



## **Researchstudie (Update)**

### **USU Software AG**

# **USU**

**1.HJ 2020: Umsatzentwicklung im Rahmen, Ergebnisentwicklung deutlich über unseren Erwartungen; Ergebnisprognosen und Kursziel angehoben**

**Kursziel: 22,00 €**

**Rating: HALTEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

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

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

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

### HALTEN

Kursziel: 22,00 €  
(bisher: 19,15 €)

aktueller Kurs: 21,60  
02.09.20 / XETRA / 14:39 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 227,31  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 214,48  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 36,0 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
LBBW (ICF)

### Analysten:

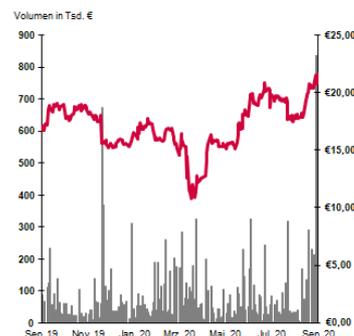
Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

### Unternehmensprofil

Branche: Software  
Fokus: Business Service Management/  
Knowledge Business  
Mitarbeiter: 724 Stand: 30.06.2020  
Gründung: 1977  
Firmensitz: Möglingen  
Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Dr. Benjamin Strehl



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

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatz	95,63	101,37	112,77	124,05
EBIT	4,05	5,60	9,55	12,74
bereinigtes EBIT	6,23	6,35	10,90	14,09
Jahresüberschuss	5,27	4,78	8,14	9,56

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,50	0,45	0,77	0,91
Dividende je Aktie	0,40	0,40	0,40	0,40

### Kennzahlen

EV/Umsatz	2,24	2,12	1,90	1,73
EV/EBIT	52,96	38,31	22,46	16,83
EV/bereinigtes EBIT	34,43	33,79	19,68	15,22
KGV	43,13	47,60	27,95	23,78
KBV	3,78			

### Finanztermine

16.11.2020: Q3-Bericht 2020

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

02.06.2020: RS / 19,15 / HALTEN

06.04.2020: RS / 19,00 / KAUFEN

05.03.2020: RS / 19,70 / KAUFEN

22.11.2019: RS / 19,70 / KAUFEN

02.09.2019: RS / 24,70 / KAUFEN

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- In den ersten sechs Monaten 2020 hat die USU Software AG trotz der aktuellen von der Covid-19-Pandemie geprägten Situation ein Umsatzwachstum in Höhe von 16,1 % auf 52,10 Mio. € (VJ: 44,88 Mio. €) erreicht. Diese außerordentlich gute Umsatzentwicklung ist unserem Verständnis nach der Produktpalette der Gesellschaft zuzuschreiben, die insbesondere die Digitalisierung sowie den Aufbau der IT-Strukturen unterstützt, also Bereiche, die im aktuellen Umfeld besonders stark nachgefragt waren. Darüber hinaus stammt der überwiegende Teil der USU-Kunden aus Branchen, die nicht so stark von der Pandemie betroffen waren, wie etwa aus dem öffentlichen Sektor oder aus der Versicherungs- und Pharmabranche. Auch hat die Gesellschaft von Neuverträgen profitiert, die noch vor Beginn der einschränkenden Maßnahmen abgeschlossen wurden.
- Nach Produktgruppen getrennt, wird mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 22,8 % eine relative Umsatzstärke bei den Beratungsumsätzen erkennbar. Der Trend hin zu höheren SaaS-Umsätzen hat sich während der Corona-Krise sogar verstärkt, was in diesem Bereich zu einem Erlösanstieg in Höhe von 13,4 % geführt hat. Dies geht in der Regel zu Lasten der Lizenzumsätze, die in den ersten sechs Monaten 2020 um -6,4 % unter dem Vorjahreswert lagen.
- Trotz niedrigerer Lizenzerlöse war die USU Software AG in der Lage, das EBIT deutlich auf 3,47 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €) zu steigern und damit unsere Erwartungen zu übertreffen. Das um akquisitionsbedingte Effekte bereinigte EBIT verbesserte sich ebenfalls deutlich auf 3,90 Mio. € (VJ: 0,69 Mio. €). Während aufgrund der vorliegenden Beschränkungen der Marketing- und Vertriebsbereich deutlich eingeschränkt war, kam es aufgrund des weiter ausgebauten Mitarbeiterstamms zu höheren Personalaufwendungen.
- Trotz der sehr guten Umsatz- und Ergebnisentwicklung hat das USU-Management die bisherige Unternehmens-Guidance bestätigt, wonach auf Gesamtjahresbasis mit einem Umsatzwachstum und für das zweite Halbjahr mit einem positiven Ergebnis gerechnet wird. Unserer Ansicht nach handelt es sich hier um eine konservative Guidance, die mögliche Risiken des zweiten Halbjahres berücksichtigt. Insbesondere der Wegfall von Kundenveranstaltungen sowie von Marketingmaßnahmen hatte im ersten Halbjahr zu einem Rückgang bei der Lead-Generierung geführt. Darüber hinaus rechnet der USU-Vorstand weiterhin mit einem überproportionalen Anstieg der SaaS-Umsätze und im Gegenzug dazu mit einer verhaltenen Entwicklung bei den margenstarken Lizenzumsätzen.
- Wir behalten unsere bisherigen Umsatzschätzungen unverändert bei und rechnen damit für 2020 mit Umsätzen in Höhe von 101,37 Mio. € für 2021 in Höhe von 112,77 Mio. € und für 2022 in Höhe von 124,05 Mio. €. Nach oben angepasst haben wir hingegen unsere Ergebnisschätzungen für das laufende Geschäftsjahr. Auf Grundlage der hervorragenden Ergebnisentwicklung des ersten Halbjahres prognostizieren wir für das Gesamtjahr 2020 ein bereinigtes EBIT in Höhe von 6,35 Mio. €. Zudem haben wir das Nachsteuerergebnis des kommenden Geschäftsjahres aufgrund einer Reduktion des Steueraufwandes nach oben angepasst.
- Die dargestellte Prognoseanhebung hat im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells eine Anhebung des Kursziels zur Folge. Ebenfalls kurszielerhöhend wirkt sich der turnusmäßige Roll-Over-Effekt aus, so dass wir ein neues Kursziel in Höhe von 22,00 € (bisher: 19,15 €) ermittelt haben. Die USU-Aktie weist gegenüber unserer letzten Researchstudie einen Kursgewinn von 19,3 % auf. Trotz Kurszielsteigerung vergeben wir damit weiterhin das Rating HALTEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

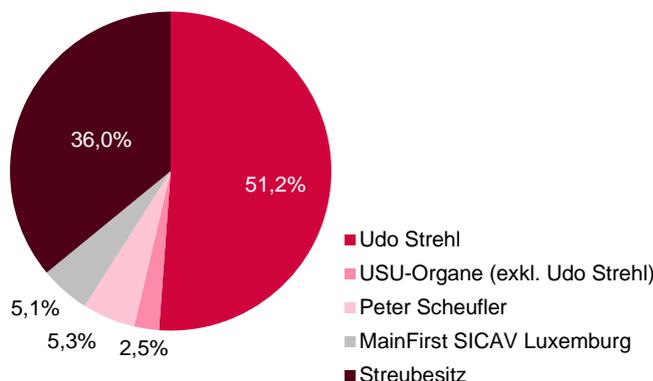
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
<b>Geschäftsentwicklung 1.HJ 2020 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung 1.HJ 2020 .....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2020 .....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2020 .....	7
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>8</b>
Modellannahmen .....	9
Bestimmung der Kapitalkosten .....	9
Bewertungsergebnis .....	9
DCF-Modell .....	10
<b>Anhang .....</b>	<b>11</b>

## UNTERNEHMEN

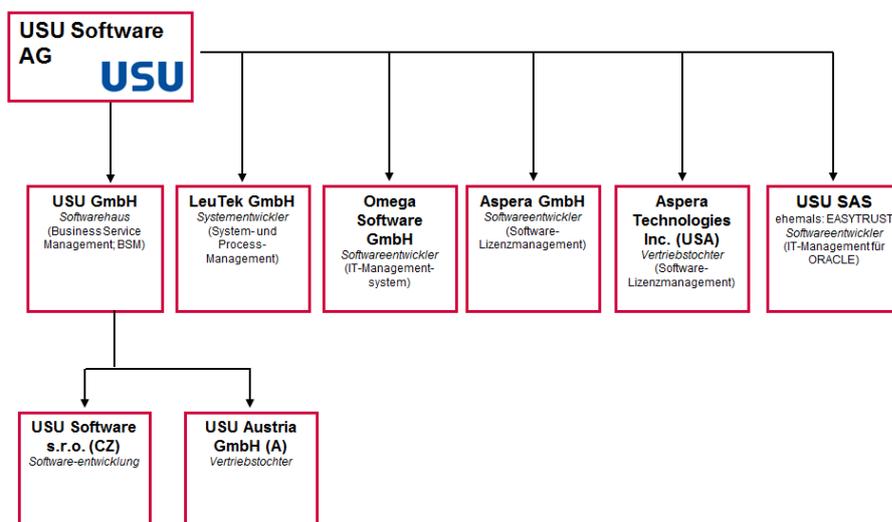
### Aktionärsstruktur

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

Quelle: USU Software AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

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

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

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2020

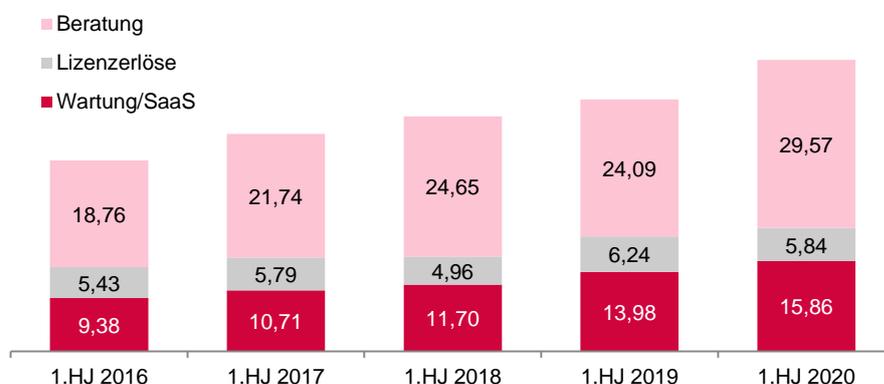
GuV in Mio. €	1.HJ 2017	1.HJ 2018	1.HJ 2019	1.HJ 2020
Umsatzerlöse	38,87	41,77	44,88	52,10
davon Wartungserlöse/SaaS	10,71	11,70	13,98	15,86
davon Lizenzzerlöse	5,79	4,96	6,24	5,84
davon Beratungserlöse	21,74	24,65	24,09	29,57
EBIT	0,43	-0,47	0,00	3,47
bereinigtes EBIT	1,57	0,26	0,69	3,90
Periodenergebnis	-0,05	-0,68	-0,96	3,09

Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 1.HJ 2020

Mit dem auch im zweiten Quartal 2020 fortgesetzten Umsatzwachstum war die USU Software AG bislang wenig von der Covid-19-Pandemie betroffen. Insgesamt hat die Gesellschaft in den ersten sechs Monaten 2020 ein Umsatzwachstum in Höhe von 16,1 % auf 52,10 Mio. € (VJ: 44,88 Mio. €) erreicht, basierend auf einem Umsatzanstieg im ersten Quartal in Höhe von 19,3 % sowie im zweiten Quartal in Höhe von 13,0 %. Eine Ursache für die im aktuellen Umfeld außerordentlich gute Umsatzentwicklung ist der Umstand, wonach der Großteil der USU-Kunden aus Branchen stammt, die nicht so stark von der Pandemie betroffen waren. Dazu zählen Unternehmen aus dem öffentlichen Sektor, aus der Versicherungs- oder Pharmabranche sowie aus dem Telekommunikationsbereich. Zudem profitierte die Gesellschaft von Neuaufträgen, die im Vorfeld der Corona-Pandemie abgeschlossen wurden.

### Umsatzerlöse auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



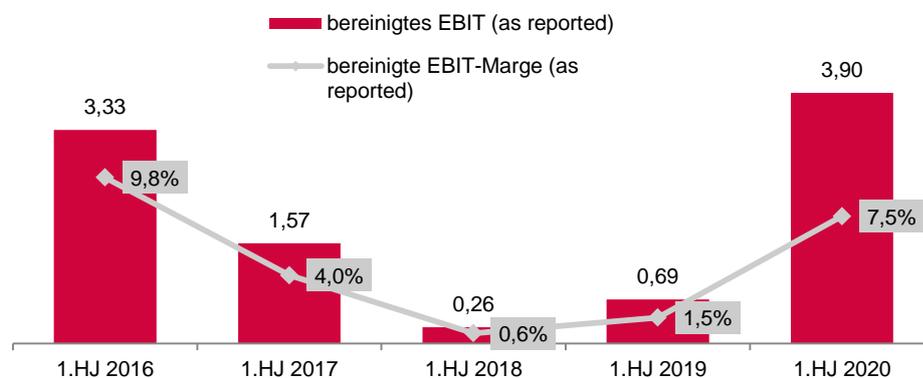
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Besonders wachstumsstark waren dabei mit einem Anstieg in Höhe von 22,8 % die produktbezogenen sowie servicebezogenen Beratungserlöse. Wie auch schon im ersten Quartal profitierte die USU Software AG in diesem Bereich von der in den Vorquartalen erfolgten Projektgewinnung sowie von Neuaufträgen, die insbesondere mit einer zunehmenden Digitalisierung sowie mit dem Aufbau der IT-Strukturen zusammenhängen. Parallel dazu hat die aktuelle, von Covid-19 geprägte Situation, den SaaS-Trend zusätzlich verstärkt. Dies insbesondere vor dem Hintergrund, da SaaS-Aufträge dem Kunden eine Kostenverteilung über die Laufzeit ermöglichen und damit die Investitionsbereitschaft erhöhen. Sichtbar wird dies anhand einer anhaltend hohen Dynamik bei den Wartungs-/SaaS-Erlösen, die in den ersten sechs Monaten um 13,4 % auf 15,86 Mio. € (VJ: 13,98 Mio. €) zugelegt haben. Gleichzeitig hat dies zu einer geringeren Nachfrage im Produktbereich Softwarelizenzen geführt, die mit 5,84 Mio. € (VJ: 6,24 Mio. €) um -6,4 % unter Vorjahreswert lagen.

## Ergebnisentwicklung 1.HJ 2020

Analog zum starken Umsatzanstieg legte das EBIT deutlich auf 3,47 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €) zu, was auf Halbjahresbasis einem historischen neuen Rekordwert entspricht. Gleiches gilt für das um akquisitionsbedingte Effekte bereinigte EBIT in Höhe von 3,90 Mio. € (VJ: 0,69 Mio. €). Dass dieser Ergebnisanstieg angesichts der rückläufigen Lizenzträge erreicht wurde, ist besonders hervorzuheben. Innerhalb der einzelnen Kostenpositionen wird insbesondere bei den Marketing- und Vertriebskosten eine rückläufige Entwicklung sichtbar. Dies hängt direkt mit den Auswirkungen von Covid-19 zusammen, die mit niedrigeren Reise- und Eventkosten einhergegangen sind. Die Fach- und Kundenveranstaltung USU World, an der über 800 Fach- und Führungskräfte teilgenommen haben, wurde beispielsweise in einer virtuellen Form durchgeführt.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Einer noch besseren Ergebnisentwicklung stand der in den Vorquartalen erfolgte Personalaufbau, als Vorbereitung für das erwartete Geschäftswachstum. Gegenüber dem Vorjahr kletterte die Anzahl der Mitarbeiter weiter auf 724 (VJ: 708), was unter anderem einen sichtbaren Anstieg bei den allgemeinen Verwaltungskosten auf 6,90 Mio. € (VJ: 5,75 Mio. €) nach sich gezogen hat. Grundsätzlich lässt sich aber beim Belegschaftsaufbau eine Verlangsamung der Dynamik erkennen, wodurch der Personalaufwand künftig nicht mehr von so hohen Wachstumsraten geprägt sein dürfte.

Unterm Strich weist die USU Software AG einen Periodenüberschuss in Höhe von 3,09 Mio. € (VJ: -0,96 Mio. €), was auch auf dieser Ebene ein neuer historischer Bestwert ist. Abgesehen vom niedrigen, mit latenten Steuern in Verbindung stehenden Steueraufwand des ersten Halbjahres, ist das hohe Nachsteuerergebnis auch ein Beleg für die solide Finanzierungsstruktur der Gesellschaft. Denn, ausgehend von den fehlenden Bankverbindlichkeiten, weist die USU Software AG mit -0,06 Mio. € (VJ: -0,05 Mio. €) ein nahezu ausgeglichenes Finanzergebnis auf.

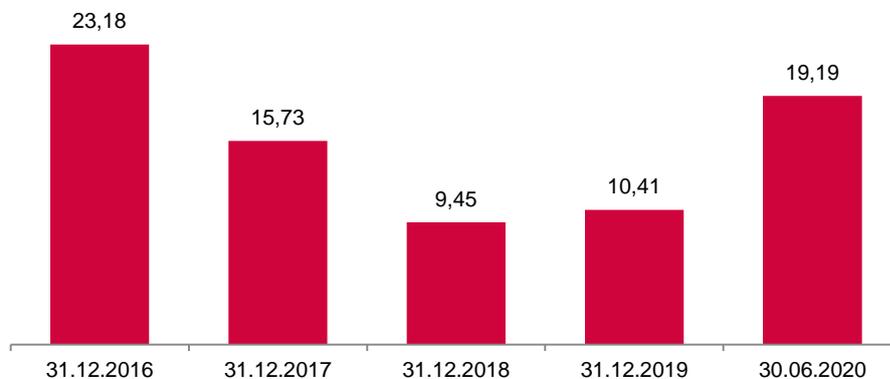
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2020

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Eigenkapital	59,67	60,20	63,23
EK-Quote (in %)	62,7%	57,6%	57,5%
Operatives Anlagevermögen	51,31	58,24	58,58
Working Capital	-0,43	-3,62	-8,20
Liquide Mittel	9,45	10,41	19,19
Cashflow - operativ	2,00	9,52	11,46
Cashflow - Investition	-1,14	-1,82	-1,28
Cashflow - Finanzierung	-4,21	-6,77	-1,35

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Zum 30.06.2020 haben sich die ohnehin soliden Bilanzrelationen der USU Software AG nochmals leicht verbessert, womit sich die Gesellschaft angesichts der aktuellen Covid-19-Pandemie weiterhin in einer komfortablen Lage befindet. Besonders deutlich sticht dabei der starke Anstieg der liquiden Mittel auf 19,19 Mio. € (31.12.19: 10,41 Mio. €) heraus. Der operative Cashflow, als Grundlage dieser Entwicklung, kletterte dabei infolge der guten operativen Entwicklung einerseits sowie andererseits aufgrund einer weiteren Working Capital-Reduktion deutlich auf 11,46 Mio. € (VJ: 4,56 Mio. €) an. Auch ohne Working Capital-Effekte hätte die USU Software AG einen positiven Cashflow in Höhe von 5,61 Mio. € (VJ: 0,97 Mio. €) erreicht. Kurzfristig werden sich die liquiden Mittel jedoch aufgrund der nach dem 30.06.2020 erfolgten Dividendenzahlungen in Höhe von 4,21 Mio. € reduzieren, werden aber nach wie vor auf hohem Niveau verbleiben.

### Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ein weiterer Aspekt des komfortablen Bilanzbildes ist die überdurchschnittlich hohe Eigenkapitalausstattung der Gesellschaft. Infolge des positiven Nachsteuerergebnisses erhöhte sich das Eigenkapital auf 63,23 Mio. € (31.12.19: 60,20 Mio. €) und die dazu korrespondierende EK-Quote blieb mit 57,5 % (31.12.19: 57,6 %) auf gewohnt hohem Niveau. In Verbindung mit der Tatsache, dass die Gesellschaft keinerlei Bankverbindlichkeiten aufgenommen hat, ergibt sich für die USU Software AG daraus eine sehr hohe Finanzierungsflexibilität. Diese ist sowohl hinsichtlich möglicher Belastungen im Zusammenhang mit der aktuellen Pandemie als auch für das künftige anorganische Wachstum ein wichtiges Asset.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 20e (alt)	GJ 20e (neu)	GJ 21e (alt)	GJ 21e (neu)	GJ 2022e
Umsatzerlöse	95,63	101,37	101,37	112,77	112,77	124,05
EBIT	4,05	4,02	5,60	9,55	9,55	12,74
EBIT-Marge	4,2%	4,0%	5,5%	8,5%	8,5%	10,3%
bereinigtes EBIT	6,23	5,51	6,35	10,90	10,90	14,09
bereinigte EBIT-Marge	6,5%	5,4%	6,3%	9,7%	9,7%	11,4%
Jahresüberschuss	5,27	3,03	4,78	7,18	8,14	9,56
EPS in €	0,50	0,29	0,45	0,68	0,77	0,91

Quelle: GBC AG

Trotz der sehr guten Umsatz- und Ergebnisentwicklung des ersten Halbjahres 2020 hat das USU-Management die Unternehmens-Guidance nicht verändert. Wie auch schon im Rahmen des Q1-Berichtes rechnet die Gesellschaft, selbst bei einer länger anhaltenden Pandemie, mit einem Umsatzwachstum und einem positiven bereinigten EBIT im zweiten Halbjahr, womit das Ergebnisniveau des ersten Halbjahres weiter ausgebaut werden sollte. Die Grundlage für diese in unseren Augen vergleichsweise konservative Unternehmensprognose ist ein erwartet weiteres starkes SaaS-Geschäft, welches jedoch im Gegenzug von einer verhalteneren Entwicklung im Lizenzgeschäft begleitet werden sollte. Grundsätzlich erkennt die Gesellschaft Risiken aus dem Wegfall von Kundenveranstaltungen, die in der Regel eine hohe Lead-Generierung ermöglichen. Die in den vergangenen Quartalen gewonnenen Serviceaufträge sollten auch im zweiten Halbjahr für hohe Beratungserlöse sorgen, allerdings müssten im zweiten Halbjahr Neuaufträge gewonnen werden. Die Mittelfristplanung, wonach in den kommenden Jahren ein Umsatzwachstum in Höhe von 10 % und eine bereinigte EBIT-Marge zwischen 13 % - 15 % erreicht werden sollte, wurde zudem bestätigt.

Für das laufende Geschäftsjahr 2020 stufen wir die Unternehmens-Guidance, zumindest auf Ergebnisebene, als zurückhaltend ein. Analog zur USU-Prognose rechnen wir für 2020 mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 6,0 % auf 101,37 Mio. €. Für das zweite Halbjahr sollte die Gesellschaft damit zumindest in der Lage sein, das Umsatzniveau des Vorjahres in etwa zu erreichen. Weiterhin sind wir davon überzeugt, dass die Gesellschaft mit ihren Produkten, die insbesondere den Bereich Digitalisierung sowie IT-Infrastrukturen abdeckt, in der Lage sein sollte, die aktuelle Krise gut zu überstehen. Darüber hinaus ist zu erwähnen, dass die USU einen hohen Anteil der Umsätze mit Kunden erwirtschaftet, die vergleichsweise konjunkturresistent sind, wie etwa öffentliche Einrichtungen. Für die kommenden Jahre rechnen wir unverändert mit einem Umsatzanstieg von jeweils über 10 % auf 112,77 Mio. € (2021e) und 124,05 Mio. € (2022e).

Während wir unsere Umsatzprognosen unverändert lassen, passen wir unsere bereinigte EBIT-Prognose für das laufende Geschäftsjahr an. Konservativ rechnen wir zwar für das zweite Halbjahr mit einem geringeren Ergebnisbeitrag, die USU Software AG sollte dennoch mit einem bereinigten EBIT in Höhe von 6,35 Mio. € den Vorjahreswert leicht übertreffen. Eine weitere Anpassung haben wir im Bereich der Steuern vorgenommen und rechnen nun, im Zuge des im letzten Jahr beschlossenen Ergebnisabführungsvertrages mit der USU GmbH bis Ende 2021 mit einer niedrigeren Steuerquote. Entsprechend haben wir das Nachsteuerergebnis 2021 ebenfalls angehoben.

Die dargestellte Prognoseanhebung hat im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells eine Anhebung des Kursziels zur Folge gehabt. Ebenfalls kurszielerhöhend wirkt sich der turnmuskmäßige Roll-Over-Effekt aus, so dass sich ein neues Kursziel in Höhe von 22,00 € (bisher: 19,15 €) ergibt. Die USU-Aktie weist gegenüber unserer letzten Researchstudie ein Kursgewinn von 19,3 % auf. Trotz Kurszielsteigerung vergeben wir damit weiterhin das Rating HALTEN.

## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020-2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,3 % 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: 1,0 %).**

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

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

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

### *Bewertungsergebnis*

Die erfolgte Anhebung der Ergebnisprognose 2020 sowie des prognostizierten Nachsteuerergebnisses 2021 haben einen kurszielerhöhenden Effekt. Darüber hinaus hatte der vorgenommene Roll-Over der Kurszielbasis auf das Geschäftsjahresende 2021 (bisher: 2020) sich ebenfalls positiv auf das Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells ausgewirkt. Folglich haben wir unseren fairen Wert je Aktie auf 22,00 € (bisher: 19,15 €) nach oben angepasst.

## DCF-Modell

### 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	12,3%	ewige EBITA - Marge	10,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,6%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	-0,8%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	101,37	112,77	124,05	130,25	136,77	143,60	150,79	158,32	
US Veränderung	6,0%	11,3%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,75	1,97	2,18	2,32	2,43	2,56	2,68	2,82	
EBITDA	8,35	12,15	15,29	16,06	16,86	17,70	18,59	19,52	
EBITDA-Marge	8,2%	10,8%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	
EBITA	5,60	9,55	12,74	13,44	14,28	15,12	16,00	16,93	
EBITA-Marge	5,5%	8,5%	10,3%	10,3%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%	10,8%
Steuern auf EBITA	-0,84	-1,43	-3,19	-3,36	-3,57	-3,78	-4,00	-4,23	
zu EBITA	15,0%	15,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	4,76	8,12	9,56	10,08	10,71	11,34	12,00	12,70	
Kapitalrendite	8,7%	14,5%	17,2%	18,0%	19,4%	20,6%	21,8%	23,1%	23,9%
Working Capital (WC)	-2,00	-1,50	-1,00	-1,06	-1,11	-1,16	-1,22	-1,28	
WC zu Umsatz	-2,0%	-1,3%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	
Investitionen in WC	-1,62	-0,50	-0,50	0,06	0,05	0,06	0,06	0,06	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	57,90	57,20	57,00	56,20	56,20	56,20	56,20	56,20	
AFA auf OAV	-2,75	-2,60	-2,55	-2,62	-2,59	-2,59	-2,59	-2,59	
AFA zu OAV	4,7%	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	
Investitionen in OAV	-2,41	-1,90	-2,35	-1,82	-2,59	-2,59	-2,59	-2,59	
Investiertes Kapital	55,90	55,70	56,00	55,14	55,09	55,04	54,98	54,92	
EBITDA	8,35	12,15	15,29	16,06	16,86	17,70	18,59	19,52	
Steuern auf EBITA	-0,84	-1,43	-3,19	-3,36	-3,57	-3,78	-4,00	-4,23	
Investitionen gesamt	-4,02	-2,40	-2,85	-1,77	-2,53	-2,53	-2,53	-2,52	
Investitionen in OAV	-2,41	-1,90	-2,35	-1,82	-2,59	-2,59	-2,59	-2,59	
Investitionen in WC	-1,62	-0,50	-0,50	0,06	0,05	0,06	0,06	0,06	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,48	8,32	9,26	10,93	10,76	11,39	12,06	12,76	256,32

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	215,61	222,57
Barwert expliziter FCFs	56,91	52,63
Barwert des Continuing Value	158,70	169,95
Nettoschulden (Net debt)	-4,87	-9,00
Wert des Eigenkapitals	220,47	231,57
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	220,47	231,57
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	20,95	<b>22,00</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
22,9%	26,68	23,62	21,25	19,36	17,81
23,4%	27,19	24,06	21,63	19,69	18,10
23,9%	27,70	24,49	<b>22,00</b>	20,02	18,40
24,4%	28,21	24,93	22,38	20,35	18,69
24,9%	28,72	25,36	22,76	20,68	18,98

## ANHANG

### I.

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

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

### II.

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

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

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

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

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

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

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

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Jörg Grunwald, Vorstand**

### **§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

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

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



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

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