



Researchstudie (Update)

USU Software AG

USU

Kurz und mittelfristige Umsatz- und Ergebnisprognose angepasst, Höheres SaaS-Geschäft sollte zu niedrigerem Umsatz- und Ergebniswachstum führen, Prognosen und Kursziel reduziert

Kursziel: 19,70 €

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: 19,70 €
(bisher: 24,70 €)

aktueller Kurs: 15,65
22.11.19 / XETRA / 15:14 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 166,28
EnterpriseValue³: 158,32
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 34,8 %

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

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

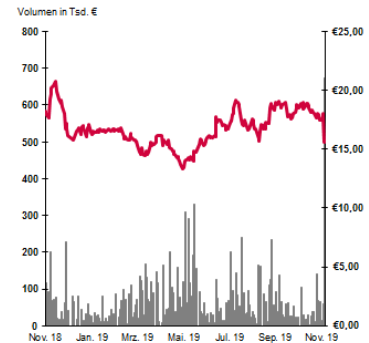
Mitarbeiter: 702 Stand: 30.09.2019

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Bernhard Böhler,
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	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	90,49	93,20	102,52	112,77
EBIT	2,71	4,21	6,09	9,62
bereinigtes EBIT	4,13	5,54	7,57	10,97
Jahresüberschuss	0,96	3,17	4,58	7,23

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,09	0,30	0,44	0,69
Dividende je Aktie	0,40	0,40	0,40	0,40

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,73	1,68	1,53	1,39
EV/EBIT	57,90	37,22	25,74	16,30
EV/bereinigtes EBIT	38,00	28,28	20,70	14,30
KGV	171,38	51,91	35,94	22,79
KBV	2,76			

Finanztermine

25-27.11.2019: Eigenkapitalforum
10.12.2019: MKK-München

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

02.09.2019: RS / 24,70 / KAUFEN

27.05.2019: RS / 24,70 / KAUFEN

02.04.2019: RS / 24,70 / KAUFEN

08.01.2019: RS / 24,95 / KAUFEN

29.11.2018: RS / 26,60 / KAUFEN

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

EXECUTIVE SUMMARY

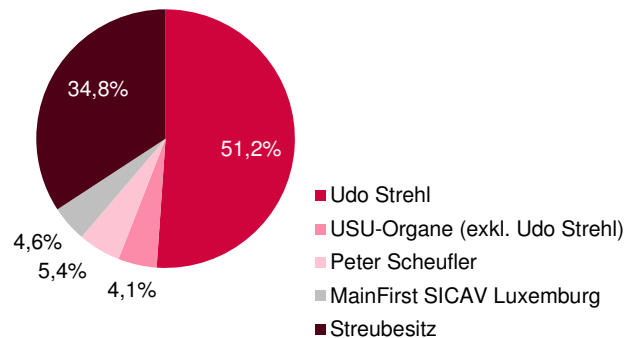
- In den ersten neun Monaten 2019 hat die USU Software AG mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 6,9 % auf 68,71 Mio. € (VJ: 64,28 Mio. €) den eingeschlagenen Wachstumskurs fortgesetzt. Eine besonders starke Entwicklung verzeichnete die Gesellschaft dabei bei den margenstarken Lizenzträgen, die gegenüber dem Vorjahr um 32,3 % auf 10,36 Mio. € (VJ: 7,83 Mio. €) deutlich zugelegt haben. Hierzu beigetragen haben insbesondere die Gewinnung von Neuaufträgen in Deutschland einerseits sowie andererseits der Abschluss von Großaufträgen in den USA, bei denen es zuvor zu Verschiebungen gekommen war. Parallel hierzu hatte sich die höhere Nachfrage nach SaaS-Lösungen fortgesetzt, womit bei den Wartungs/SaaS-Umsätzen ein Umsatzanstieg in Höhe von 11,0 % auf 21,08 Mio. € (VJ: 18,99 Mio. €) erreicht wurde. Demgegenüber stehen aber Beratungsumsätze, die sich mit 36,52 Mio. € (VJ: 36,93 Mio. €) nur konstant entwickelt hatten.
- Die ausgebauten Umsatzbasis, hier insbesondere die hohe Dynamik der margenstarken Lizenzumsätze, hatte einen deutlich überproportionalen EBIT-Anstieg zur Folge. Das um akquisitionsbedingte Sondereffekte bereinigte EBIT erhöhte sich dabei um 58,2 % auf 2,88 Mio. € (VJ: 1,82 Mio. €) und die dazugehörige bereinigte EBIT-Marge auf 4,2 % (VJ: 2,8 %). Auch das Nachsteuerergebnis, wo ein signifikanter Anstieg auf 1,40 Mio. € (VJ: 0,27 Mio. €) erzielt wurde, profitierte vom starken Ausbau der Umsatzerlöse, hier vor allem des Lizenzgeschäftes.
- Trotz der positiven Entwicklung in den ersten neun Monaten 2019 sieht der Vorstand für das vierte Quartal 2019 eine tendenzielle Verschiebung von Lizenzträgen hin zu SaaS-Abschlüssen, was eine Abflachung der Umsatzdynamik nach sich ziehen würde. Darüber hinaus würde sich der einmalige Ergebnisbeitrag der Lizenzumsätze über die SaaS-Vertragslaufzeit hinweg verteilen, was ebenfalls zu einem Rückgang des Ergebniswachstums führen würde. Parallel dazu verschieben sich die erhofften Umsatzimpulse aus Frankreich, wo Anfang des laufenden Geschäftsjahres 2019 ein neuer renommierter Vertriebsleiter und neue Vertriebsmitarbeiter eingestellt wurden. Schließlich hat sich das erhoffte Umsatzwachstum des Beratungsgeschäftes verschoben, so dass das USU-Management die Prognosen angepasst hat.
- Während bislang für 2019 Umsatzerlöse von 98 – 101 Mio. € erwartet wurden, sollen nun Umsätze zwischen 93 – 95 Mio. € erreicht werden. Auch das bisher erwartete bereinigte EBIT in Höhe von 7,5 – 10 Mio. € wurde auf 5 – 8 Mio. € reduziert. Auf Grundlage der niedrigeren 2019er Prognosen wurde die Mittelfristplanung ebenfalls angepasst. Das durchschnittliche organische Wachstum der kommenden Jahre soll bei rund 10 % liegen, welches in den nächsten vier Jahren von einer Verbesserung der bereinigten EBIT-Marge auf 13 – 15 % begleitet werden sollte. Bislang wurden für 2021 Umsatzerlöse in Höhe von 125 Mio. € und eine bereinigte EBIT-Marge in Höhe von 14,3 % erwartet. Die EBIT-Margenerwartung ist vor dem Hintergrund der zu Lasten des Lizenzgeschäftes steigenden SaaS-Erlöse reduziert worden.
- Darauf aufbauend haben wir unsere Umsatzprognosen deutlich reduziert. In 2019 rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 93,20 Mio. € (bisher: 98,50 Mio. €), in 2021 in Höhe von 102,52 Mio. € (bisher: 113,74 Mio. €) und in 2022 in Höhe von 112,77 Mio. € (bisher: 125,00 Mio. €). Das bereinigte EBIT sollte bis zum Geschäftsjahr 2021 auf 10,97 Mio. € zulegen, was deutlich unterhalb unserer bisherigen Prognose von 18,07 Mio. € liegt.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben die Prognoseanpassungen zu einer Reduktion des Kursziels auf 19,70 € (bisher: 24,70 €) geführt. Beim aktuellen Kursniveau in Höhe von 15,80 € (21.11.19; 14:49 Uhr) liegt ein Kurspotenzial in Höhe von 24,7 % vor und wir vergeben unverändert das Rating KAUFEN.

UNTERNEHMEN

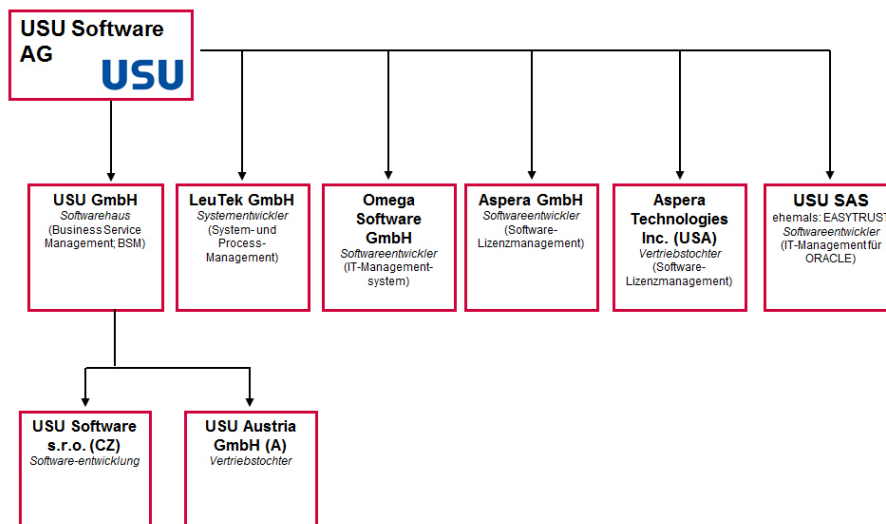
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl	51,2 %
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	4,1 %
Peter Scheufler	5,4 %
MainFirst SICAV Luxemburg	4,6 %
Streubesitz	34,8 %

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 EASY-TRUST 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 9M 2019

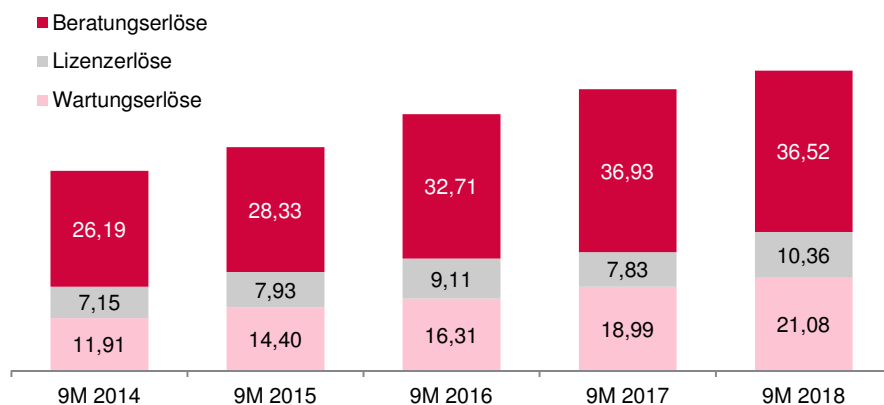
GuV in Mio. €	Q3 2018	Q3 2019	Δ Q3/Q3	9M 2018	9M 2019	Δ 9M/9M
Umsatzerlöse	22,50	23,84	+5,9%	64,28	68,71	+6,9%
davon Wartung/SaaS	7,30	7,07	-3,2%	18,99	21,08	+11,0%
davon Lizenzzerlöse	2,87	4,13	+43,9%	7,83	10,36	+32,3%
davon Beratung	12,28	12,43	+1,2%	36,93	36,52	-1,1%
EBIT	1,22	1,85	+51,6%	0,75	1,85	+147,1%
EBIT-Marge	5,4%	7,8%		1,2%	2,7%	
bereinigtes EBIT	1,57	2,19	+40,1%	1,82	2,88	+58,4%
bereinigte EBIT-Marge	7,0%	9,2%		2,8%	4,2%	
Periodenergebnis	0,95	2,36	+148,4%	0,27	1,40	+423,51%

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 9M 2019

Beim Anstieg der Gesamtumsätze um 6,9 % auf 68,71 Mio. € (VJ: 64,28 Mio. €) profitierte die USU Software AG in den ersten neun Monaten 2019 vom Abschluss von Großaufträgen in den USA sowie von der erfolgreichen Gewinnung von Neuaufträgen im Inland. Dass es sich hierbei größtenteils um Lizenzabschlüsse handelt, wird insbesondere anhand der starken Zunahme der Lizenzzerlöse sichtbar, die in den ersten neun Monaten 2019 signifikant auf 10,36 Mio. € (VJ: 7,83 Mio. €) ausgebaut wurden. Trotz der derzeit in der Branche üblichen Tendenz, wonach vermehrt SaaS-Verträge abgeschlossen werden, hat die USU Software AG bei den Lizenzzerträgen damit einen neuen Rekordwert erreicht. Ein Teil der zuvor verschobenen US-Aufträge konnte damit erfolgreich gewonnen werden.

Umsatzentwicklung auf 9-Monatsbasis (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

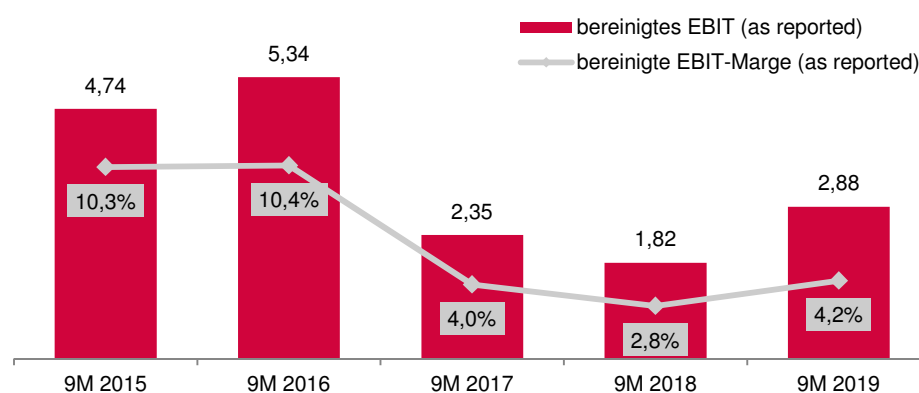
Parallel zur positiven Entwicklung der Lizenzzerlöse kletterten auch die Wartungs-/SaaS-Erlöse um 11,0 % auf 21,08 Mio. € (VJ: 18,99 Mio. €). Neben erfolgreichen Lizenzverkäufen war die USU Software AG in der Lage, auch das SaaS-Geschäft auszubauen, was unter anderem mit der zunehmenden Verschiebung bei Produktverkäufen hin zum Mietmodell zusammenhängt. Zugleich profitierten die Wartungserlöse auch von den in den Vorperioden erfolgten Lizenzverkäufen.

Im Beratungsbereich setzte sich hingegen die vergleichsweise konstante Entwicklung der Vorperioden fort. Gemäß Unternehmensangaben spielen hier mehrere Effekte eine Rolle. Einerseits findet derzeit eine stärkere Ausrichtung auf Bereiche abseits des Automotive-Bereiches statt, wo in der Regel geringere Vertragsvolumina vorherrschen. Darüber hinaus fand ein notwendiger Aufbau von Vertriebsmitarbeitern verzögert statt.

Ergebnisentwicklung 9M 2019

Der anhaltende Umsatzanstieg hat sich in den ersten neun Monaten in einem deutlich überproportionalen EBIT-Anstieg auf 1,85 Mio. € (VJ: 0,75 Mio. €) niedergeschlagen. Bereinigt um akquisitionsbedingte Sondereffekte legte das bereinigte EBIT sogar auf 2,88 Mio. € (VJ: 1,82 Mio. €) zu. Zum damit zusammenhängenden deutlichen Ausbau der bereinigten EBIT-Marge auf 4,2 % (VJ: 2,8 %) haben in erster Linie der starke Anstieg der deutlich margenstärkeren Lizenzträge beitragen. Einer noch stärkeren EBIT-Verbesserung standen aber höhere Aufwendungen im Personalbereich entgegen. Auch wenn sich der Mitarbeiterbestand im Stichtagsvergleich solide entwickelt hatte, so hatte die Gesellschaft in den ersten neun Monaten 2019 im Durchschnitt 701 Mitarbeiter beschäftigt und damit oberhalb des Vorjahresniveaus von 688 Mitarbeiter.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch das Nachsteuerergebnis, wo ein signifikanter Anstieg auf 1,40 Mio. € (VJ: 0,27 Mio. €) erzielt wurde, profitierte vom starken Ausbau des Umsatzerlöse, hier vor allem des Lizenzgeschäftes.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2019

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Eigenkapital	63,01	59,67	56,71
EK-Quote (in %)	63,4%	62,7%	58,4%
Operatives Anlagevermögen	52,93	51,31	56,32
Working Capital	-2,01	-0,43	-3,27
Liquide Mittel	15,73	9,45	10,10
Cashflow - operativ	5,17	2,00	7,69
Cashflow - Investition	-8,23	-1,14	-1,25
Cashflow - Finanzierung	-4,21	-4,21	-5,85

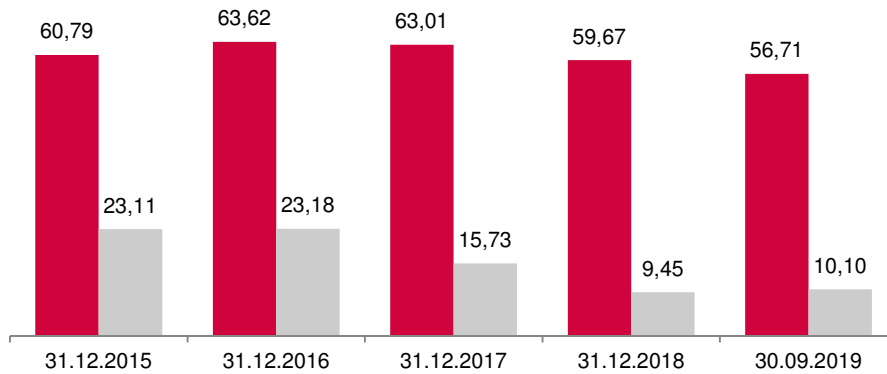
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Das gewohnt sehr solide Bilanzbild der USU Software AG hat sich auch zum 30.09.2019 nicht wesentlich verändert. Zwar wird beim Eigenkapital eine tendenziell rückläufige Entwicklung sichtbar, dies ist in erster Linie auf die konstanten Dividendenausschüttungen zurückzuführen. Die für die vergangenen beiden Geschäftsjahre unveränderte Dividende in Höhe von 0,40 € je Aktie lag dabei jeweils oberhalb der erzielten Nachsteuerergebnisse.

Die sukzessive Minderung der EK-Quote, die mit 58,4 % (31.12.18: 62,7 %) aber ein nach wie vor sehr komfortables Niveau hat, ist zudem auf die außerordentliche Auswei-

tung der Bilanzsumme zurückzuführen. Infolge der erstmaligen Berücksichtigung der Leasingverhältnisse nach IFRS 16 wurden erstmals Vermögenswerte und Verbindlichkeiten in Höhe von 5,78 Mio. € erfasst, was zu einer entsprechenden Bilanzsummenausweitung geführt hatte.

Eigenkapital und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Dass die liquiden Mittel, trotz der im ersten Halbjahr 2019 erfolgten Dividendenausschüttung (4,21 Mio. €) auf 10,10 Mio. € (31.12.18: 9,45 Mio. €) zugelegt haben, ist besonders auffällig. Zum Bilanzstichtag 30.09.19 wurden dabei Verbesserungen beim Working Capital, besonders auf Grundlage eines starken Forderungsabbaus erzielt, was sich entsprechend positiv auf den operativen Cashflow und infolgedessen auf die Konzernliquidität ausgewirkt hatte.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 19e (alt)	GJ 19e (neu)	GJ 20e (alt)	GJ 20e (neu)	GJ 21e (alt)	GJ 21e (neu)
Umsatzerlöse	90,49	98,50	93,20	113,74	102,52	125,00	112,77
EBIT	2,71	6,74	4,21	13,06	6,09	16,72	9,62
EBIT-Marge	3,0%	6,8%	4,5%	11,5%	5,9%	13,4%	8,5%
bereinigtes EBIT	4,13	8,08	5,54	14,54	7,57	18,07	10,97
bereinigte EBIT-Marge	4,6%	8,2%	6,0%	12,8%	7,4%	14,5%	9,7%
Jahresüberschuss	0,96	4,74	3,17	9,16	4,58	11,72	7,23
EPS in €	0,09	0,45	0,30	0,87	0,44	1,11	0,69

Quelle: GBC AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Mit Veröffentlichung des 9-Monatsberichtes hat das USU-Management die Guidance für das laufende Geschäftsjahr sowie die mittelfristige Prognose nach unten angepasst. Während bislang für 2019 eine Umsatzbandbreite von 98 – 101 Mio. € erwartet wurde, sollen nun Umsätze zwischen 93 – 95 Mio. € erreicht werden. Auch das bisher erwartete bereinigte EBIT in Höhe von 7,5 – 10 Mio. € wurde auf 5 – 8 Mio. € reduziert. Das Management hat als Grundlage dieser Prognoseanpassung verschiedene Faktoren identifiziert und berücksichtigt.

Zwar haben sich die Umsatzerlöse der ersten neun Monate 2019 insbesondere im Lizenz- und Wartungs/SaaS-Bereich sehr positiv entwickelt, für das vierte Quartal 2019 sieht der USU-Vorstand die Tendenz zu höheren SaaS-Abschlüssen. Nach Unternehmensangaben planen dabei mehrere potenzielle Großkunden, anstatt, wie bisher erwartet, Software-Lizenz-Verträge SaaS-Verträge abzuschließen. Folglich würden nicht nur geringere Umsatzerlöse erwirtschaftet werden, der außerordentlich hohe einmalige Ergebnisbeitrag der Lizenzumsätze würde sich zudem auf die Vertragslaufzeit verteilen. Auf der anderen Seite sind die erhofften Umsatzimpulse aus Frankreich noch nicht wie erwartet eingetroffen. Hier wurden zu Beginn des laufenden Geschäftsjahres renommierte Vertriebsleiter eingestellt, die typische Anlaufphase dauert dabei aber länger als bislang angenommen. Schließlich kam es im Beratungsgeschäft noch nicht zum erwarteten Umsatzwachstum. Die Gesellschaft war in diesem Bereich personell nicht adäquat ausgestattet, um an der mittlerweile höheren notwendigen Anzahl an Ausschreibungen teilzunehmen. Nach dem Ausbau der Vertriebsmannschaft rechnet der Vorstand auch in diesem Bereich mit einer Rückkehr zum Umsatzwachstum.

Auf Grundlage der daraus resultierenden niedrigeren 2019er Prognosen wurde die Mittelfristplanung ebenfalls angepasst. Das durchschnittliche organische Wachstum der kommenden Jahre soll bei rund 10 % liegen, welches in den nächsten vier Jahren von einer Verbesserung der bereinigten EBIT-Marge auf 13 – 15 % begleitet werden sollte. Bislang wurden für 2021 Umsatzerlöse aus dem organischen Geschäft in Höhe von 125 Mio. € und eine bereinigte EBIT-Marge in Höhe von 14,3 % erwartet. Die EBIT-Margenerwartung ist vor dem Hintergrund eines steigenden SaaS-Geschäftes reduziert worden.

Wir haben unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen, analog zur Unternehmens-Guidance, zum Teil deutlich nach unten angepasst. Insbesondere unsere Prognoseanpassung im Hinblick auf die Mittelfristprognose der Gesellschaft hatte bei den Umsätzen und beim bereinigten EBIT eine deutliche Reduktion nach sich gezogen. Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben die Prognoseanpassungen zu einer Reduktion des Kursziels auf 19,70 € (bisher: 24,70 €) geführt. Beim aktuellen Kursniveau in Höhe von 15,80 € (21.11.19; 14:49 Uhr) liegt das Kurspotenzial bei 24,7 % und wir vergeben unverändert 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 2019-2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 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 10,8 % 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 1,0 % (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 7,09 % (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 7,09 % (bisher: 7,34 %).

Bewertungsergebnis

Das im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ermittelte Kursziel beläuft sich auf 19,70 € und damit ergibt sich gegenüber dem bisherigen Kursziel (24,70 €) eine deutliche Reduktion. Dies ist ein Resultat der erheblichen Prognoseanpassungen für die Geschäftsjahre 2019 – 2021 sowie, darauf basierend, der Reduktion wichtiger Treiber in der Steigtumsphase unseres Bewertungsmodells.

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	10,8%	ewige EBITA - Marge	13,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-1,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
Umsatz (US)	93,20	102,52	112,77	118,41	124,33	130,55	137,08	143,93	
<i>US Veränderung</i>	3,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	1,66	1,86	2,07	2,07	2,07	2,07	2,07	2,07	
EBITDA	6,96	8,69	12,16	12,77	13,41	14,08	14,79	15,53	
<i>EBITDA-Marge</i>	7,5%	8,5%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	
EBITA	4,21	6,09	9,61	10,27	10,78	11,32	11,88	12,48	
<i>EBITA-Marge</i>	4,5%	5,9%	8,5%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	13,1%
Steuern auf EBITA	-1,05	-1,52	-2,88	-3,08	-3,23	-3,40	-3,57	-3,74	
<i>zu EBITA</i>	25,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	3,16	4,57	6,73	7,19	7,55	7,92	8,32	8,73	
Kapitalrendite	6,2%	8,4%	12,7%	13,7%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	20,1%
Working Capital (WC)	-1,50	-2,00	-2,00	-1,89	-1,99	-2,09	-2,19	-2,30	
<i>WC zu Umsatz</i>	-1,6%	-2,0%	-1,8%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	
<i>Investitionen in WC</i>	1,07	0,50	0,00	-0,11	0,09	0,10	0,10	0,11	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	56,00	55,00	54,50	57,23	60,09	63,09	66,25	69,56	
<i>AFA auf OAV</i>	-2,75	-2,60	-2,55	-2,51	-2,63	-2,76	-2,90	-3,05	
<i>AFA zu OAV</i>	4,9%	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-7,44	-1,60	-2,05	-5,23	-5,49	-5,77	-6,06	-6,36	
Investiertes Kapital	54,50	53,00	52,50	55,33	58,10	61,00	64,05	67,25	
EBITDA	6,96	8,69	12,16	12,77	13,41	14,08	14,79	15,53	
Steuern auf EBITA	-1,05	-1,52	-2,88	-3,08	-3,23	-3,40	-3,57	-3,74	
Investitionen gesamt	-1,28	-1,10	-2,05	-5,34	-5,40	-5,67	-5,95	-6,25	
<i>Investitionen in OAV</i>	-7,44	-1,60	-2,05	-5,23	-5,49	-5,77	-6,06	-6,36	
<i>Investitionen in WC</i>	1,07	0,50	0,00	-0,11	0,09	0,10	0,10	0,11	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	5,09	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,63	6,07	7,23	4,36	4,78	5,02	5,27	5,53	257,25

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	188,90	196,22
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	29,63	25,66
<i>Barwert des Continuing Value</i>	159,27	170,56
Nettoschulden (Net debt)	-9,23	-11,10
Wert des Eigenkapitals	198,12	207,33
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	198,12	207,33
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	18,83	19,70

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	5,1%	6,1%	7,1%	8,1%	9,1%
18,1%	31,99	22,92	17,85	14,65	12,44
19,1%	33,83	24,17	18,78	15,36	13,02
20,1%	35,66	25,42	19,70	16,08	13,60
21,1%	37,49	26,66	20,62	16,80	14,17
22,1%	39,32	27,91	21,55	17,51	14,75

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.htm>

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.htm>

§ 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.htm>

§ 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 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, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Finanzanalyst

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstiger 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