



## **Researchstudie (Update)**

**USU Software AG**

# **USU**

**Organisch weiterhin deutlich stärker als der Markt gewachsen  
Prognosen und Ergebnisschätzungen angepasst  
Kursziel angehoben**

**Kursziel: 25,50 €**

**Rating: HALTEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 11

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

## USU Software AG<sup>\*5a,6a,11</sup>

### HALTEN

Kursziel: 25,50 €  
(bisher: 22,00 €)

aktueller Kurs: 23,30  
23.11.20 / XETRA / 13:19 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 245,20  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 232,37  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 36,3 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
LBBW (ICF)

### Analysten:

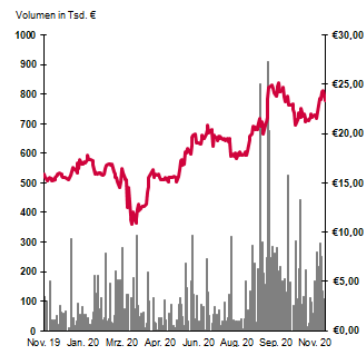
Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

### Unternehmensprofil

Branche: Software  
Fokus: Business Service Management/  
Knowledge Business  
Mitarbeiter: 702 Stand: 30.09.2020  
Gründung: 1977  
Firmensitz: Möglingen  
Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Dr. Benjamin Strehl



Die USU Software AG und ihre Tochtergesellschaften entwickeln und vertreiben Softwarelösungen für wissensbasiertes Servicemanagement. Das Leistungsspektrum umfasst dabei Lösungen für das strategische und operative IT- & Enterprise Servicemanagement. Kunden erhalten eine Gesamtsicht auf ihre IT-Prozesse sowie ihre IT-Infrastruktur und sind in der Lage, Services transparent zu planen, zu verrechnen, zu überwachen und zu steuern. Im Bereich Software-Lizenzmanagement gehört USU dabei zu den führenden Herstellern weltweit. Im Kompetenzfeld Digital Interaction bietet die USU Lösungen und Beratungsleistungen für die Digitalisierung von Geschäftsprozessen. Diese automatisierten Service-Abläufe stellen Wissen aktiv für alle Kommunikations-Kanäle und Kundenkontaktpunkte in Vertrieb, Marketing und Kundenservice bereit. Das Portfolio der USU-Gruppe wird durch Software für Industrial Big Data sowie das Service-Segment mit Systemintegration und individuellen Anwendungen komplettiert. Zum internationalen Kundenkreis der USU-Gruppe gehören inzwischen über 1.000 Unternehmen, darunter beispielsweise Allianz, Baloise Group, BOSCH, BMW, Daimler, Deutsche Telekom, DEVK, EDEKA, Heidelberger Druckmaschinen, Jacobs Engineering, Jungheinrich, Poste Italiane, Texas Instruments, VW, W&W oder ZDF.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatz	95,63	105,19	115,71	127,28
EBIT	4,05	6,15	10,22	13,34
bereinigtes EBIT	6,23	6,89	11,58	14,69
Jahresüberschuss	5,27	5,14	8,71	10,01

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,50	0,49	0,83	0,95
Dividende je Aktie	0,40	0,40	0,50	0,55

### Kennzahlen

EV/Umsatz	2,43	2,21	2,01	1,83
EV/EBIT	57,37	37,80	22,72	17,42
EV/bereinigtes EBIT	37,30	33,69	20,07	15,82
KGV	46,53	47,70	28,16	24,51
KBV	4,07			

### Finanztermine

08.-09.12.20: MKK Münchner Kapitalmarkt Konferenz

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

03.09.2020: RS / 22,00 / HALTEN

02.06.2020: RS / 19,15 / HALTEN

06.04.2020: RS / 19,00 / KAUFEN

05.03.2020: RS / 19,70 / KAUFEN

22.11.2019: RS / 19,70 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Auch mit der Veröffentlichung der 9 Monatszahlen hat die USU Software AG aufgezeigt, dass die Geschäftsentwicklung gegenüber den möglichen negativen Effekten der aktuellen Covid-19-Pandemie vergleichsweise resilient ist. In den ersten neun Monaten kletterten die Umsatzerlöse um 13,3 % auf einen neuen Rekordwert von 77,86 Mio. € (VJ: 68,71 Mio. €), wobei die Gesellschaft in 2020 in jedem Quartal ein Umsatzwachstum erzielt hat. Der geringe Corona-Einfluss liegt unter anderem in der Kundenstruktur begründet, die insbesondere aus dem öffentlichen Sektor, der Versicherungs-, Pharmabranche oder dem Telekommunikationsbereich stammt. Darüber hinaus profitierte die USU Software AG von einer zunehmenden Nachfrage nach Digitalisierungslösungen und dem Ausbau der IT-Infrastruktur.
- Auch im dritten Quartal 2020 hatte sich dabei der Trend einer vermehrten Nachfrage nach Cloud-Lösungen fortgesetzt, was zu einem entsprechenden Umsatzanstieg der Wartungs-/SaaS-Erlöse in Höhe von 13,0 % geführt hatte. Dies ging mit einem weiteren Umsatzrückgang bei den Lizenzern einher, die um -19,6 % unter dem Vorjahreswert lagen. Zusätzlich zum langjährigen SaaS-Trend kam es hier zu Auftragsverschiebungen, als Folge der Covid-19-bedingten Investitionszurückhaltung. Demgegenüber steht aber bei den Beratungserlösen ein wieder deutliches Umsatzwachstum in Höhe von 22,0 %. Hier machen sich die Neukundengewinne der vergangenen Quartale sowie der erhöhte Bedarf an IT-Infrastrukturlösungen bemerkbar.
- Analog zum Umsatzanstieg erhöhte sich das EBIT auf 4,61 Mio. € (VJ: 1,85 Mio. €) und das um Akquisitionseffekte bereinigte EBIT auf 5,20 Mio. € (VJ: 2,88 Mio. €). Dieser Anstieg ist vor dem Hintergrund der zunehmenden SaaS-Umsätze und der rückläufigen margenstarken Lizenzern bemerkenswert und als gutes Indiz für die von der Gesellschaft anvisierte Rentabilitätsverbesserung zu verstehen. Die bereinigte EBIT-Marge verbessert sich in der abgelaufenen Berichtsperiode auf 6,7 % (VJ: 4,2 %).
- Das USU-Management erwartet für das laufende vierte Quartal 2020 eine Umsatzsteigerung gegenüber dem Q3 2020 sowie ein positives bereinigtes EBIT. Mittelfristig soll ein jährliches organisches Wachstum in Höhe von 10 % erreicht werden, gefolgt von einem Ausbau der bereinigten EBIT-Marge in einer Bandbreite von 13 - 15 %. Auf dieser Guidance aufbauend, rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2020 mit Umsatzerlösen in Höhe von 105,19 Mio. € (bisherige Prognose: 101,37 Mio. €) und heben damit unsere bisherige Prognose an. Auch das bereinigte EBIT sollte als Folge der höheren Umsatzerwartungen höher ausfallen als bislang von uns erwartet. Wir rechnen nun mit einem bereinigten EBIT in Höhe von 6,89 Mio. € (bisher: 6,35 Mio. €). Ausgehend von der höheren Ausgangsbasis nehmen wir auch für die kommenden beiden Geschäftsjahre 2021 und 2022 jeweils beim Umsatz und Ergebnis eine Prognoseerhöhung vor.
- Die erneute Prognoseanpassung hat als Resultat einen Anstieg des von uns im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ermittelten fairen Wertes je Aktie auf 25,50 € (bisher: 22,00 €). Zusätzlich zur Prognoseerhöhung haben wir das Umsatzwachstum in der Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells auf 7,0 % (bisher: 5,0 %) erhöht und liegen damit näher an der von der Gesellschaft anvisierten Wachstumsdynamik von 10,0 %. Ausgehend von einem aktuellen Kurspotenzial in Höhe von 9,4 % lautet das aktuelle Rating HALTEN (zuvor: HALTEN).

## INHALTSVERZEICHNIS

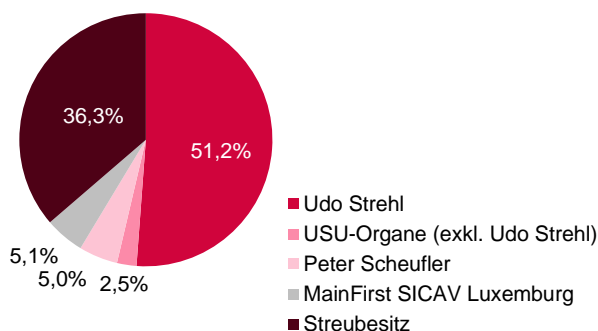
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
<b>Geschäftsentwicklung 9 Monate 2020 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung 9 Monate 2020 .....	5
Ergebnisentwicklung 9 Monate 2020 .....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2020 .....	7
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>8</b>
Bewertung .....	9
Modellannahmen .....	9
Bestimmung der Kapitalkosten .....	9
Bewertungsergebnis .....	9
DCF-Modell .....	10
<b>Anhang .....</b>	<b>11</b>

## UNTERNEHMEN

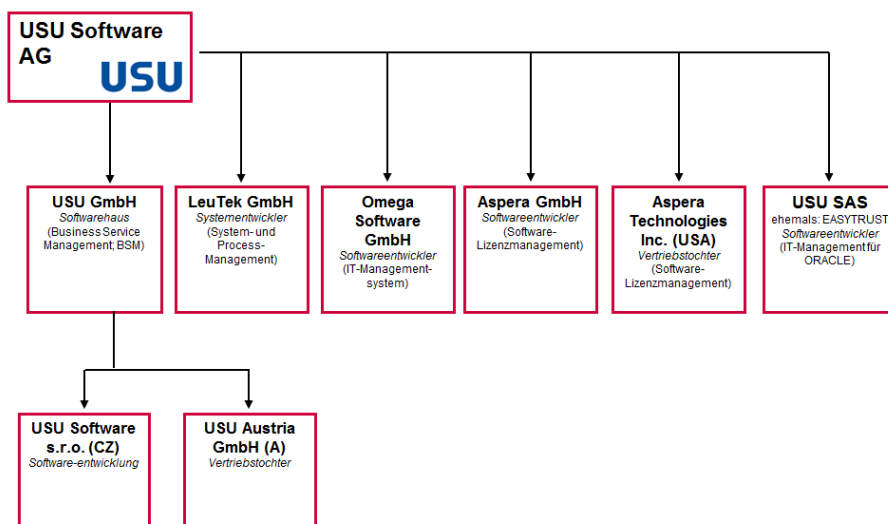
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl	51,2%
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	2,5%
Peter Scheufler	5,0%
MainFirst SICAV Luxemburg	5,1%
<b>Streubesitz</b>	<b>36,3%</b>

Quelle: USU Software AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Nach der in 2018 erfolgten Verschmelzung der B.I.G. Social Media GmbH und der unitB technology GmbH auf die USU GmbH (vorher: USU AG) umfasst der Konsolidierungskreis der USU-Gruppe derzeit acht inländische und ausländische operativ tätige Tochtergesellschaften. In den vergangenen Geschäftsjahren wurde der Konsolidierungskreis im Zuge des anorganischen Wachstums stetig ausgeweitet.

Nachdem in 2015 der SAP-Lizenzmanagementspezialist SecurIntegration GmbH erworben wurde (mittlerweile auf Aspera GmbH verschmolzen) erfolgte im Januar 2017 der Erwerb der Agentur unitB technology GmbH. Die in Berlin ansässige Agentur ist ein Anbieter von maßgeschneiderten Corporate Websites, Brand-Websites und Intranets und übernimmt dabei sowohl die strategische Beratung als auch die technologische Umsetzung. Mit dieser Akquisition wird die USU-Produktpalette horizontal ergänzt, wodurch künftig auch individuelle Online-Lösungen mit angeboten werden können. Darüber hinaus erfolgte im Mai 2017 der Erwerb der in Frankreich ansässigen EASYTRUST SAS (umfirmiert in USU SAS), womit die Präsenz im französischen Markt gesteigert werden soll. USU SAS ist ein Softwarehersteller im Bereich der automatischen Erkennung und Analyse von Hard- und Software (IT-Management), mit dem Produktschwerpunkt auf Soft- und Hardware im Umfeld großer Rechenzentren (Fokus: ORACLE). Im Rahmen der EASYTRUST-Integration erfolgt ebenfalls eine horizontale Ausweitung der USU-Produktpalette.

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 9 MONATE 2020

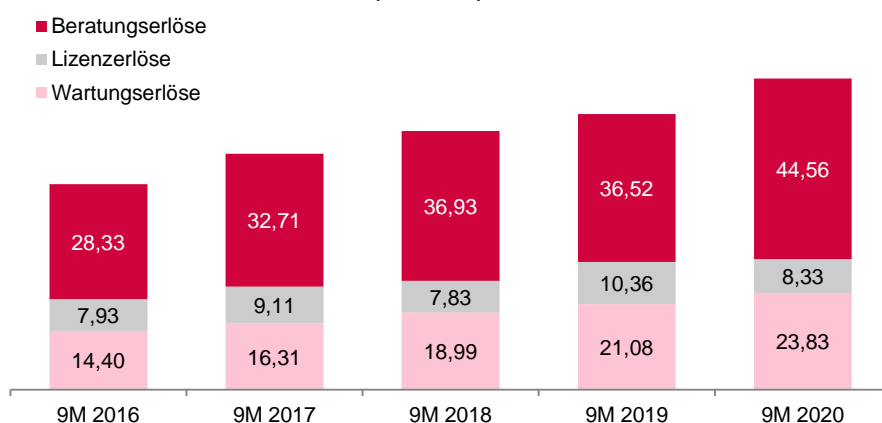
GuV in Mio. €	9M 2017	9M 2018	9M 2019	9M 2020
Umsatzerlöse	58,91	64,28	68,71	77,86
davon Wartungserlöse/SaaS	16,31	18,99	21,08	23,83
davon Lizenzzerlöse	9,11	7,83	10,36	8,33
davon Beratungserlöse	32,71	36,93	36,52	44,56
EBIT	0,70	0,75	1,85	4,61
bereinigtes EBIT	2,35	1,82	2,88	5,20
Periodenergebnis	-0,03	0,27	1,40	3,96

Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 9 Monate 2020

Auch im dritten Quartal 2020 hat die USU Software AG aufgezeigt, dass die Geschäftsentwicklung vergleichsweise resilient gegenüber möglichen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie ist. Einerseits ist dies der Kundenstruktur zu verdanken, die schwerpunktmäßig aus Branchen stammt, die wenig von der aktuellen Pandemie betroffen sind. Gemäß Unternehmensangaben werden fast 80 % der Umsätze mit Unternehmen aus dem Pharma-; Telekommunikations-; Versicherungssegment sowie aus dem öffentlichen Sektor erwirtschaftet, also in Branchen, die verhältnismäßig wenig von der aktuellen Covid-19-Pandemie betroffen sind. Auf der anderen Seite profitierte die Gesellschaft, insbesondere im aktuellen Umfeld, von einer zunehmenden Nachfrage nach Digitalisierungslösungen. Während die Gesamtbranche von rückläufigen Umsätzen geprägt war, erreichte die USU Software AG mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 13,3 % auf 77,86 Mio. € (VJ: 68,71 Mio. €) einen neuen Rekordwert. Erwähnenswert ist hier, dass die Gesellschaft in der Lage war, in jedem Quartal ein organisches Umsatzwachstum zu erzielen.

### Umsatzerlöse auf 9-Monatsbasis (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

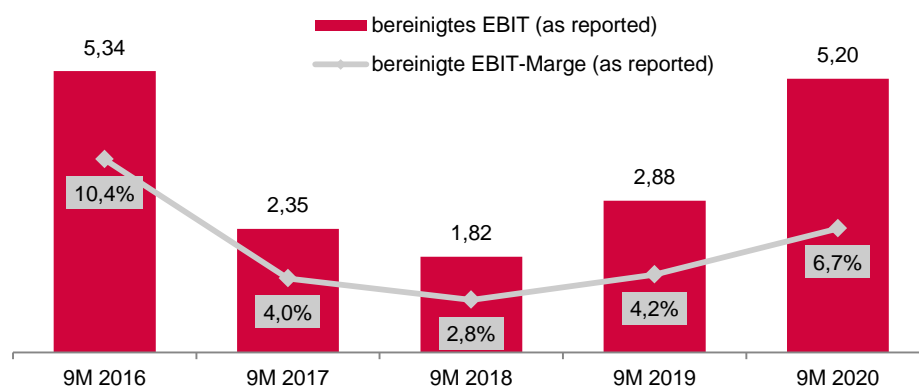
Auch im dritten Quartal hatte sich dabei der Trend zu vermehrten Cloud-Lösungen und einer damit überproportionalen Entwicklung der Wartungs-/SaaS-Erlöse fortgesetzt. Der Anstieg der Wartungserlöse in Höhe von 13,0 % auf 23,83 Mio. € (VJ: 21,08 Mio. €) geht naturgemäß zu Lasten der Lizenzzerträge, die mit 8,33 Mio. € (VJ: 10,36 Mio. €) um -19,6 % unter dem Vorjahreswert lagen. Erschwerend zu der bereits länger beobachteten Verschiebung der Lizenzzerträge in den Cloud-Bereich machten sich hier auch Corona-bedingte Belastungsfaktoren, wie etwa Auftragsverschiebungen, bemerkbar. In einem normalen Geschäftsjahr wäre die Diskrepanz nicht so stark ausgefallen.

Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 22,0 % auf 44,56 Mio. € (VJ: 36,52 Mio. €) entwickelten sich die Beratungserlöse besonders dynamisch. Wie in den Vorquartalen profitierte die Gesellschaft hier von gewonnenen Beratungsprojekten, die insbesondere mit der zunehmenden Digitalisierung und dem Aufbau von IT-Infrastrukturen zusammenhängen.

## Ergebnisentwicklung 9 Monate 2020

Das EBIT reflektiert mit einem deutlichen Anstieg auf 4,61 Mio. € (VJ: 1,85 Mio. €) den dynamischen Umsatzanstieg und markiert gleichzeitig einen neuen Rekordwert. Auch das um akquisitionsbedingte Effekte bereinigte EBIT in Höhe von 5,20 Mio. € (VJ: 2,88 Mio. €) verbesserte sich gegenüber dem Vorjahreswert signifikant. Dieser Anstieg ist vor dem Hintergrund der rückläufigen besonders margenstarken Lizenzerträge umso bemerkenswerter und zeigt, dass die Gesellschaft auch mit einem zunehmenden Cloud-Geschäft die anvisierte Rentabilitätsverbesserung erreichen kann. Die bereinigte EBIT-Marge verbesserte sich in der abgelaufenen Berichtsperiode weiter auf 6,7 % (VJ: 4,2 %).

### bereinigtes EBIT (in Mio. €) und bereinigte EBIT-Marge (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Während die Herstellkosten des Umsatzes aufgrund der Geschäftsausweitung und des erweiterten Einsatzes von Beratern in etwa proportional zum Umsatz um 4,62 Mio. € zugelegt haben, verringerten sich die Marketing- und Vertriebskosten um -0,17 Mio. € leicht. Dies hängt mit den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie zusammen, die mit niedrigeren Event- und Reisekosten einhergegangen sind. So wurde etwa die Fachveranstaltung USU World, an der über 800 Fach- und Führungskräfte teilgenommen haben, in einer virtuellen Form durchgeführt. Demgegenüber steht aufgrund des zuvor umgesetzten Personalaufbaus ein Anstieg bei den Verwaltungskosten in Höhe von 1,68 Mio. €.

Unter dem Strich weist die USU Software AG eine deutliche Erhöhung des Nachsteuerergebnisses auf einen neuen Rekordwert in Höhe von 3,96 Mio. € (VJ: 1,40 Mio. €) auf. Erwähnenswert ist hier der Umstand, wonach die Gesellschaft, abgesehen von den mit IFRS 16 in Verbindung stehenden Verbindlichkeiten, nahezu keine zinstragenden Verbindlichkeiten aufweist, was zu niedrigen Zinsbelastungen führt. Das Finanzergebnis belief sich in den ersten neun Monaten 2020 auf -0,15 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €).

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2020

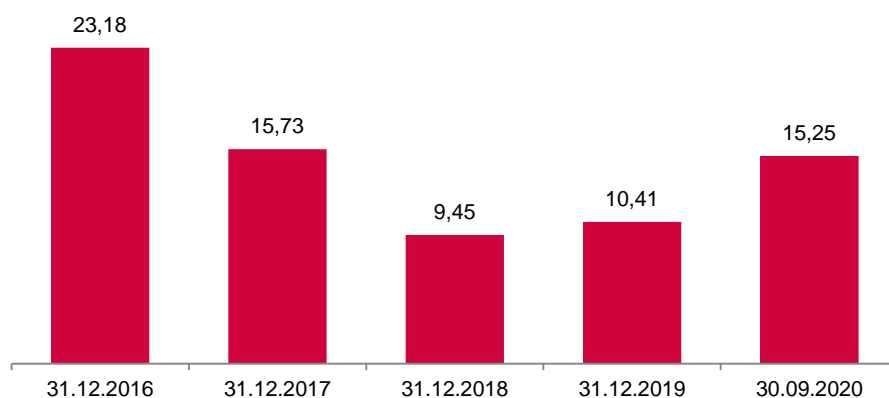
in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020
Eigenkapital	59,67	60,20	60,05
EK-Quote (in %)	62,7%	57,6%	52,8%
Operatives Anlagevermögen	51,31	58,24	58,63
Working Capital	-0,43	-3,62	-7,33
Liquide Mittel	9,45	10,41	15,25
Cashflow - operativ	2,00	9,52	12,89
Cashflow - Investition	-1,14	-1,82	-1,61
Cashflow - Finanzierung	-4,21	-6,77	-6,31

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch zum 30.09.2020 weist die USU Software AG eine gewohnt solide Bilanzstruktur auf. Dass das Eigenkapital in Höhe von 60,05 Mio. € (31.12.2019) trotz des positiven Nachsteuerergebnisses nahezu konstant geblieben ist, ist auf die erfolgte Dividendenzahlung in Höhe von 4,21 Mio. € zurückzuführen. Der etwas stärkere Rückgang der Eigenkapitalquote auf 52,8 % (31.12.19: 57,6 %) ist ausschließlich der IFRS16-bedingten deutlichen Ausweitung der Bilanzsumme auf 113,65 Mio. € (31.12.19: 104,46 Mio. €) geschuldet. Dies hatte mit der erstmaligen IFRS 16-Anwendung im Geschäftsjahr 2019 bereits zu einem Rückgang der EK-Quote geführt, die zuvor regelmäßig deutlich über 60 % lag. Der weitere Anstieg im laufenden Geschäftsjahr 2020 steht mit dem im August 2020 bezogenen „USU Campus“ in Verbindung.

Gegenüber der Geschäftsjahresbilanz zum 31.12.2019 kletterten die liquiden Mittel, trotz der erfolgten Dividendenzahlung, deutlich auf 15,25 Mio. € (31.12.19: 10,41 Mio. €). Dabei hat die USU Software AG auch in den ersten neun Monaten 2020 einen hohen operativen Cashflow in Höhe von 12,89 Mio. € (VJ: 7,69 Mio. €) generiert. Zwar profitierte die Gesellschaft hier von einem Rückgang des Working Capitals, als Folge rückläufiger Forderungen und eines Anstiegs der vereinnahmten Zahlungen, auch ohne diesen Effekt hätte die Gesellschaft einen Kapitalzufluss in Höhe von 8,54 Mio. € (VJ: 4,51 Mio. €) erreicht.

### Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG



## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 20e (alt)	GJ 20e (neu)	GJ 21e (alt)	GJ 21e (neu)	GJ 22e (alt)	GJ 22e (neu)
Umsatzerlöse	95,63	101,37	105,19	112,77	115,71	124,05	127,28
EBIT	4,05	5,60	6,15	9,55	10,23	12,74	13,34
<i>EBIT-Marge</i>	4,2%	5,5%	5,8%	8,5%	8,8%	10,3%	10,5%
bereinigtes EBIT	6,23	6,35	6,90	10,90	11,58	14,09	14,69
<i>bereinigte EBIT-Marge</i>	6,5%	6,3%	6,6%	9,7%	10,0%	11,4%	11,5%
Jahresüberschuss	5,27	4,78	5,14	7,18	8,71	9,56	10,06
EPS in €	0,50	0,45	0,49	0,68	0,83	0,91	0,95

Quelle: GBC AG

Im Rahmen der aktuellen Berichterstattung hat das USU-Management keine explizite Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2020 ausformuliert. Zumindest annäherungsweise lässt sich jedoch aus der Aussage des Managements eine Umsatz- und Ergebnisprognose ausformulieren. So wird für das laufende vierte Quartal 2020 gegenüber dem Vorquartal, also gegenüber dem eben abgelaufenen dritten Quartal, ein Umsatzwachstum sowie ein positives bereinigtes EBIT erwartet. Als Basis für diese Erwartung sind das weiterhin dynamische SaaS-Geschäft zu sehen sowie ein weiterhin sehr gutes Beratungsgeschäft. Die gewonnenen Serviceaufträge der vergangenen Quartale sowie das erwartete Neugeschäft sollten nach Unternehmensangaben eine weiterhin positive Entwicklung der Beratungserlöse nach sich ziehen. Lediglich das Lizenzgeschäft könnte weiterhin von der Investitionszurückhaltung, von Verschiebungen sowie vom allgemeinen Trend hin zum Cloud-Geschäft geprägt sein. Die Mittelfristplanung, im Rahmen derer das USU-Management ein jährliches Umsatzwachstum von 10 % und den Ausbau der bereinigten EBIT-Marge auf 13 – 15 % erwartet, wurde bestätigt.

An dieser Stelle ist dabei grundsätzlich zu erwähnen, dass die USU-Produkte besonders von Kunden nachgefragt werden, die einerseits nicht so stark von der Covid-19-Pandemie betroffen sind sowie andererseits die eigene IT-Infrastruktur ausbauen wollen. Daher dürften sich die möglichen negativen Effekte im Zusammenhang mit der „zweiten Welle“, wie dies bislang bei der USU der Fall war, in Grenzen halten.

Analog zum USU-Management rechnen wir mit einem Umsatzzanstieg im vierten Quartal 2020 auf 26,54 Mio. € (Q3 20: 25,77 Mio. €) und passen daher unsere 2020er Umsatzprognose auf 105,19 Mio. € (bisher: 101,37 Mio. €) an. Selbst wenn im vierten Quartal ein nur unterdurchschnittliches Rentabilitätsniveau erreicht würde, müsste die Gesellschaft eine Ergebnisverbesserung ausweisen. Wir rechnen nunmehr mit einem EBIT in Höhe von 6,15 Mio. € (bisher: 5,60 Mio. €) und einem bereinigten EBIT in Höhe von 6,90 Mio. € (bisher: 6,35 Mio. €) und heben damit unsere Ergebnisprognosen an. Auch für die kommenden Geschäftsjahre nehmen wir, aufgrund der nun erhöhten Ausgangsbasis, eine Anpassung der Umsatz- und Ergebnisschätzungen vor. Weiterhin berücksichtigen wir damit die Mittelfristprognose der Gesellschaft, eines jährlichen organischen Umsatzanstiegs in Höhe von 10 % sowie einer sukzessiven Verbesserung der bereinigten EBIT-Marge.

Die erneute Prognoseanpassung hat als Resultat einen Anstieg des von uns im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ermittelten fairen Wertes je Aktie auf 25,50 € (bisher: 22,00 €). Zusätzlich zur Prognoseerhöhung haben wir das Umsatzwachstum in der Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells auf 7,0 % (bisher: 5,0 %) erhöht und liegen damit näher an der von der Gesellschaft anvisierten Wachstumsdynamik von 10,0 %. Ausgehend von einem aktuellen Kurspotenzial in Höhe von 9,4 % lautet das aktuelle Rating HALTEN (zuvor: HALTEN).

## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020-2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,0 % (bisher: 5,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,5 %.

### *Bestimmung der Kapitalkosten*

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der USU Software AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,0 % (bisher: 1,0 %), was gleichzeitig unsere Untergrenze darstellt.**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,11.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,09 % (bisher: 7,09 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,09 % (bisher: 7,09 %).

### *Bewertungsergebnis*

Die erfolgte Prognoseanhebung im konkreten Schätzungszeitraum 2020 – 2022 sowie die Anhebung des erwarteten Umsatzwachstums in der Stetigkeitsphase des DCF-Bewertungsmodells haben zu einem Anstieg des ermittelten Kursziels auf 25,50 € (bisher: 22,00 €) geführt.

## DCF-Modell

### USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	12,5%	ewige EBITA - Marge	11,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,5%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	-0,8%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	105,19	115,71	127,28	136,19	145,73	155,93	166,84	178,52	
US Veränderung	10,0%	10,0%	10,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,82	2,02	2,23	2,42	2,59	2,77	2,97	3,18	
EBITDA	8,90	12,83	15,89	17,00	18,19	19,47	20,83	22,29	
EBITDA-Marge	8,5%	11,1%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	
EBITA	6,15	10,23	13,34	14,45	15,68	16,95	18,32	19,77	
EBITA-Marge	5,8%	8,8%	10,5%	10,6%	10,8%	10,9%	11,0%	11,1%	11,1%
Steuern auf EBITA	-0,92	-1,53	-3,34	-3,61	-3,92	-4,24	-4,58	-4,94	
zu EBITA	15,0%	15,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	5,23	8,69	10,01	10,84	11,76	12,71	13,74	14,83	
Kapitalrendite	9,6%	15,5%	18,0%	19,4%	21,3%	23,1%	25,0%	27,0%	27,8%
Working Capital (WC)	-2,00	-1,50	-1,00	-1,10	-1,18	-1,26	-1,35	-1,45	
WC zu Umsatz	-1,9%	-1,3%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	
Investitionen in WC	-1,62	-0,50	-0,50	0,10	0,08	0,08	0,09	0,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	57,90	57,20	57,00	56,20	56,20	56,20	56,20	56,20	
AFA auf OAV	-2,75	-2,60	-2,55	-2,55	-2,51	-2,51	-2,51	-2,51	
AFA zu OAV	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Investitionen in OAV	-2,41	-1,90	-2,35	-1,75	-2,51	-2,51	-2,51	-2,51	
Investiertes Kapital	55,90	55,70	56,00	55,10	55,02	54,94	54,85	54,75	
EBITDA	8,90	12,83	15,89	17,00	18,19	19,47	20,83	22,29	
Steuern auf EBITA	-0,92	-1,53	-3,34	-3,61	-3,92	-4,24	-4,58	-4,94	
Investitionen gesamt	-4,02	-2,40	-2,85	-1,65	-2,44	-2,43	-2,43	-2,42	
Investitionen in OAV	-2,41	-1,90	-2,35	-1,75	-2,51	-2,51	-2,51	-2,51	
Investitionen in WC	-1,62	-0,50	-0,50	0,10	0,08	0,08	0,09	0,09	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,95	8,89	9,71	11,74	11,84	12,80	13,82	14,92	301,81

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	249,68	258,49
Barwert expliziter FCFs	62,82	58,38
Barwert des Continuing Value	186,86	200,10
Nettoschulden (Net debt)	-5,21	-9,92
Wert des Eigenkapitals	254,89	268,40
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	254,89	268,40
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	24,22	<b>25,50</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,11
Eigenkapitalkosten	7,1%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>7,1%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
26,8%	31,19	27,57	24,75	22,50	20,67
27,3%	31,70	28,00	25,13	22,83	20,96
27,8%	32,21	28,44	<b>25,50</b>	23,16	21,26
28,3%	32,72	28,87	25,88	23,49	21,55
28,8%	33,23	29,30	26,26	23,82	21,84

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,6a,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst**

**Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Jörg Grunwald, Vorstand**

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)