



Researchstudie (Update)

USU Software AG

USU

- Umsatz und Ergebnis im ersten Halbjahr 2022 erwartungsgemäß gesteigert -**
- Guidance bestätigt, Kursziel aufgrund Erhöhung des risikolosen Zinssatzes reduziert -**

Kursziel: 30,75 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 10

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*5a,6a,11

KAUFEN

Kursziel: 30,75 €
(bisher: 33,90 €)

aktueller Kurs: 17,65
02.09.22 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 185,75
EnterpriseValue³: 175,41
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 35,3 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

Unternehmensprofil

Branche: Software

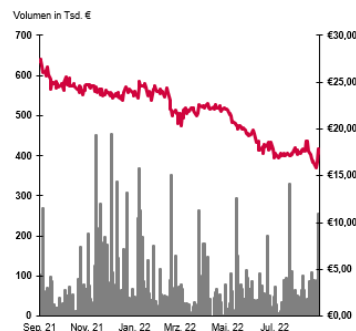
Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

Mitarbeiter: 744 Stand: 30.06.2022

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 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatz	111,90	125,00	137,50	151,25
EBITDA	14,39	16,18	21,10	24,36
EBIT	9,67	11,48	16,45	19,76
Jahresüberschuss	6,76	7,96	11,44	13,76

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,64	0,76	1,09	1,31
Dividende je Aktie	0,50	0,50	0,55	0,65

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,57	1,40	1,28	1,16
EV/EBITDA	12,19	10,84	8,32	7,20
EV/EBIT	18,15	15,29	10,67	8,88
KGV	27,49	23,33	16,23	13,50
KBV	2,88			

Finanztermine

09./10.09.2022: IR-Fahrt Rüttner
24.11.2022: Q3-Bericht 2022
28./30.11.2022: Eigenkapitalforum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
25.05.2022: RS / 33,90 / KAUFEN
05.04.2022: RS / 35,20 / KAUFEN
02.03.2022: RS / 33,90 / KAUFEN
22.11.2021: RS / 35,50 / KAUFEN
03.09.2021: RS / 35,30 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

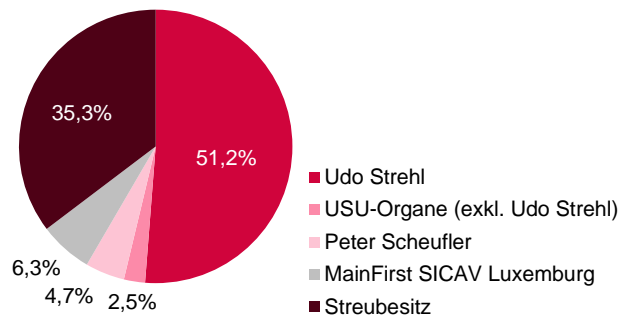
- Mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 11,8 % auf 60,30 Mio. € (VJ: 53,93 Mio. €) hat die USU Software AG einen neuen Halbjahres-Rekordwert erreicht. Dabei hatte sich das Umsatzwachstum im zweiten Quartal sogar beschleunigt. Nachdem im ersten Quartal ein Umsatzanstieg in Höhe von 8,8 % erreicht wurde, lag die Umsatzsteigerung im zweiten Quartal bei 14,9 %. Vor dem Hintergrund der aktuellen eingetrübten konjunkturellen Lage, ist es der USU gelungen, sowohl eine Reihe namhafter Neukunden zu gewinnen als auch Folgeaufträge zu generieren (bspw. Versicherungsgesellschaft Verti, Lebensmittelkonzern Emmi, BMW).
- Zum sichtbaren Umsatzanstieg haben alle Umsatzgruppen beigetragen. Erwartungsgemäß verzeichnete die Gesellschaft einen Anstieg der wiederkehrenden SaaS- und Wartungserlöse in Höhe von 30,5 % auf 34,83 Mio. € (VJ: 31,99 Mio. €). Gleichzeitig verbesserte sich die Quote der wiederkehrenden Erträge auf 31,3 % (VJ: 30,8 %). Parallel dazu legten die Beratungserlöse, als Folge des anhaltenden Digitalisierungstrends, um 8,9 % auf 34,83 Mio. € (VJ: 31,99 Mio. €) zu. Überraschend stark war die Entwicklung der einmaligen Lizenzerlöse, die trotz des Trends hin zu SaaS-Aufträgen um 21,3 % auf 5,82 Mio. € (VJ: 4,80 Mio. €) zugelegt hatten.
- Das EBITDA, welches seit 2022 die zentrale Planungs- und Steuerungsgröße darstellt, verbesserte sich vor diesem Hintergrund um 9,1 % auf einen neuen Rekordwert von 7,26 Mio. € (VJ: 6,66 Mio. €). Aufgrund der nur konstanten Entwicklung der Mitarbeiter im Bereich „Beratung und Services“ musste die Gesellschaft, angesichts der guten Auftragslage, zuletzt verstärkt auf freie Mitarbeiter zurückgreifen, was im Vergleich zum Einsatz des eigenen Personals mit höheren Kosten verbunden ist.
- Das USU-Management hat die Prognose für das laufende Geschäftsjahr sowie die Mittelfristplanung bestätigt. Unverändert wird dabei mit Umsatzerlösen von 120 bis 125 Mio. € und mit einem EBITDA von 14,5 – 16 Mio. € gerechnet. Mittelfristig soll ein durchschnittliches organisches Wachstum von 10 % und bis 2024 ein Anstieg der EBITDA-Marge auf 16 – 18 % erreicht werden. Vor dem Hintergrund der Halbjahreswerte liegt ein Zielerreichungsgrad von jeweils 50 % der unteren Prognosebandbreiten vor. Da im zweiten Halbjahr der größere Umsatz- und Ergebnisbeitrag eines Geschäftsjahres erwirtschaftet wird, ist die Prognosebestätigung als konservativ einzustufen. Zumal im ersten Halbjahr und darüber hinaus eine Reihe neuer Aufträge generiert wurden, was auch zu einem Rekord-Auftragsbestand von 78,31 Mio. € (30.06.2021: 66,23 Mio. €) geführt hat.
- Trotz des konservativen Charakters der Guidance behalten wir unsere bisherigen Schätzungen der Geschäftsjahre 2022 bis 2024 unverändert bei. Bei für 2022 von uns erwarteten Umsatzerlösen in Höhe von 125,00 Mio. € und einem EBITDA in Höhe 16,18 Mio. € liegen wir an der jeweils oberen Spanne der Guidance. Auch wenn möglicherweise im laufenden Geschäftsjahr 2022 ein Übertreffen der Guidance und damit unserer Schätzungen möglich ist, ist nicht auszuschließen, dass Kunden Investitionen verschieben, weswegen wir keine Prognoseanpassung vornehmen.
- Auf Basis der unveränderten Prognosen ergibt sich im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells dennoch eine Kurszielreduktion auf 30,75 € (bisher: 33,90 €). Dies liegt ausschließlich an der marktbedingten Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,25 % (bisher: 0,40 %) und damit der gewichteten Kapitalkosten WACC auf 7,3 % (bisher: 6,5 %). Der daraus resultierende negative Effekt überwiegt den positiven Roll-Over-Effekt, was zur Minderung des Kursziels führt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

UNTERNEHMEN

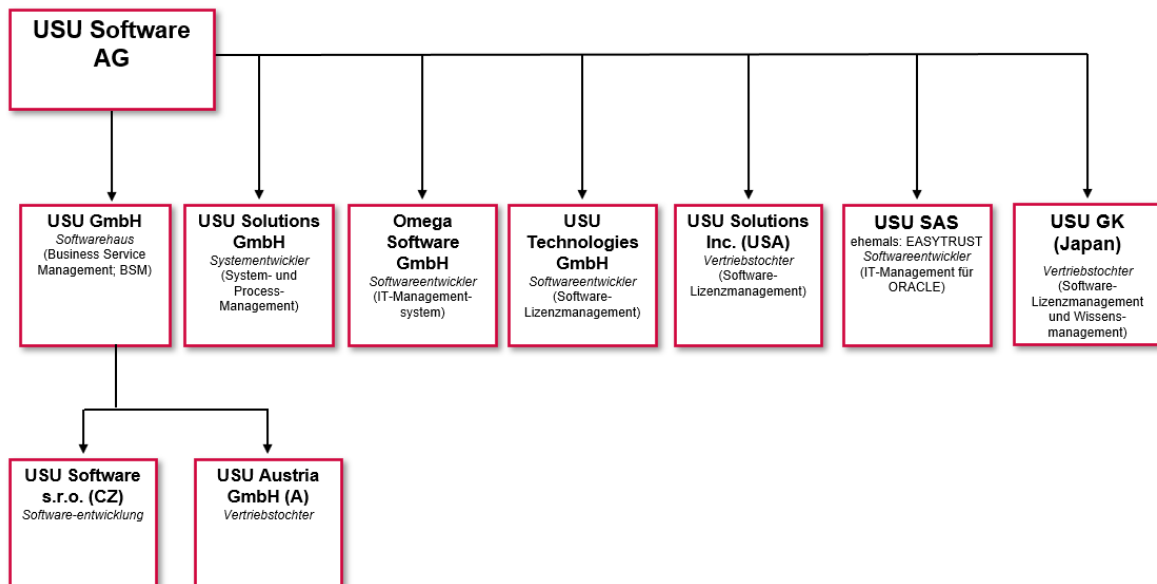
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl	51,2 %
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	2,5 %
Peter Scheufler	4,7 %
MainFirst SICAV Luxemburg	6,3 %
Streubesitz	35,3 %

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Nach der Gründung der japanischen Tochtergesellschaft USU GK, die zukünftig den Vertrieb und die Implementierung der USU-Software in Japan und den gesamten asiatischen Markt übernehmen soll, verfügt der USU-Konzern derzeit über neun inländische und ausländische operative tätige Tochtergesellschaften. Im Zuge des Strategieprogramms „One USU“, im Rahmen dessen auch ein einheitlicher Auftritt unter dem Markennamen „USU“ umgesetzt wurde, hat zu Beginn des Jahres 2021 eine Umfirmierung der Gesellschaften LeuTek GmbH in USU Solutions GmbH sowie der Aspera GmbH in USU Technologies GmbH stattgefunden. Die US-Tochter Aspera Technologies Inc. wurde in USU Solutions Inc. umfirmiert.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2022

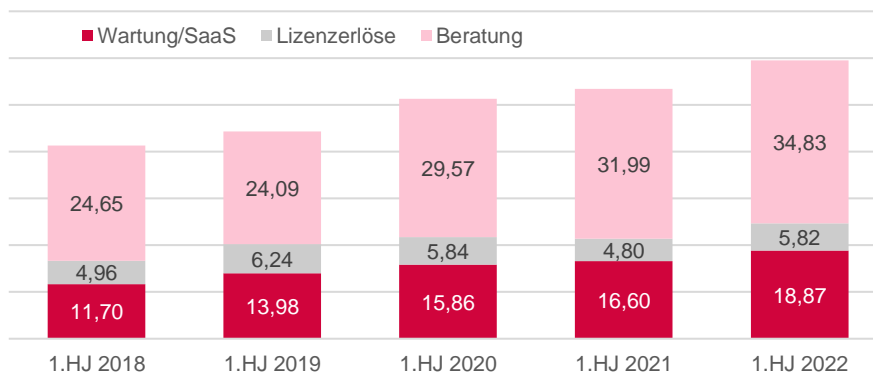
GuV in Mio. €	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021	1.HJ 2022
Umsatzerlöse	44,88	52,10	53,93	60,30
davon Wartungserlöse/SaaS	13,98	15,86	16,60	18,87
davon Lizenzzerlöse	6,24	5,84	4,80	5,82
davon Beratungserlöse	24,09	29,57	31,99	34,83
EBITDA	2,42	6,08	6,66	7,26
EBITDA-Marge	5,4%	11,7%	12,3%	12,0%
Periodenergebnis	-0,96	3,09	3,79	3,53

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2022

Nachdem die USU Software AG bereits sehr gut in das laufende Geschäftsjahr 2022 (Umsatzwachstum Q1: 8,8 %) gestartet war, wurde im zweiten Quartal die Wachstumsdynamik sogar noch beschleunigt (Umsatzwachstum Q2: 14,9 %), so dass auf Halbjahresbasis ein sichtbarer Umsatzzanstieg in Höhe von 11,8 % auf einen neuen Rekordwert von 60,30 Mio. € (VJ: 53,93 Mio. €) erreicht wurde. Vor dem Hintergrund der aktuellen eingetrübten konjunkturellen Lage, ist es der Gesellschaft gelungen, sowohl eine Reihe namhafter Neukunden zu gewinnen als auch Folgeaufträge zu generieren (bspw. Versicherungsgesellschaft Verti, Lebensmittelkonzern Emmi, BMW).

Aufteilung der Halbjahresumsätze (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Wie es auch schon im ersten Quartal 2022 sichtbar wurde, weisen alle drei Umsatzgruppen deutliche Wachstumsraten auf. Bei den wiederkehrenden SaaS- und Wartungserlösen verzeichnete die Gesellschaft einen Anstieg um 13,7 % auf 34,83 Mio. € (VJ: 31,99 Mio. €). Einerseits setzte sich hier der Trend einer verstärkten Nachfrage nach SaaS-Lösungen (SaaS-Umsätze: +30,5 % auf 6,66 Mio. €) fort. Andererseits profitierten die Wartungserlöse von den gestiegenen Lizenzzerlösen der vergangenen Berichtsperioden und legten ihrerseits um 6,2 % auf 12,21 Mio. € (VJ: 11,50 Mio. €) zu. Insgesamt machen die wiederkehrenden Erträge 31,3 % (VJ: 30,8 %) am Gesamtumsatz aus.

Besonders hervorzuheben ist dabei der deutliche Anstieg der einmaligen Lizenzzerlöse um 21,3 % auf 5,82 Mio. € (VJ: 4,80 Mio. €). In der Regel geht der Anstieg der SaaS-Erlöse zu Lasten der Lizenzumsätze. Eine Reihe von Neukunden hatten sich entgegen diesem Trend für den Kauf von Einmal-Lizenzen entschieden.

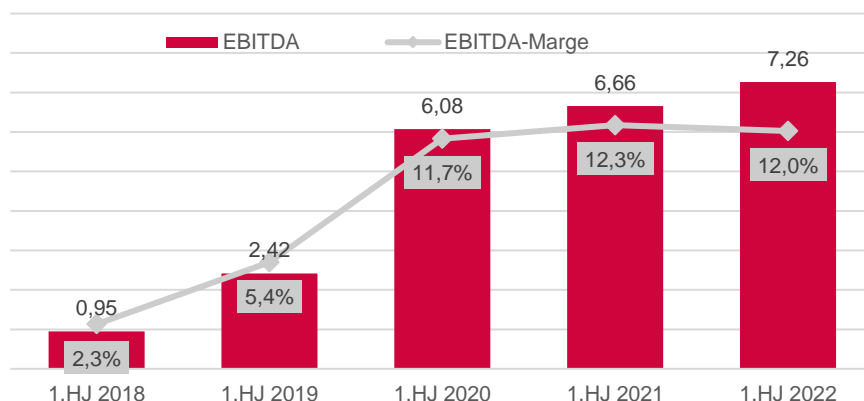
Die während der Corona-Pandemie bestehende verstärkte Nachfrage nach Digitalisierungsprojekten hatte sich auch in den ersten sechs Monaten 2022 fortgesetzt, wodurch die Beratungserlöse mit 8,9 % auf 34,83 Mio. € (VJ: 31,99 Mio. €) einen neuen Halbjahres-Rekord erreicht haben.

Zu erwähnen ist darüber hinaus die Entwicklung der Auslandsumsätze, die sich aufgrund der pandemiebedingten Reisebeschränkungen rückläufig entwickelt hatten. Zwar wurde mit 13,41 Mio. € (VJ: 13,54 Mio. €) nach wie vor ein niedriges Niveau internationaler Umsätze ausgewiesen, hier ist jedoch eine Aufwärtstendenz ersichtlich. Gegenüber dem Umsatzrückgang des ersten Quartals 2022 in Höhe von -8,2 % wurde im zweiten Quartal 2022 ein Anstieg der Auslandsumsätze in Höhe von 6,3 % erreicht.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2022

Seit dem laufenden Geschäftsjahr 2022 verwendet die USU Software AG das EBITDA als wichtigste Planungs- und Steuerungsgröße und verzichtet daher auf die bisherige Darstellung des bereinigten EBIT. In den ersten sechs Monaten 2022 erhöhte sich das EBITDA um 9,1 % auf 7,26 Mio. € (VJ: 6,66 Mio. €), was im Vergleich zum 11,8 %igen Umsatzanstieg einer leicht unterproportionalen Steigerung gleichkommt. Dies findet sich auch im leichten Rückgang der EBITDA-Marge auf 12,0 % (VJ: 12,3 %) wieder.

EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Hauptursächlich für den leichten Margenrückgang ist der deutliche Anstieg der Herstellungskosten des Umsatzes um 14,5 % auf 30,79 Mio. € (VJ: 26,90 Mio. €). Aufgrund der nur konstanten Entwicklung der Mitarbeiter im Bereich „Beratung und Services“ musste die Gesellschaft zuletzt verstärkt auf freie Mitarbeiter zurückgreifen, was im Vergleich zum Einsatz des eigenen Personals mit höheren Kosten verbunden ist. Diese Kosten haben in erster Linie zum Anstieg der Herstellungskosten und damit zum Rückgang der Bruttomarge geführt.

Zum Teil wurde diese Entwicklung von einem nur unterproportionalen Anstieg der Kosten unterhalb des Bruttoergebnisses aufgefangen. Hier sind insbesondere die Marketing- und Vertriebskosten sowie die F+E-Aufwendungen zu erwähnen, welche infolge des Umsatzanstiegs jeweils nur unterproportional zugelegt haben.

Wie auch schon zum Ende des ersten Quartals lag das Periodenergebnis mit 3,53 Mio. € (VJ: 3,79 Mio. €), trotz des sichtbaren Ausbaus des operativen Ergebnisses, etwas unterhalb des Vorjahreswertes. Hier ist insbesondere ein negativer Effekt aus latenten Steuern enthalten, wodurch im Vergleich zum Vorjahr deutlich höhere Steueraufwendungen in Höhe von 1,48 Mio. € (VJ: 0,56 Mio. €) ausgewiesen wurden.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2022

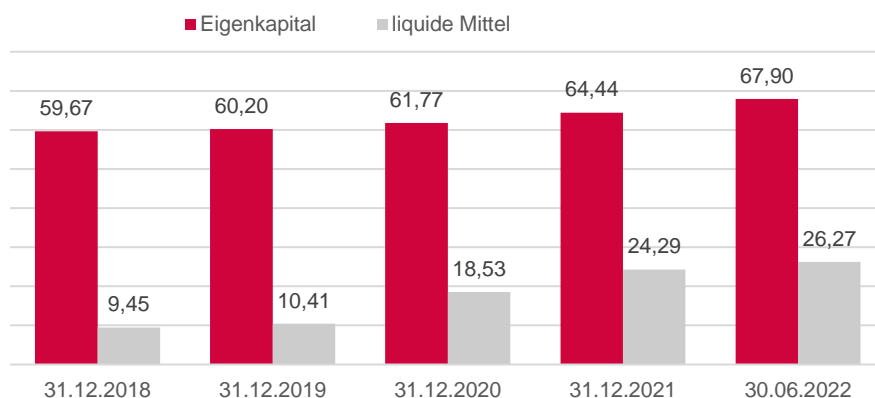
in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Eigenkapital	61,77	64,44	67,90
EK-Quote (in %)	53,5%	55,5%	55,7%
Operatives Anlagevermögen	64,95	64,06	62,55
Working Capital	-6,36	-8,07	-4,99
Liquide Mittel	18,53	24,29	26,27
Cashflow - operativ	17,74	13,35	3,55
Cashflow - Investition	-2,44	-0,83	-0,33
Cashflow - Finanzierung	-7,05	-7,03	-1,46

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch per 30.06.2022 verfügt die USU Software AG über unverändert solide Bilanzrelationen. Nach wie vor ist die Bilanz der Gesellschaft auf der Aktivseite von einem hohen Bestand liquider Mittel geprägt, die zum Bilanzstichtag weiter auf 26,27 Mio. € (31.12.21: 24,29 Mio. €) zugelegt haben. Aus dem operativen Geschäft heraus hätte die USU Software AG sogar einen stärkeren Anstieg der liquiden Mittel ausgewiesen, dem stand jedoch ein stichtagsbezogener Anstieg des Working Capitals entgegen. Dieser hängt insbesondere mit dem Ausbau der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zusammen, wodurch der operative Cashflow mit 3,55 Mio. € (VJ: 5,00 Mio. €), trotz der operativen Ergebnissteigerung, unter dem Vorjahreswert lag. Der umfangreiche Liquiditätsbestand, welcher um die nach dem Bilanzstichtag erfolgte Dividendenausschüttung in Höhe von 5,26 Mio. € reduziert werden muss, soll zum Teil für ein Aktienrückkaufprogramm genutzt werden. Gemäß Ankündigung vom 31.08.2022 sollen im Rahmen eines öffentlichen Aktienrückkaufangebotes bis zu 523.770 Aktien zu einem Preis von 18,75 € je Aktie (Gesamtvolumen: 9,82 Mio. €) zurückgekauft werden. Künftig könnten diese Aktien als Kaufwährung für mögliche Unternehmenserwerbe genutzt werden.

Unserer Ansicht nach hängt das aktuelle Rückkaufangebot einerseits mit dem seit Beginn 2021 erfolgten starken Kursrückgang der USU Aktie zusammen. Andererseits dürften derzeit keine geeigneten Akquisitionskandidaten vorliegen.

Liquide Mittel und Eigenkapital (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auf der Passivseite der USU-Bilanz dominiert weiterhin das Eigenkapital in Höhe von 67,90 Mio. € (31.12.21: 64,44 Mio. €). Die dazugehörige EK-Quote in Höhe von 55,7 % (31.12.21: 55,5 %) in Verbindung mit dem Fehlen jeglicher Bankverbindlichkeiten ermöglicht der USU Software AG eine hohe Flexibilität und ist als guter Risikopuffer zu betrachten.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	111,90	125,00	137,50	151,25
EBITDA	14,39	16,18	21,10	24,36
EBITDA-Marge	12,9%	12,9%	15,3%	16,1%
Jahresüberschuss	6,76	7,96	11,44	13,76
EPS in €	0,64	0,76	1,09	1,31

Quelle: GBC AG

Das USU-Management hat mit der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2022 die Prognose für das laufende Geschäftsjahr bestätigt sowie erwartungsgemäß die Mittelfristplanung bekräftigt. Unverändert wird dabei mit Umsatzerlösen von 120 bis 125 Mio. € und mit einem EBITDA von 14,5 – 16 Mio. € gerechnet. Mittelfristig soll weiterhin ein durchschnittliches organisches Wachstum von 10 % und bis 2024 ein Anstieg der EBITDA-Marge auf 16 – 18 % erreicht werden. Auch die Parameter für das erwartete Umsatzwachstum des laufenden Geschäftsjahres sind unverändert geblieben. Demnach soll insbesondere das hochmarginige SaaS-Geschäft überdurchschnittlich stark ansteigen. Dies vor dem Hintergrund, da ein Anteil der wiederkehrenden Umsätze am Neugeschäft bei 45 % erwartet wird.

Vor dem Hintergrund der Halbjahreswerte (Umsatzerlöse: 60,30 Mio. €; EBITDA: 7,26 Mio. €) liegt ein Zielerreichungsgrad von jeweils 50 % der unteren Prognosebandbreiten vor. Wird darüber hinaus berücksichtigt, dass im zweiten Halbjahr typischerweise der größere Umsatz- und Ergebnisbeitrag eines Geschäftsjahres geleistet wird, ist die Unternehmens-Guidance als konservativ zu bezeichnen. Zudem weist die Gesellschaft auch beim Auftragsbestand einen Anstieg auf einen neuen Halbjahresrekordwert von 78,31 Mio. € (30.06.21: 66,23 Mio. €) auf. Hier dürfte auch nach dem Stichtag 30.06.22 ein weiterer Ausbau erreicht worden sein. Gemäß Unternehmensmeldungen war die USU Software AG in der Lage, eine Reihe von Neuaufträgen zu generieren. Darunter zählen Aufträge von Bosch Corporate IT, Emmi Group, Sparda Bank Berlin, BMW AG oder BWI GmbH (Systemhaus der Bundeswehr).

Mit Blick auf die aktuelle von einer hohen Inflation sowie von Lieferschwierigkeiten geprägten Lage, sieht das USU-Management eine besondere Resilienz des USU-Geschäftsmodells. Bislang lassen sich auch von Kundenseite keine negativen Effekte beobachten, was unter anderem auch am besonderen, auf der Digitalisierung von Prozessen spezialisierten Geschäftsmodell, liegen dürfte. In unseren Prognosen hatten wir uns bislang an die obere Bandbreite orientiert, was sich angesichts der bisherigen Geschäftsentwicklung als richtiges Vorgehen erweist. Wir behalten unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr sowie für die kommenden beiden Geschäftsjahre unverändert bei. Auch wenn möglicherweise im laufenden Geschäftsjahr 2022 ein Übertreffen der Guidance und damit unserer Schätzungen möglich ist, ist nicht auszuschließen, dass Kunden Investitionen verschieben, weswegen wir keine Prognoseanpassung vornehmen.

Auf Basis der unveränderten Prognosen ergibt sich im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells dennoch eine Kurszielreduktion auf 30,75 € (bisher: 33,90 €). Dies liegt ausschließlich an der marktbedingten Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,25 % (bisher: 0,40 %) und damit der gewichteten Kapitalkosten WACC auf 7,3 % (bisher: 6,5 %). Der daraus resultierende negative Effekt überwiegt den positiven Roll-Over-Effekt, was zur Minderung des Kursziels führt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAU-FEN.

Bewertung

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022-2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,1% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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 1,25 % (bisher: 0,40 %).**

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 7,34 % (bisher: 6,49 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,34 % (bisher: 6,49 %).

Bewertungsergebnis

Aufgrund der Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,25 % (bisher: 0,40 %) und der damit verbundenen Steigerung des WACC auf 7,34 % (bisher: 6,49 %) haben wir im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ein neues Kursziel in Höhe von 30,75 € (bisher: 33,90 €) ermittelt.

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	16,1%	ewige EBITA - Marge	13,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,1%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-3,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	125,00	137,50	151,25	158,81	166,75	175,09	183,85	193,04	
US Veränderung	11,7%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,94	2,51	2,33	2,43	2,54	2,66	2,78	2,91	
EBITDA	16,18	21,10	24,36	25,58	26,85	28,20	29,61	31,09	
EBITDA-Marge	12,9%	15,3%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	
EBITA	11,48	16,45	19,76	20,98	22,23	23,55	24,94	26,40	
EBITA-Marge	9,2%	12,0%	13,1%	13,2%	13,3%	13,5%	13,6%	13,7%	13,7%
Steuern auf EBITA	-3,44	-4,93	-5,93	-6,29	-6,67	-7,07	-7,48	-7,92	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	8,03	11,51	13,83	14,68	15,56	16,49	17,46	18,48	
Kapitalrendite	14,3%	20,1%	27,8%	24,4%	25,8%	27,3%	28,9%	30,5%	31,2%
Working Capital (WC)	-7,00	-5,00	-4,70	-4,84	-5,09	-5,34	-5,61	-5,89	
WC zu Umsatz	-5,6%	-3,6%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	
Investitionen in WC	-1,07	-2,00	-0,30	0,14	0,24	0,25	0,27	0,28	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	64,33	54,73	64,93	65,23	65,53	65,83	66,13	66,43	
AFA auf OAV	-4,70	-4,65	-4,60	-4,60	-4,62	-4,64	-4,66	-4,69	
AFA zu OAV	7,3%	8,5%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	
Investitionen in OAV	-4,97	4,95	-14,80	-4,90	-4,92	-4,94	-4,96	-4,99	
Investiertes Kapital	57,33	49,73	60,23	60,39	60,44	60,49	60,52	60,54	
EBITDA	16,18	21,10	24,36	25,58	26,85	28,20	29,61	31,09	
Steuern auf EBITA	-3,44	-4,93	-5,93	-6,29	-6,67	-7,07	-7,48	-7,92	
Investitionen gesamt	-6,05	2,95	-15,10	-4,76	-4,68	-4,69	-4,70	-4,70	
Investitionen in OAV	-4,97	4,95	-14,80	-4,90	-4,92	-4,94	-4,96	-4,99	
Investitionen in WC	-1,07	-2,00	-0,30	0,14	0,24	0,25	0,27	0,28	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,68	19,11	3,33	14,53	15,51	16,44	17,43	18,46	359,66

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	297,37	300,08
Barwert expliziter FCFs	78,30	64,93
Barwert des Continuing Value	219,07	235,14
Nettoschulden (Net debt)	-9,78	-23,53
Wert des Eigenkapitals	307,15	323,61
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	307,15	323,61
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	29,19	30,75

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,11
Eigenkapitalkosten	7,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,3%

Kapitalrendite	WACC				
	6,8%	7,1%	7,3%	7,6%	7,8%
30,7%	33,59	31,88	30,36	28,99	27,76
31,0%	33,81	32,09	30,56	29,18	27,93
31,2%	34,03	32,30	30,75	29,36	28,10
31,5%	34,26	32,51	30,94	29,54	28,27
31,7%	34,48	32,71	31,14	29,72	28,44

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



GBC AG®
- 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