



Researchstudie (Update)

USU Software AG

USU

- Neue Rekordwerte bei Umsatz- und Ergebnis erreicht -**
- Erreichen der oberen Guidance-Brandbreite in Aussicht -**
- Mittelfristige Wachstumsaussichten intakt -**

Kursziel: 31,65 €

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: 31,65 €
(bisher: 30,75 €)

aktueller Kurs: 19,75
25.11.22 / XETRA / 10:16 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: AOBVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 209,43
EnterpriseValue³: 202,74
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 31,9 %

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: 755 Stand: 30.09.2022

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	1,80	1,61	1,46	1,33
EV/EBITDA	13,98	12,44	9,54	8,26
EV/EBIT	20,81	17,53	12,23	10,18
KGV	30,76	25,65	18,17	15,11
KBV	3,23			

Finanztermine

28./30.11.2022: Eigenkapitalforum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

05.09.2022: RS / 30,75 / KAUFEN

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

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

EXECUTIVE SUMMARY

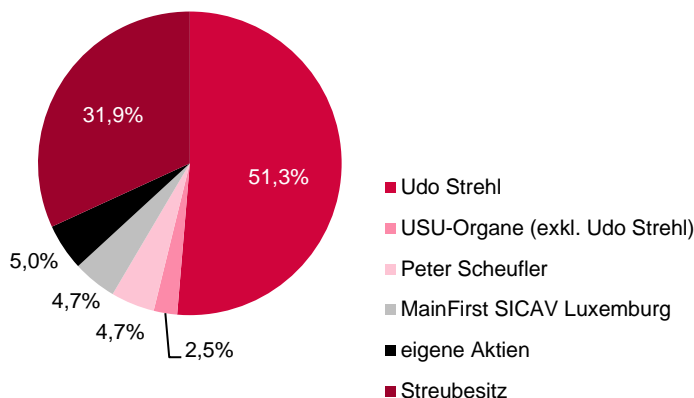
- Im dritten Quartal 2022 hat die USU Software AG die Wachstumsdynamik der vorangegangenen beiden ersten Quartale nochmals gesteigert. Nach dem Umsatzanstieg in Höhe von 8,8 % (Q1 2022) und in Höhe von 14,9 % (Q2 2022) wurde im abgelaufenen dritten Quartal eine Steigerung von 16,6 % erreicht. Aus 9-Monatssicht legten damit die Umsatzerlöse um 13,5 % auf einen neuen Rekordwert in Höhe von 92,87 Mio. € (VJ: 81,86 Mio. €) sichtbar zu.
- Besonders ins Auge sticht dabei der dynamische Anstieg der Auslandsumsätze, die nach der pandemiebedingten Delle mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 15,0 % auf 22,01 Mio. € (VJ: 19,15 Mio. €) ein wichtiger Wachstumstreiber waren. Sowohl die ausgeweiteten Marketingaktivitäten als auch die in den vergangenen Geschäftsjahren etablierten Strukturen haben hierzu beigetragen. Aber auch im Inland lagen die Umsätze mit 13,0 % auf 70,86 Mio. € (VJ: 62,71 Mio. €) sichtbar über Vorjahresniveau.
- Getrennt nach Umsatzgruppen ist der Anstieg der einmaligen Lizenzerlöse, die deutlich um 25,6 % auf 9,81 Mio. € (VJ: 7,81 Mio. €) zugelegt haben, besonders dynamisch ausgefallen. Parallel dazu hatte sich mit einem Anstieg um 32,3 % auf 10,40 Mio. € (VJ: 7,86 Mio. €) aber auch der Trend zu einer stärkeren Nachfrage nach SaaS-Lösungen fortgesetzt. Zusammen mit den Wartungserlösen belaufen sich die wiederkehrenden Umsätze auf 29,10 Mio. € (VJ: 25,36 Mio. €) und machen mittlerweile 31,3 % (30,9 %) an den Gesamtumsätzen des USU-Konzerns aus.
- Das dynamische Umsatzwachstum geht bei Wachstumsraten über 10 % in der Regel mit „Wachstumsschmerzen“ einher. Denn die Gesellschaft muss zur Bedienung der hohen Wachstumsdynamik verstärkt auf externe Mitarbeiter zurückgreifen, die in der Regel kostspieliger als eigenes Personal sind. Auf der anderen Seite kletterten die Kosten unterhalb des Bruttoergebnisses nur unterproportional an, so dass die EBITDA-Marge mit 12,6 % (VJ: 12,7 %) weitestgehend konstant geblieben ist. Das EBITDA legte dabei um 12,6 % auf 11,70 Mio. € (VJ: 10,39 Mio. €) nur leicht unterproportional zu. Aufgrund des Auslaufens der positiven Effekte aus latenten Steuern hat sich die Steuerquote „normalisiert“ und damit liegen die Steueraufwendungen mit 2,59 Mio. € (VJ: 0,74 Mio. €) deutlich über Vorjahresniveau. Dies erklärt den Rückgang des Nachsteuerergebnisses auf 5,78 Mio. € (VJ: 6,14 Mio. €).
- Mit Veröffentlichung der 9-Monatszahlen hat das USU-Management die Guidance konkretisiert und erwartet nunmehr Umsatzerlöse in Höhe von ca. 125 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 16,0 Mio. €. Beide Werte liegen am oberen Ende der bisher von der Gesellschaft in Aussicht gestellten Prognosebandbreite. Mittelfristig soll unverändert ein Umsatzwachstum in Höhe von 10,0 % erreicht und die EBITDA-Marge auf 16 – 18 % ausgebaut werden. In unseren bisherigen Prognosen hatten wir uns schon an die obere Prognosebandbreite orientiert. Daher bestätigen wir unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr sowie für die kommenden Geschäftsjahre.
- Dennoch ergibt sich beim aktualisierten Modellergebnis ein leicht verändertes Kursziel in Höhe von 31,65 € (bisher: 30,75 €). Einerseits bewirkt eine weitere Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,5 % (bisher: 1,25 %) eine Kurszielreduktion. Auf der anderen Seite passen wir unsere Umsatz-Wachstumsprognosen in der Stetigkeitsphase auf 6,5 % (bisher: 5,0 %) leicht an. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft im Zuge der aktuellen Inflation Preisanpassungen vornehmen wird. Ein Teil der Verträge ist ohnehin indexiert, so dass hier automatisch Anpassungen erfolgen werden. Bei den anderen Verträgen findet derzeit eine Kundenansprache statt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

UNTERNEHMEN

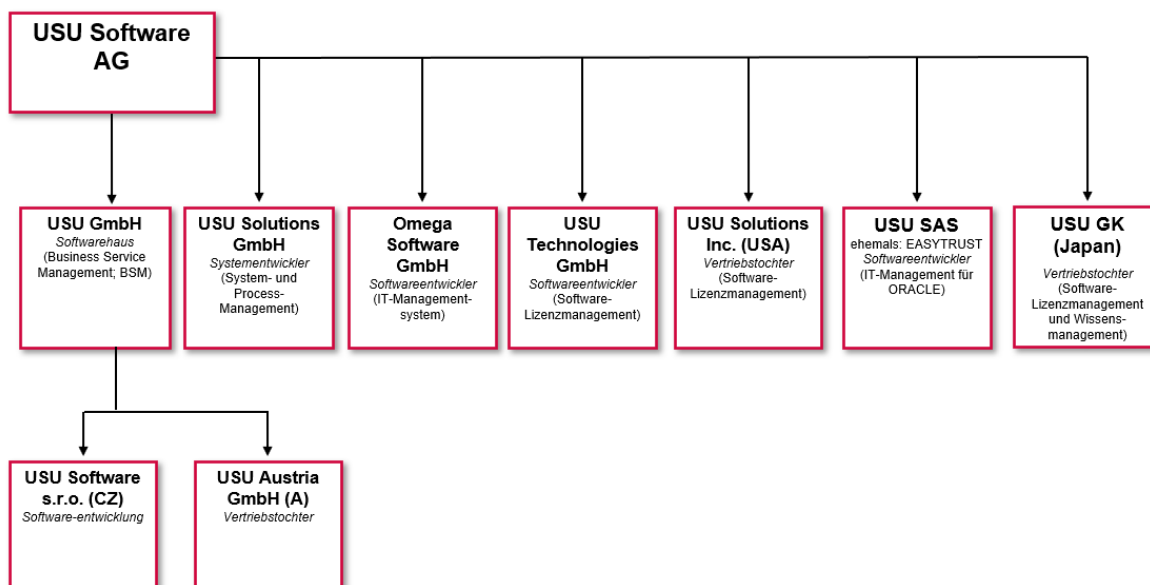
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl	51,3 %
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	2,5 %
Peter Scheuffler	4,7 %
MainFirst SICAV Luxemburg	4,7 %
Eigene Aktien	5,0 %
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 9M 2022

GuV in Mio. €	9M 2019	9M 2020	9M 2021	9M 2022
Umsatzerlöse	68,71	77,86	81,86	92,87
davon Wartungserlöse/SaaS	21,08	23,83	25,36	29,10
davon Lizenzzerlöse	10,36	8,33	7,81	9,81
davon Beratungserlöse	36,52	44,56	47,75	53,23
EBITDA	5,60	8,27	10,39	11,70
Periodenergebnis	1,40	3,96	6,14	5,78

Quelle: USU Software AG; GBC AG

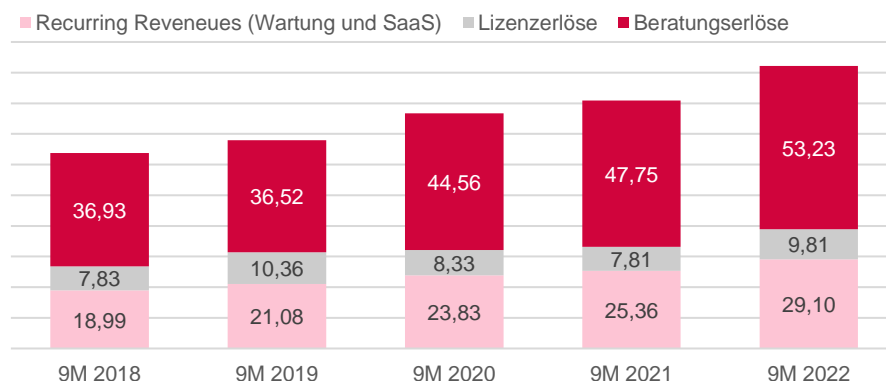
Umsatzentwicklung 9M 2022

Im abgelaufenen dritten Quartal 2022 hat die USU Software AG, mit dem höchsten Quartalsumsatz der Unternehmens-Geschichte, den eingeschlagenen Wachstumskurs eindrucksvoll fortgesetzt. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 32,58 Mio. € wurde ein Umsatzanstieg in Höhe von 16,6 % erreicht. Gegenüber den ersten beiden Quartalen des laufenden Geschäftsjahres 2022, in dem ein Umsatzanstieg in Höhe von 8,8 % (Q1 2022) bzw. 14,9 % (Q2 2022) erreicht wurde, präsentiert die USU Software AG eine nochmals beschleunigte Wachstumsdynamik.

Damit wurde auch auf Basis der ersten neun Monate 2022 mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 13,5 % auf 92,87 Mio. € (VJ: 81,86 Mio. €) ein neuer absoluter Rekordwert erreicht. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen konjunkturellen Lage bemerkenswert und ein Beleg dafür, dass die Produkte und Dienstleistungen der Gesellschaft die Kunden bei den notwendigen Digitalisierungsprozessen unterstützten und zudem bei Effektivitätssteigerungen und Kosteneinsparungen verhelfen. Unter den zahlreichen Neuaufträgen sind beispielsweise die Versicherungsgesellschaft Verti, der Lebensmittelkonzern Emmi, BMW, die Stadt Dortmund etc. zu nennen.

Besonders ins Auge sticht dabei der dynamische Anstieg der Auslandsumsätze. Nachdem in den vergangenen beiden Corona-Jahren aufgrund der Reisebeschränkungen die Vertriebsaktivitäten im Ausland eingeschränkt waren, kommt es nun zu einem Aufholeffekt. Im Q3 2022 kletterten die im Ausland erwirtschafteten Umsätze auf einen Quartalsrekordwert von 8,60 Mio. € (VJ: 5,60 Mio. €). Damit erweisen sich auch auf 9-Monatsbasis die ausländischen Umsätze mit einem Anstieg in Höhe von 15,0 % auf 22,01 Mio. € (VJ: 19,15 Mio. €) als ein wesentlicher Wachstumstreiber.

Aufteilung der 9-Monatsumsätze (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ebenfalls gut sichtbar ist der Anstieg der einmaligen und besonders margenträchtigen Lizenzzerlöse, die deutlich um 25,6 % auf 9,81 Mio. € (VJ: 7,81 Mio. €) zugelegt haben.

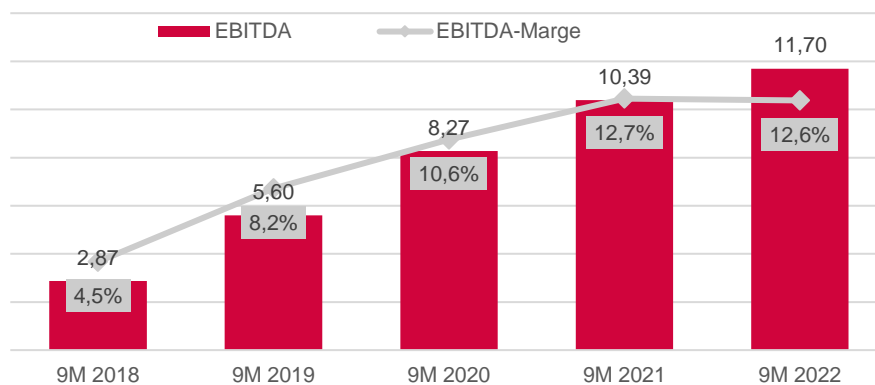
Parallel dazu hatte sich mit einem Anstieg um 32,3 % auf 10,40 Mio. € (VJ: 7,86 Mio. €) aber auch der Trend zu einer stärkeren Nachfrage nach SaaS-Lösungen fortgesetzt. Zusammen mit den Wartungserlösen belaufen sich die wiederkehrenden Umsätze (Wartungserlöse und SaaS) auf 29,10 Mio. € (VJ: 25,36 Mio. €) und machen mittlerweile 31,3 % (30,9 %) an den Gesamtumsätzen des USU-Konzerns aus.

Schließlich profitierten auch die Beratungserlöse von einer unverändert bestehenden Nachfrage nach Digitalisierungsprojekten und legten, allerdings von einem höheren Niveau ausgehend, mit 11,5 % auf 53,23 Mio. € (VJ: 47,75 Mio. €) ebenfalls sichtbar zu.

Ergebnisentwicklung 9M 2022

Der Umsatzanstieg in Höhe von 13,5 % wurde auf Ebene des EBITDA, der für die USU Software AG wesentlichen Erfolgskennzahl, von einem 12,6 %igen Anstieg begleitet. Die damit nur leicht unterproportionale EBITDA-Verbesserung auf 11,70 Mio. € (VJ: 10,39 Mio. €) geht mit einer weitestgehend unveränderten EBITDA-Marge von 12,6 % (VJ: 12,7 %) einher.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Während die USU Software AG unterhalb des Bruttoergebnisses eine nur unterproportionale Kostenentwicklung aufweist, legten die Herstellungskosten des Umsatzes um 16,0 % zu, was zu einer Reduktion der Bruttomarge auf 49,2 % (VJ: 50,3 %) geführt hatte. Um das erreichte Umsatzwachstum stemmen zu können, hat die USU Software AG einerseits einen Personalausbau vorgenommen sowie andererseits verstärkt auf Freelancer und Partner zurückgegriffen. Freie Mitarbeiter gehen mit höheren Kosten als beim Einsatz eigenen Personals einher, was den Rückgang der Bruttomarge erklärt.

Unterhalb des EBITDA weist die USU Software AG keine Überraschungen auf. Lediglich beim Finanzergebnis hatte die Stärke des US-Dollars zu einem Anstieg auf 0,21 Mio. € (VJ: 0,04 Mio. €) geführt. Auf Ebene der Steueraufwendungen kam es im Zuge des nachlassenden positiven Effektes aus latenten Steuern erwartungsgemäß zu einem Anstieg des Steueraufwandes auf 2,59 Mio. € (VJ: 0,74 Mio. €). Die daraus resultierende Steuerquote in Höhe von 30,9 % (VJ: 10,8 %) wird auch in den Folgeperioden auf diesem „normalisierten“ Niveau verbleiben. Unter Einbeziehung des höheren Steueraufwandes liegt das Nachsteuerergebnis mit 5,78 Mio. € (VJ: 6,14 Mio. €) etwas unterhalb des Vorjahreswertes.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2022

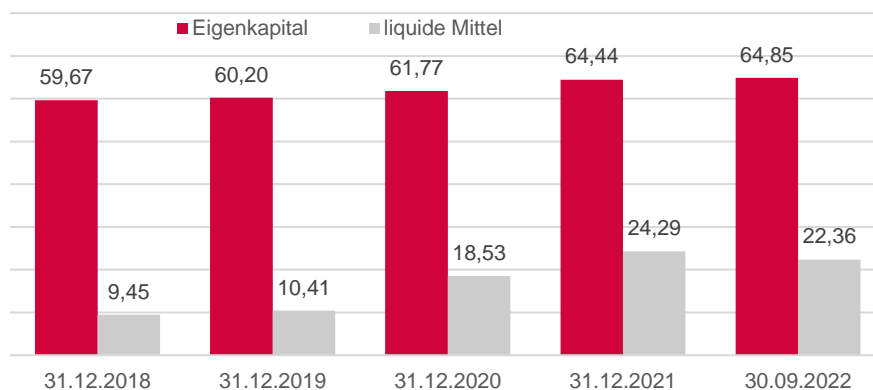
in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Eigenkapital	61,77	64,44	64,85
EK-Quote (in %)	53,5%	55,5%	54,1%
Operatives Anlagevermögen	64,95	64,06	62,12
Working Capital	-6,36	-8,07	-3,95
Liquide Mittel	18,53	24,29	22,36
Cashflow - operativ	17,74	13,35	5,94
Cashflow - Investition	-2,44	-0,83	-0,73
Cashflow - Finanzierung	-7,05	-7,03	-7,43

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Zum 30.09.2022 weist die USU Software AG gewohnt solide Bilanzrelationen auf. Zusätzlich dem positiven Nachsteuerergebnis in Höhe von 5,78 Mio. € sowie abzüglich der erfolgten Dividendenausschüttung in Höhe von 5,26 Mio. € hat sich das Eigenkapital mit 64,85 Mio. € (31.12.21: 64,44 Mio. €) weitestgehend konstant entwickelt. Mit Bezug zu einer leicht angestiegenen Bilanzsumme reduzierte sich die EK-Quote leicht auf 54,1 % (31.12.21: 55,5 %), liegt damit aber weiterhin in einem sehr komfortablen Bereich. Die gegenüber dem Geschäftsjahresende 2021 verlängerte Bilanzsumme ist auf der Aktivseite insbesondere auf ausstehende Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zurückzuführen, was als ein Resultat der Ausweitung des Geschäftsumfangs zu verstehen ist. Auf der Passivseite steht dem ein Anstieg des passiven Rechnungsabgrenzungspostens gegenüber.

In Summe liegt damit ein liquiditätswirksamer Anstieg des Working Capitals vor. Diese stichtagsbezogene Entwicklung hat auch einen Effekt auf den operativen Cashflow, der auf 5,94 Mio. € (VJ: 7,93 Mio. €) zurückgegangen ist. Auch für den abgelaufenen 9-monatigen Zeitraum hat die USU Software AG aber den Beweis geliefert, dass das operative Geschäft mit einer hohen Cash-Generierung einhergeht.

Liquide Mittel und Eigenkapital (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Abgerundet wird das solide Bilanzbild vom hohen Liquiditätsbestand in Höhe von 22,36 Mio. € (31.12.21: 24,29 Mio. €), dem auf der Gegenseite keinerlei Bankverbindlichkeiten gegenüberstehen. Damit verfügt die Gesellschaft über eine umfangreiche Flexibilität hinsichtlich der Umsetzung der beabsichtigten anorganischen Wachstumsstrategie. Gleichzeitig hat das USU-Management die Kursentwicklung der USU-Aktie dazu genutzt, um 523.770 eigene Aktien im Rahmen eines öffentlichen Rückkaufangebotes zu einem Preis von 18,75 € pro Aktie zurückzukaufen. Künftig könnten diese Aktien als Kaufwährung für mögliche Unternehmenserwerbe genutzt werden.

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
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>12,9%</i>	<i>12,9%</i>	<i>15,3%</i>	<i>16,1%</i>
Jahresüberschuss	6,76	7,96	11,44	13,76
EPS in €	0,64	0,76	1,09	1,31

Quelle: GBC AG

Im Rahmen der 9-Monatsberichterstattung hat das USU-Management eine Konkretisierung der Guidance vorgenommen. Aufgrund des bisherigen starken Geschäftsverlaufs wird nun sowohl auf Umsatz- als auch auf EBITDA-Ebene die jeweils obere Bandbreite der bisherigen Unternehmens-Guidance anvisiert. Damit werden Umsätze in Höhe von ca. 125 Mio. € (Bandbreite: 120 – 125 Mio. €) und ein EBITDA in Höhe von etwa 16,00 Mio. € (Bandbreite: 14,5 – 16,0 Mio. €) in Aussicht gestellt. Es wird dabei eine Fortsetzung der bisherigen Geschäftsentwicklung unterstellt, geprägt von einem weiteren Anstieg des hochmargigen SaaS-Geschäftes sowie einer weiterhin positiven Entwicklung der Auslandsumsätze. Begleitend hierzu sollen Effizienzsteigerungen im Rahmen der One USU-Strategieumsetzung realisiert werden. Auch die mittelfristige Guidance, wonach Umsatzerlöse in Höhe von 10,0 % sowie ein Ausbau der EBITDA-Marge auf 16 – 18 % geplant sind, wurde vom USU-Management bestätigt.

Mit Blick auf den in den ersten neun Monaten 2022 erreichten Werten, ist auch die konkretisierte Unternehmens-Guidance als konservativ zu bezeichnen. Um Umsatzerlöse in Höhe von 125 Mio. € zu erreichen, müsste im vierten Quartal 2022 gegenüber dem Vorjahresquartal lediglich ein Umsatzwachstum in Höhe von 7,0 % erreicht werden bei einer im Vergleich zum Vorjahresquartal konstanten EBITDA-Margenentwicklung. Gemäß Aussagen des Unternehmens-Vorstands berücksichtigt diese konservative Prognose die aktuell eingeschränkte Sichtbarkeit, insbesondere im Beratungsgeschäft, und ist zudem der aktuellen Marktlage geschuldet.

Angesichts der aktuellen von einer hohen Inflation sowie von Lieferschwierigkeiten geprägten Lage, sieht das USU-Management weiterhin eine besondere Resilienz des USU-Geschäftsmodells. Bislang lassen sich auch von Kundenseite keine negativen Effekte beobachten, was unter anderem auch am auf der Digitalisierung von Prozessen spezialisierten Geschäftsmodell liegen dürfte. Dies gilt auch für die abgelaufenen Monate, in denen die Gesellschaft erneut eine Vielzahl an Neukunden präsentieren konnte. Darunter der französische Netzbetreiber RTE, ein französischer Tourismuskonzern, ein italienischer Infrastruktur-Konzern oder ein international führender Hersteller von Antriebssystemen. Alleine die gemeldeten Neukunden zeigen, dass die relative Stärke des Auslandsgeschäftes fortgesetzt werden sollte.

In unseren bisherigen Prognosen hatten wir uns schon an die obere Prognosebandbreite orientiert. Daher bestätigen wir unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr sowie für die kommenden Geschäftsjahre. Dennoch ergibt sich beim aktualisierten Modellergebnis ein leicht verändertes Kursziel in Höhe von 31,65 € (bisher: 30,75 €). Einerseits bewirkt eine weitere Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,5 % (bisher: 1,25 %) eine Kurszielreduktion. Auf der anderen Seite passen wir unsere Umsatz-Wachstumsprognosen in der Stetigkeitsphase auf 6,5 % (bisher: 5,0 %) leicht an. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft im Zuge der aktuellen Inflation Preisanpassungen vornehmen wird. Ein Teil der Verträge ist ohnehin indexiert, so dass hier automatisch Anpassungen erfolgen werden. Bei den anderen Verträgen findet derzeit eine Kundenansprache statt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

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 6,5 % (bisher: 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 1,50 % (bisher: 1,25 %).**

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 7,59 % (bisher: 7,34 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,59 % (bisher: 7,34 %).

Bewertungsergebnis

Die Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,50 % (bisher: 1,25 %) und die damit verbundene Steigerung des WACC auf 7,59 % (bisher: 7,34 %) haben einen kurszielmindernden Effekt. Auf der anderen Seite haben wir die Umsatz-Wachstumsrate in der Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells auf 6,5 % (bisher: 5,0 %) angehoben. Wir sind dabei zuversichtlich, dass die Gesellschaft in der Lage sein wird, vor dem Hintergrund der aktuellen Inflation Preisanpassungen vorzunehmen. Mittelfristig könnten damit steigende Personalkosten überkompensiert werden. Als Resultat ergibt sich eine leichte Kurszielsteigerung auf 31,65 € (bisher: 30,75 €).

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	16,1%	ewige EBITA - Marge	13,8%
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	161,08	171,55	182,70	194,58	207,23	
US Veränderung	11,7%	10,0%	10,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,94	2,51	2,33	2,47	2,62	2,78	2,94	3,12	
EBITDA	16,18	21,10	24,36	25,94	27,63	29,42	31,34	33,37	
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	21,34	23,01	24,78	26,67	28,69	
EBITA-Marge	9,2%	12,0%	13,1%	13,2%	13,4%	13,6%	13,7%	13,8%	13,8%
Steuern auf EBITA	-3,44	-4,93	-5,93	-6,40	-6,90	-7,43	-8,00	-8,61	
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	14,94	16,10	17,35	18,67	20,08	
Kapitalrendite	14,3%	20,1%	27,8%	24,8%	26,7%	28,8%	31,0%	33,4%	34,2%
Working Capital (WC)	-7,00	-5,00	-4,70	-4,91	-5,23	-5,57	-5,93	-6,32	
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	0,21	0,32	0,34	0,36	0,39	
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	60,32	60,30	60,26	60,20	60,11	
EBITDA	16,18	21,10	24,36	25,94	27,63	29,42	31,34	33,37	
Steuern auf EBITA	-3,44	-4,93	-5,93	-6,40	-6,90	-7,43	-8,00	-8,61	
Investitionen gesamt	-6,05	2,95	-15,10	-4,69	-4,60	-4,60	-4,60	-4,60	
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	0,21	0,32	0,34	0,36	0,39	
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	14,85	16,12	17,39	18,73	20,17	374,52

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	305,26	309,31
Barwert expliziter FCFs	80,82	67,84
Barwert des Continuing Value	224,43	241,47
Nettoschulden (Net debt)	-9,98	-23,73
Wert des Eigenkapitals	315,24	333,04
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	315,24	333,04
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	29,95	31,65

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	7,1%	7,3%	7,6%	7,8%	8,1%
33,7%	34,45	32,78	31,28	29,93	28,70
34,0%	34,66	32,98	31,47	30,10	28,86
34,2%	34,87	33,17	31,65	30,27	29,02
34,5%	35,07	33,36	31,83	30,44	29,18
34,7%	35,28	33,56	32,01	30,61	29,34

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 Studienerstellung 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