus dem Cross-Selling in unseren Augen ein durchaus vertretbarer Preis.

Der Kaufpreis für die Übernahme wurde zu 50% in bar und zu 50% in neuen Aktien der USU beglichen. Daher sind die Altgesellschafter der Aspera nun mit 4,8% an der USU beteiligt und mit einer Lock-up-Periode bis Ende März 2012 belegt. Gleiches ist auch für die Begleichung des Kaufpreises für die noch ausstehenden 49% geplant.

Bilanzsumme deutlich gestiegen**EK-Quote dennoch bei 72,5%****Nettoliquidität von 1 EUR je Aktie****Erweiterung des Produktportfolios im dem schnell wachsenden SAM-Markt****Aspera mit zweistelliger Netto-Rendite****Aspera-Altgesellschafter als neue USU-Aktionäre**

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

USU Software

Zweistelliges Umsatzwachstum absehbar

Das Management geht für das 2010 und 2012 von einer Steigerung des Umsatzes um jeweils mehr als 10% aus. Wir sehen mehrere Argumente, dass USU 2011 spürbar über dieser Untergrenze liegen sollte und 2012 diese zumindest erreichen sollte:

- Die allgemeine Wirtschaftslage hat sich nach der Finanzkrise deutlich schneller erholt als dies absehbar war. Die in der Krise spürbare Investitionszurückhaltung ist mittlerweile ad acta gelegt, so dass alleine schon basisbedingt ein deutlicher Umsatzzuwachs im ersten Halbjahr 2011 zu erwarten ist.
- Dem Markt für IT Asset Management wird ein dynamisches Wachstum zubilligt. USU zählt hier zu den qualitativ führenden Anbietern, was sich durch die Aspera-Übernahme noch verbessert haben dürfte.
- Der Auftragsbestand per Ende 2010 lag mit 19,1 Mio. EUR um 42,6% über dem Vorjahr und sollte 2011 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 2011 bis 2013 unterstellten Wachstumsraten betragen für die USU AG/Omega (Produktgeschäft) 9,2% (2011), 12,6% (2012) und 11,8% (2013). Für das Servicegeschäft der USU AG entsprechend 7,5%, 6,9% und 6,9% und für die LeuTek 5,6%, 5,1% bzw. 5,4%. Damit wird somit quasi offiziell eine hohe Wachstumsdynamik im Kerngeschäft unterstellt.
- Durch die volle Konsolidierung der Aspera gegenüber nur 6 Monaten in 2010 ergibt sich u.E. ein zusätzlicher Umsatz von etwa 2 Mio. EUR. Darüber hinaus wird bei der oben schon erwähnten Nutzungswertermittlung für die Aspera für 2011 ein Wachstum von 34,6% unterstellt und für 2012 und 2013 jeweils 24,0%.
- Der Aus-/Aufbau des internationalen Partnergeschäft dürfte auch 2011ff zu einem erneut überproportional steigenden Auslandsumsatz führen.
- USU verzeichnete in der jüngeren Vergangenheit immer wieder Leuchtturm-Aufträge wie erst jüngst den Zuschlag für einen europaweit ausgeschriebenen Auftrag für das Configuration Managements einer deutschen Großstadt.

Alles in allem gehen wir davon aus, dass USU 2011 einen Umsatz von etwa 43 Mio. EUR erzielen sollte, was einem erwarteten Zuwachs von 13% entspricht. Für 2012 lehnen wir uns mit +10,5% weitgehend an die Guidance des Managements an.

Investitionszurückhaltung nicht mehr spürbar

Rekordauftragsbestand untermauert Wachstum in 2011

Intern klar zweistelliges Wachstum von Aspera eingeplant

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

USU Software

Margenniveau 2010 noch nicht das Ende der Fahnenstange

Auch wenn USU 2010 mit einer EBITDA-Marge von 12,1% die beste operative Marge seit Bestehen erzielen konnte, rechnen wir mit einem weiteren Anstieg. Einerseits dürfte die bessere Auslastung der Beratungsmannschaft und der positivere Umsatzmix (größerer Anteil des Lizenzgeschäfts) im ersten Halbjahr zu einer deutlichen Margenverbesserung führen. Andererseits wirkt sich auch hier die Einbeziehung der deutlich höhermargigeren Aspera ergebnissteigernd aus. Wir rechnen mit einer EBITDA-Marge für 2011 von 13,3%, was absolut einem EBITDA von 5,7 Mio. EUR entspricht (23,5% yoy). Darüber hinaus sollte sich der Umsatzmix durch die internationalen Vertriebsanstrengungen, das dynamische Wachstum der Aspera-Produkte und Cross-Selling-Effekte weiterhin zugunsten höhermargiger Leistungen verschieben. Für 2012 (2013) gehen wir daher von einem weiteren Anstieg der EBITDA-Marge um 0,8%-Punkte (0,3%-Punkte) auf 14,1% (14,4%) aus. Da sich Abschreibungen/Amortisationen und Finanzergebnis nur unwesentlich verändern dürften, gilt dieser Trend nahezu deckungsgleich für die von uns erwartete Entwicklung des Vorsteuerergebnisses.

Den avisierten Erwerb der restlichen 49% an der Aspera GmbH haben wir in unserer Planung erst 2013 berücksichtigt. Daher gilt für 2011 und 2012 in unserem Szenario noch keine steuerliche Organschaft. Die Aspera-Gewinne können somit in diesen beiden Jahren noch nicht mit bestehenden Verlustvorträgen verrechnet werden, so dass die Steuerquote tendenziell ansteigen wird. Wir haben für diese beiden Jahre eine Steuerquote von jeweils 20% unterstellt (nach 13,4% in 2010). Spätestens ab 2013 dürfte diese Quote aber wieder deutlich sinken (LBBWe: 15%). Per saldo stellt sich unsere Umsatz- und Ergebnisprognose somit folgendermaßen dar:

Umsatz- und Ergebnisprognose (Eckdaten)

Mio. EUR	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	38,0	43,0	47,5	52,0
Δ YoY	11,7%	13,1%	10,5%	9,5%
Rohertrag	19,4	22,2	24,8	27,5
Marge	50,9%	51,6%	52,2%	52,9%
EBITDA	4,6	5,7	6,7	7,5
Marge	12,1%	13,3%	14,1%	14,4%
EBIT	2,6	3,5	4,5	5,3
Marge	6,8%	8,1%	9,5%	10,2%
EBT	2,7	3,7	4,8	5,6
Marge	7,1%	8,6%	10,0%	10,8%
Nettoergebnis	2,3	3,0	3,8	4,8
Marge	6,2%	6,9%	8,0%	9,2%
EPS (EUR)	0,23	0,28	0,36	0,45
Δ YoY	19%	22%	29%	25%
Dividende (EUR)	0,20	0,20	0,25	0,25

Source: USU, LBBW Research

Verbesserter Umsatzmix und Aspera treiben Marge

Ab 2013 wieder sinkende Steuerquote erwartet

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

USU Software

Bisherige Erwartungen noch etwas optimistischer

Wir hatten für Q4/10 einen etwas höheren Umsatz erwartet und waren auch von der hohen Steuerquote überrascht, so dass unsere EPS-Schätzung für 2010 von 0,27 EUR nicht ganz erreicht werden konnte. Operativ konnte USU mit einem EBITDA von 4,6 Mio. EUR unsere Erwartungen allerdings erreichen.

Für die Jahre 2011 und 2012 hatten wir bisher (von einer höheren Basis ausgehend) auch eine noch etwas dynamischere Umsatz- und Ergebnissteigerung erwartet. Wir hatten insbesondere die Entwicklung der Auslandsumsätze wesentlich optimistischer eingeschätzt. Vergleicht man unsere bisherige Prognose für 2012 mit unserer jetzigen Prognose für 2013 (Umsatz: 52 Mio. EUR, EBITDA 7,5 Mio. EUR, EPS 0,45 EUR) zeigt sich, dass sich unsere bisherige Planung etwa um 1 Jahr nach hinten verschoben wurde.

Vergleich Prognose alt mit Prognose neu

Mio. EUR	2011e		2012e	
	neu	alt	neu	alt
Umsatzerlöse	43,0	47,0	47,5	53,3
Δ YoY	13,1%	19,0%	10,5%	13,4%
EBITDA	5,7	6,4	6,7	7,8
Marge	13,3%	13,6%	14,1%	14,6%
Nettoergebnis	3,0	3,8	3,8	4,8
Marge	6,9%	8,1%	8,0%	9,0%
EPS (EUR)	0,28	0,36	0,36	0,45
Dividende (EUR)	0,20	0,20	0,25	0,24

Source: LBBW Research

Bewertung

Berechnung Fairer Wert

USU Software

Aus unseren beiden Bewertungsmodellen ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 5,10 EUR. Dieser Wert ergibt als Mittelwert aus der Multiplikatorbewertung (4,82 EUR) und dem DCF-Modell (5,38 EUR). Bisher hatten wir bei der Wertfindung die Peergroup-Analyse favorisiert. Da nun aber erkennbar ist, dass die geplante Internationalisierung konkrete Erfolge aufweist und mit Aspera ein weiterer greifbarer Ergebnistreiber vorhanden ist, geben wir diese vorsichtige Haltung auf. Somit lautet unser neues Kursziel 5,10 EUR. Damit stufen wir die Aktie trotz der guten Performance der letzten Monate weiterhin mit Kaufen ein.

Multiplikatorbewertung

Zur Bewertung der USU-Aktie auf Basis der Bewertung vergleichbarer Unternehmen haben wir mangels inländischer Wettbewerber von allem IT-Unternehmen aus dem angelsächsischen Raum herangezogen, die überwiegend im Gebiet der Infrastruktur-Software tätig sind. Aus Deutschland haben wir lediglich die Cenit AG berücksichtigt, die uns noch am ehesten vergleichbar erscheint.

Wir haben bei der Bewertung die drei Multiples EV/EBITDA, EV/EBIT und KGV jeweils gleich stark gewichtet, ebenso wie die beiden Schätzjahre. Für 2013 lag noch keine aussagekräftige Datenbasis vor.

Peergroup-Vergleich

Untern.	MK (Mio. LW)	EV/EBITDA		EV/EBIT		KGV	
		11e	12e	11e	12e	11e	12e
Autonomy	4.009,8	7,6	6,6	9,1	7,9	15,6	13,0
BMC	8.711,3	7,8	7,7	10,2	8,6	18,8	16,4
CA	11.843,4	6,0	5,9	7,1	7,1	13,1	12,6
Cenit	43,1	4,7	4,1	6,8	5,5	12,0	9,8
Quest	2.232,9	8,8	7,6	9,7	8,2	25,2	20,3
Compuware	2.450,1	8,8				18,5	16,2
Median		7,7	6,6	9,1	7,9	17,1	14,6
USU	49,9	6,9	5,9	11,3	8,8	16,9	13,1
Auf/Abschlag		-10%	-11%	24%	10%	-1%	-10%

Source: Bloomberg, LBBW Research

Der Vergleich zeigt, dass die USU-Aktie auf Basis der Multiples EV/EBITDA und KGV mit einem Abschlag gegenüber der Peergroup bewertet wird, auf Basis des EV/EBIT Multiples hingegen mit einem Aufschlag. Zudem zeigt sich, dass die USU-Aktie auf Basis der 2012er Multiples deutlich günstiger bewertet ist, was auf den im Vergleich zur Peergroup dynamischeren (erwarteten) Ergebnisanstieg zurückzuführen ist. Im Ergebnis führt der Multiplikatorvergleich zu einem fairen Wert von 4,82 EUR je Aktie.

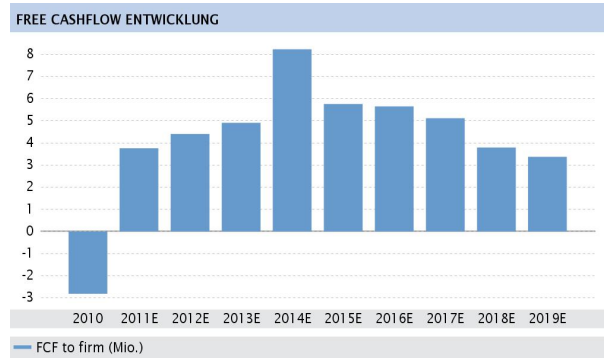
Bewertung DCF-Modell

USU Software

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	3,1 %	Steady State Jahr	2019
Risikoprämie	5,5 %	Wachstum Terminal Value	1,5 %
Beta	1,3	EBIT-Marge	6,5 %
Eigenkapitalkosten	10,0 %	Abschreibungsquote	1,5 %
Fremdkapitalkosten	7,8 %	Investitionsquote	1,5 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	100,0 %	Net Working Capital-Quote	2,5 %
WACC (in %)	10,0 %	CAGR Umsatz 2010 bis 2019	7,8 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Umsatz	38,0	43,0	47,5	52,0	57,2	61,8	66,7	70,7	73,6	74,7
Wachstum yoy		13,1 %	10,5 %	9,5 %	10,0 %	8,0 %	8,0 %	6,0 %	4,0 %	1,5 %
EBIT vor Goodwill	2,6	3,5	4,5	5,3	5,7	5,9	5,7	5,7	5,1	4,9
EBIT-Marge	6,8 %	8,1 %	9,5 %	10,2 %	10,0 %	9,5 %	8,5 %	8,0 %	7,0 %	6,5 %
- Steuern auf das EBIT	0,3	0,7	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	1,1	1,3	1,5
Steuerquote	13,4 %	20,0 %	20,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	20,0 %	25,0 %	30,0 %
= NOPAT	2,2	2,8	3,6	4,5	4,9	5,0	4,8	4,5	3,9	3,4
+ Abschreibungen	2,0	2,2	2,2	2,2	2,0	1,9	1,7	1,4	1,1	1,1
Abschreibungsquote	5,3 %	5,1 %	4,6 %	4,2 %	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	1,1	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	2,0	2,2	2,0	1,8	1,8	1,9
in % vom Umsatz	5,0 %	5,9 %	6,8 %	8,1 %	3,5 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
delta NWC		0,6	0,7	1,0	-2,2	0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,0
FCF to firm	-2,8	3,8	4,4	4,9	8,2	5,8	5,6	5,1	3,8	3,4
in % vom Umsatz	-7,4 %	8,7 %	9,3 %	9,4 %	14,4 %	9,3 %	8,5 %	7,2 %	5,2 %	4,5 %
Discounted free cashflow	n.a.	3,5	3,7	3,8	5,7	3,6	3,3	2,7	1,8	1,5

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	28,1
+ Barwert Terminal Value	18,9
= Enterprise Value	47,0
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	40,2 %
- Nettofinanzverschuldung	-10,6
- Anteile Dritter	0,0
- Pensionsrückstellungen	0,4
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
+ Sonstige	-0,5
= Marktkapitalisierung	56,6
/ Anzahl Aktien (Mio.)	10,52
= Wert je Aktie (EUR)	5,38



Quelle: USU, LBBW Research

Discounted Cashflow-Bewertung

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 5,38 EUR je Aktie (bisher 5,33 EUR).

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	43,0	47,5	52,0	
Wachstum yoy		11,7 %	13,1 %	10,5 %	9,5 %	11,17 %
Herstellungskosten	-17,6	-18,7	-20,8	-22,7	-24,5	
Bruttoergebnis	16,5	19,4	22,2	24,8	27,5	
Marge	48,4 %	50,9 %	51,6 %	52,2 %	52,9 %	
Vertriebskosten	-5,9	-6,3	-7,1	-7,8	-8,6	
Verwaltungskosten	-2,8	-2,7	-3,1	-3,4	-3,8	
Forschungs-/Entwicklungskosten	-5,6	-6,0	-6,7	-7,3	-8,0	
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	
EBITDA	2,5	4,6	5,7	6,7	7,5	
Marge	7,5 %	12,1 %	13,3 %	14,1 %	14,4 %	
Sachanlagenabschreibungen / Imm.	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Impairments	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Abschreibungen	-1,1	-2,0	-2,2	-2,2	-2,2	
EBIT	0,5	2,6	3,5	4,5	5,3	
Marge	1,3 %	6,8 %	8,1 %	9,5 %	10,2 %	
Zinserträge	0,4	0,3	-0,2	-0,2	-0,2	
Zinsaufwand	-0,1	-0,2	0,4	0,5	0,5	
EBT	0,8	2,7	3,7	4,8	5,6	
Marge	2,3 %	7,1 %	8,6 %	10,0 %	10,8 %	
Ertragsteuern	0,8	-0,4	-0,7	-1,0	-0,8	
Ertragsteuersatz	-99,7 %	13,4 %	20,0 %	20,0 %	15,0 %	
Nettoergebnis	1,5	2,3	3,0	3,8	4,8	
Marge	4,5 %	6,2 %	6,9 %	8,0 %	9,2 %	
Gewinn je Aktie	0,15	0,23	0,28	0,35	0,43	
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	68,4	70,7	67,4
Sachanlagen	0,6	0,9	1,1	1,3	1,7
Geschäfts- oder Firmenwert	26,1	32,9	32,4	31,9	31,5
Übrige immaterielle Vermögenswerte	4,5	8,2	6,9	5,6	4,3
Aktive latente Steuern	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Wertpapiere	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Sonstiges Anlagevermögen	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Anlagevermögen	34,1	45,4	43,8	42,3	40,9
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
Umlaufvermögen	19,4	21,5	24,5	28,3	26,5
Summe Passiva	53,5	66,9	68,4	70,7	67,4
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	-14,3	-12,6	-10,6
Sonstige Veränderungen im Eigenkapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	45,9	48,5	49,3	51,0	55,1
Langfristige Pensionsrückstellungen	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6
Passive latente Steuern	0,0	1,4	1,4	1,4	1,4
Langfristige Verbindlichkeiten	0,3	9,4	9,5	9,6	2,0
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
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	3,0	3,8	4,8
Abschreibungen	2,1	2,0	2,2	2,2	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	4,6	5,4	6,0
Wachstum yoy		-51,6 %	89,6 %	17,0 %	10,4 %
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	-7,6
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-1,5	-1,5	-2,1	-2,1	-8,3
Wachstum yoy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Veränderung in den liquiden Mitteln	4,6	0,1	1,9	2,6	-3,1
Liquide Mittel am Periodenbeginn	5,8	10,4	10,6	12,5	15,1
Liquide Mittel am Periodenende	10,4	10,6	12,5	15,1	11,9
Freier Cash-flow	4,6	-3,1	4,0	4,7	5,2
Cash Earnings 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:	50,8%
Verkaufen:	5,6%
Halten:	41,1%
Unter Beobachtung:	1,0%
Ausgesetzt:	1,5%

Anmerkungen: Das Rating-System vor dem 6. April 2009 lautete:

Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10%. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0% bis 10%. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

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 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

Anhang-1

2/2

Kurs- und Empfehlungs-Historie USU am 23.03.2011

