



Researchstudie (Update)

USU Software AG

USU

- Neuer Umsatz- und Ergebnisrekord im Q1 erreicht**
- Vorstand ist für 2020 vorsichtig optimistisch**
- Leichte Prognose- und Kurszielanhebung**

Kursziel: 19,15 €

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^{*5a,6a,11}

HALTEN

Kursziel: 19,15 €
(bisher: 19,00 €)

aktueller Kurs: 18,10
29.05.20 / XETRA / 10:09 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 190,48
EnterpriseValue³: 184,91
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 34,4 %

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/

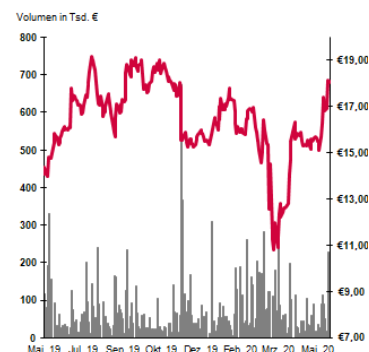
Knowledge Business

Mitarbeiter: 720 Stand: 31.03.2020

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	4,02	9,55	12,74
bereinigtes EBIT	6,23	5,51	10,90	14,09
Jahresüberschuss	5,27	3,03	7,18	9,56

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,50	0,29	0,68	0,91
Dividende je Aktie	0,40	0,40	0,40	0,40

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,93	1,82	1,64	1,49
EV/EBIT	45,66	45,95	19,36	14,51
EV/bereinigtes EBIT	29,68	33,57	16,96	13,12
KGV	36,14	62,80	26,53	19,92
KBV	3,16			

Finanztermine

26.06.2020: Hauptversammlung
31.08.2020: Q2-Bericht 2020
16.11.2020: Q3-Bericht 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

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

27.05.2019: RS / 24,70 / 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 12

EXECUTIVE SUMMARY

- Da im ersten Quartal 2020 bei der USU Software AG noch keine nennenswerten Belastungen aus der aktuellen Covid-19-Pandemie sichtbar wurden, kamen die positiven Auswirkungen aus den im vierten Quartal 2019 und im ersten Quartal 2020 gewonnenen Neuaufträgen voll zur Entfaltung. Mit einem Anstieg der Umsatzerlöse um 19,3 % auf 26,21 Mio. € (VJ: 21,98 Mio. €) sowie des bereinigten EBIT auf 1,97 Mio. € (VJ: 0,16 Mio. €) erreichte die Gesellschaft das beste erste Quartal der Unternehmenshistorie.
- Ein besonderer Treiber war hier der deutliche Anstieg des Auslandsgeschäftes. Aufgrund einer starken Nachfrage in den USA sowie der positiven Entwicklung der französischen USU-Tochter wurden die im Ausland erzielten Umsätze um 45,7 % auf 7,87 Mio. € (VJ: 5,40 Mio. €) deutlich ausgebaut. Mit einem Auslandsanteil der Umsätze in Höhe von 30,0 % (VJ: 24,6%) wurde die anvisierte Zielmarke der Gesellschaft erreicht. Die im Inland erwirtschafteten Umsätze kletterten, von einer deutlich höheren Basis ausgehend, um 10,7 % auf 18,34 Mio. € (VJ: 16,57 Mio. €). Auf die einzelnen Umsatzarten heruntergebrochen wird mit einem Anstieg in Höhe von 22,3 % eine besonders dynamische Entwicklung bei den Beratungserlösen ersichtlich. Aber auch die wiederkehrenden SaaS-/Wartungserlöse legten mit 15,3 % ebenfalls stark zu. Selbst die Lizenzträge, für die angesichts der aktuellen Krisensituation mit einem geringeren Wachstum gerechnet wird, legten um 12,9 % zu.
- Die sehr gute Geschäftsentwicklung des ersten Quartals 2020 stimmt uns positiv, dass die Gesellschaft vergleichsweise glimpflich aus der Covid-19-Krise herauskommen wird. Mit ihrem Produktportfolio bedient die USU Software AG den Digitalisierungstrend, welcher derzeit sogar noch stärker in den Fokus rückt. Darüber hinaus wird ein Großteil der Umsätze mit Kunden erwirtschaftet, die nicht zu den stark betroffenen Industrien zählen. Nennenswerte Umsatzerlöse werden beispielsweise mit öffentlichen Einrichtungen erwirtschaftet. Zugleich legte der Auftragsbestand, in dem die fixierten Umsätze der kommenden zwölf Monate enthalten sind, um 11,8 % auf 57,84 Mio. € (VJ: 51,74 Mio. €) deutlich zu.
- Vor diesem Hintergrund zeigt sich der USU-Vorstand optimistisch, dass selbst bei einer deutlich länger anhaltenden Krise oder einer weiteren Verschlechterung der Lage, in 2020 steigende Umsatzerlöse und ein positives bereinigtes EBIT erwirtschaftet werden. Die Mittelfristplanung, wonach für die kommenden Jahre ein 10%iges organisches Wachstum und eine Verbesserung der bereinigten EBIT-Marge auf 13 – 15 % erwartet wird, wurde auch bestätigt.
- Ausgehend von dieser etwas positiveren Erwartungshaltung des USU-Managements passen wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2020 leicht nach oben an. Wir erwarten nun ein Umsatzwachstum auf 101,37 Mio. € (bisher: 92,27 Mio. €) und ein bereinigtes EBIT in Höhe von 5,51 Mio. € (bisher: 5,05 Mio. €). Unsere Schätzungen der kommenden beiden Geschäftsjahre, die im Rahmen der Unternehmens-Guidance liegen, bleiben indes unverändert.
- Die leichte Anpassung unserer 2020er Schätzungen führen zu einer ebenfalls leichten Kurszielanhebung auf 19,15 € (bisher: 19,00 €). Aufgrund des starken Kursanstiegs seit unserer letzten Researchstudie liegt derzeit nur noch ein Kurspotenzial von 5,8 % vor und damit reduzieren wir unser Rating auf HALTEN.

INHALTSVERZEICHNIS

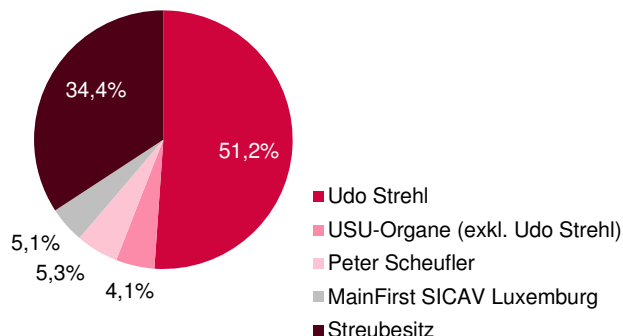
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsentwicklung Q1 2020	5
Umsatzentwicklung Q1 2020	5
Ergebnisentwicklung Q1 2020	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2020	7
Prognose und Bewertung	8
Bewertung	9
Modellannahmen	9
Bestimmung der Kapitalkosten	9
Bewertungsergebnis	9
DCF-Modell	10
Anhang	11

UNTERNEHMEN

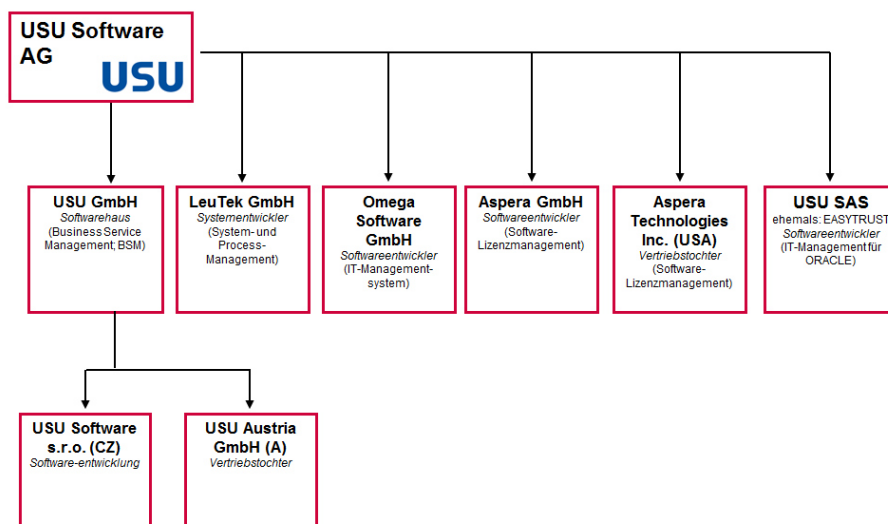
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl	51,2%
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	4,1%
Peter Scheufler	5,3%
MainFirst SICAV Luxemburg	5,1%
Streubesitz	34,4%

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 Q1 2020

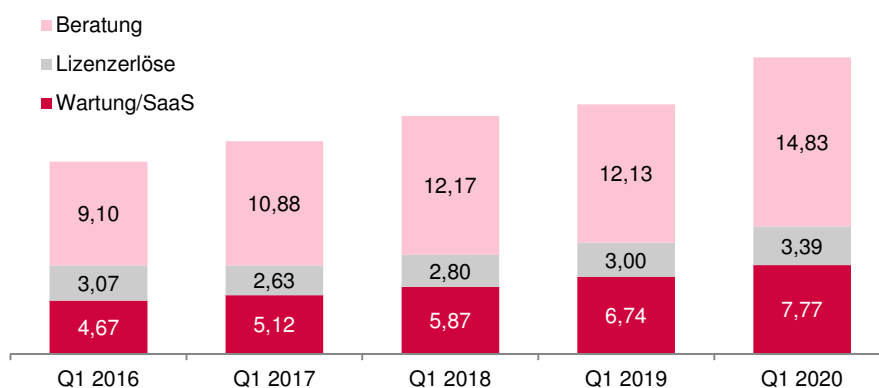
GuV (in Mio. €)	Q1 2018	Q1 2019	Q1 2020
Umsatzerlöse	21,01	21,98	26,21
davon Wartungserlöse / SaaS	5,87	6,74	7,77
davon Lizenzerlöse	2,80	3,00	3,39
davon Beratungserlöse	12,17	12,13	14,83
EBIT	0,38	-0,18	1,75
EBIT-Marge	1,8%	neg.	6,7%
bereinigtes EBIT	0,75	0,16	1,97
bereinigte EBIT-Marge	3,6%	0,7%	7,5%
Nachsteuerergebnis	0,47	-0,64	1,57

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung Q1 2020

Trotz der aktuell von der Covid-19-Pandemie geprägten Situation hat USU Software AG sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisebene das beste erste Quartal der Unternehmensgeschichte erreicht. Hier profitierte die Gesellschaft insbesondere von Neuaufträgen, die Ende 2019 und im ersten Quartal 2020 gewonnen wurden. Demgegenüber steht auch der Umstand, wonach sich die Corona-Krise erst zum Ende des ersten Quartals bemerkbar gemacht hatte und damit enthalten die Zahlen des ersten Quartals lediglich den Beginn der Krise. Vor allem das derzeit laufende zweite aber auch das dritte Quartal werden gemäß Unternehmensangaben stärker unter dem Einfluss der Corona-Krise stehen.

Umsatzentwicklung getrennt nach Umsatzgruppen (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch wenn alle drei Umsatzarten zum Wachstum beigetragen haben, ist der 22,3 %ige Ausbau der Beratungserlöse besonders nennenswert. Hier profitierte die Gesellschaft von mehreren Aufträgen, die im Vorjahr und im laufenden Geschäftsjahr gewonnen wurden. Besonders im Fokus stehen dabei Aufträge, die mit einer zunehmenden Digitalisierung und dem Ausbau von IT-Infrastrukturen zu tun haben.

Parallel dazu setzte sich der SaaS-Trend im ersten Quartal fort und damit kletterten die wiederkehrenden Umsätze um 15,3 % auf 7,77 Mio. € (VJ: 6,74 Mio. €). Die Nachfrage nach SaaS-Lösungen dürfte vor dem Hintergrund der aktuellen Corona-Pandemie sogar noch stärker ausfallen als bislang, da eine Kostenverteilung über die Laufzeit zu einer Erhöhung der Investitionsbereitschaft führt. Die USU Software AG bietet für die gesamte Produktpalette SaaS-Modelle an, so dass die Gesellschaft diesen Trend gut bedienen kann. Auch wenn SaaS in der Regel zu Lasten klassischer Lizenzverkäufe geht, legten

die Lizenzerlöse im ersten Quartal dennoch mit 12,9 % auf 3,39 Mio. € (VJ: 3,00 Mio. €) zu.

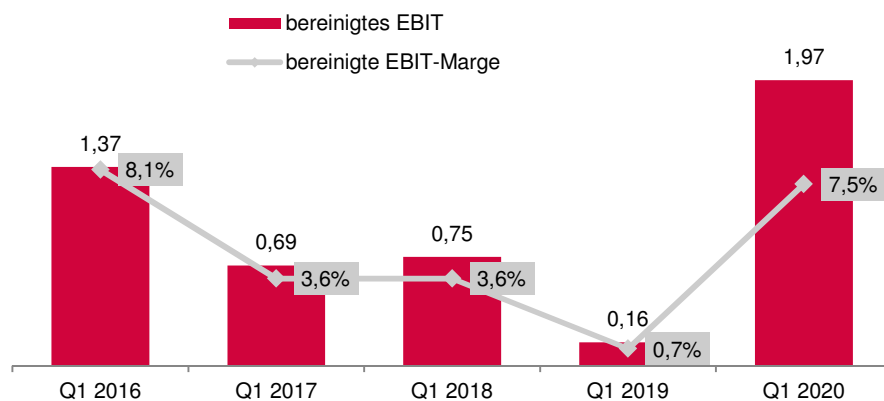
Ein wichtiger Teil des Umsatzwachstums ist dem deutlichen Anstieg des Auslandsgeschäftes zuzuordnen. Aufgrund einer starken Nachfrage in den USA sowie der positiven Entwicklung der französischen USU-Tochter wurden die im Ausland erzielten Umsätze um 45,7 % auf 7,87 Mio. € (VJ: 5,40 Mio. €) deutlich ausgebaut. Mit einem Auslandsanteil der Umsätze in Höhe von 30,0 % (VJ: 24,6%) wurde die anvisierte Zielmarke erreicht.

Ergebnisentwicklung Q1 2020

Als Folge des neuen Q1-Umsatzrekordes erwirtschaftete die USU Software AG mit einem bereinigten EBIT in Höhe von 1,97 Mio. € (VJ: 0,16 Mio. €) auch auf Ergebnisebene einen neuen absoluten Rekordwert. Die damit verbundene signifikante Steigerung der bereinigten EBIT-Marge auf 7,5 % (VJ: 0,7 %) steht insbesondere im Zusammenhang mit dem Ausbau des margenstarken Lizenz- und SaaS-Geschäftes.

Die operativen Kosten erhöhten sich zwar um 11,3 % auf 24,94 Mio. € (VJ: 22,41 Mio. €), dieser Anstieg lag damit deutlich unterhalb des Umsatzwachstums von 19,3 %. Besondere Kostensteigerungen verzeichnete die Gesellschaft bei den variablen Herstellungskosten des Umsatzes, was unter anderem mit einem Anstieg des Partnergeschäftes sowie eines höheren Freelancer-Einsatzes in Verbindung steht. Darüber hinaus hat die Gesellschaft in den vergangenen Berichtsperioden bewusst einen Ausbau des Personalbestandes vorgenommen. Gegenüber dem Vorjahr wurde die Belegschaft auf 720 Mitarbeiter (31.03.2019: 699 Mitarbeiter) weiter gesteigert.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aufgrund fehlender Bankverbindlichkeiten sowie aufgrund der Tatsache, dass die Anwendung von IFRS 16 einen nur geringen Einfluss auf das Finanzergebnis hat, weist die Gesellschaft keine relevanten Finanzaufwendungen auf. Zusammen mit der niedrigen Steuerbelastung in Höhe von 0,16 Mio. € (VJ: 0,45 Mio. €), wobei wir hier von einer Aktivierung latenter Steuern ausgehen, verbesserte sich das Nachsteuerergebnis erheblich auf 1,57 Mio. € (VJ: -0,64 Mio. €).

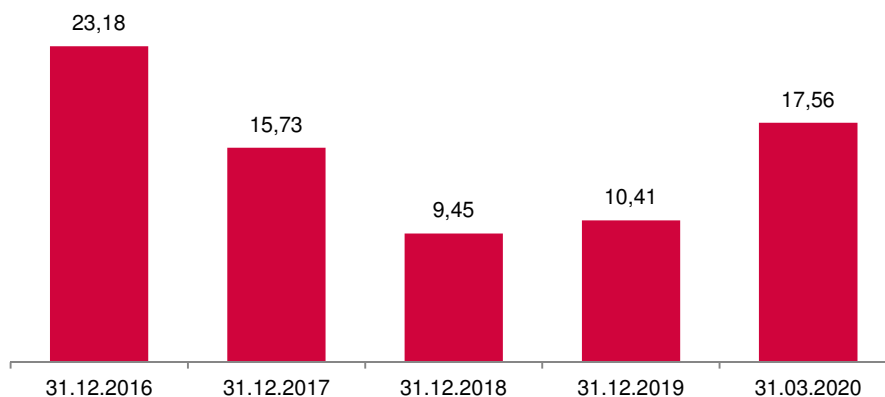
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2020

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.03.2020
Eigenkapital	59,67	60,20	61,60
EK-Quote (in %)	62,7%	57,6%	56,5%
Operatives Anlagevermögen	51,31	58,24	58,52
Working Capital	-0,43	-3,62	-8,73
Liquide Mittel	9,45	10,41	17,56
Cashflow - operativ	2,00	9,52	8,59
Cashflow - Investition	-1,14	-1,82	-0,74
Cashflow - Finanzierung	-4,21	-6,77	-0,68

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Mit Veröffentlichung unserer letzten Researchstudie (siehe Studie vom 06.04.2020) haben wir auf die Bedeutung einer soliden Vermögenslage angesichts der aktuellen Covid-19-Pandemie hingewiesen. Zum 31.03.2020 weist die USU Software AG dabei nochmals verbesserte Bilanzrelationen auf. Allen voran zu nennen ist der für den Jahresbeginn typische deutliche Anstieg der liquiden Mittel auf 17,56 Mio. € (31.12.19: 10,41 Mio. €). Neben der Cash-Generierung aus dem operativen Geschäft wurden einerseits Forderungen abgebaut und es erfolgte andererseits die Rechnungsstellung für noch zu erbringende Wartungs- und SaaS-Verträge. Auch wenn in den Folgequartalen mit einem Rückgang der liquiden Mittel zu rechnen ist, ist der aktuelle Liquiditätsbestand sehr komfortabel.

Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Durch den Ausbau der liquiden Mittel sowie auf der Passivseite der vereinnahmten Rechnungen (passiver RAP) erhöhte sich die Bilanzsumme um 4,51 Mio. € auf 108,97 Mio. €. Trotz des Anstiegs des Eigenkapitals auf 61,60 Mio. € (31.12.19: 60,20 Mio. €) ergibt sich damit zwar ein leichter Rückgang der EK-Quote auf 56,5 % (31.12.19: 57,6 %). Nach wie vor bietet diese eine hohe Sicherheit, zumal die Bilanz der USU Software AG auch weiterhin frei von Bankverbindlichkeiten ist.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e (alt)	GJ 2020e (neu)	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	95,63	92,27	101,37	112,77	124,05
EBIT	4,05	3,56	4,02	9,55	12,74
<i>EBIT-Marge</i>	4,2%	3,9%	4,0%	8,5%	10,3%
bereinigtes EBIT	6,23	5,05	5,51	10,90	14,09
<i>bereinigte EBIT-Marge</i>	6,5%	5,5%	5,4%	9,7%	11,4%
Jahresüberschuss	5,27	2,69	3,03	7,18	9,56
EPS in €	0,50	0,26	0,29	0,68	0,91

Quelle: GBC AG

Die hervorragende Geschäftsentwicklung im ersten Quartal 2020 sehen wir als ein Zeichen einer hohen Resilienz gegenüber der aktuellen Covid-19-Pandemie an. Da die Gesellschaft mit ihren Produkten insbesondere den Bereich der Digitalisierung sowie der Verbesserung der IT-Infrastrukturen abdeckt, sollte sie die aktuelle Krisensituation gut überstehen. In der aktuellen Lage erweist sich die USU Software AG zudem als besonders innovativ. So wurden Corona-Angebote erarbeitet, um beispielsweise die Arbeitsfähigkeit in Homeoffice und wichtige Geschäftsprozesse sicherzustellen. Auch die Entwicklung des Corona-Bot, als Informationsquelle für Fragen um Corona-Regularien, verdeutlicht die Flexibilität und Innovationsfähigkeit der Gesellschaft.

Ein weiterer Aspekt ist der hohe Anteil der Umsätze von Kunden, die nicht von Corona betroffen sind. Nach Unternehmensangaben werden lediglich 10 – 15 % der Umsätze mit Unternehmen aus den besonders stark betroffenen Industrien erwirtschaftet. Ein Teil der Umsätze wird sogar mit als besonders konjunkturreisistent geltenden öffentlichen Einrichtungen erwirtschaftet. Auch der Auftragsbestand, in dem die fixierten Umsätze der kommenden 12 Monate abgebildet ist, legte zum Ende des ersten Quartals 2020 auf 57,84 Mio. € (VJ: 51,74 Mio. €) deutlich zu. In der Telefonkonferenz zu den Q1-Zahlen hatte sich der USU-Vorstand Bernhard Oberschmidt dementsprechend positiv hinsichtlich der künftigen Entwicklung geäußert, wenngleich für das laufende zweite und für das dritte Quartal mit Corona-bedingten Belastungen gerechnet wird.

Gemäß Unternehmens-Guidance soll, selbst bei einer deutlich länger anhaltenden Krise oder einer weiteren Verschlechterung der Lage, in 2020 steigende Umsatzerlöse und ein positives bereinigtes EBIT erwirtschaftet werden. Dabei wird mit einer unverändert positiven Entwicklung des SaaS-Geschäftes sowie auf Basis der gewonnen Serviceaufträge mit einer hohen Auslastung der Beratermannschaft und damit einem steigenden Servicegeschäft gerechnet. Auch wenn die Lizenzlöse möglicherweise bei einer Verschärfung der Lage weniger nachgefragt werden würden, rechnet der USU-Vorstand mit einem starken Lizenzgeschäft. Die Mittelfristplanung, wonach für die kommenden Jahre ein 10%iges organisches Wachstum und eine Verbesserung der bereinigten EBIT-Marge auf 13 – 15 % erwartet werden, wurde bestätigt.

Wir passen unseren Prognosen der Unternehmens-Guidance an und rechnen nunmehr mit einem leichten Umsatzwachstum in Höhe von 6,0 % auf 101,37 Mio. €, nachdem wir bislang von einer rückläufigen Umsatzentwicklung ausgegangen waren. Auch auf Ergebnisebene haben wir unsere Prognosen leicht nach oben angepasst. Unsere Schätzungen der kommenden beiden Geschäftsjahre, die im Rahmen der Unternehmens-Guidance liegen, bleiben indes unverändert. Die leichte Anpassung unserer 2020er Schätzungen führt zu einer ebenfalls leichten Kurszielanhebung auf 19,15 € (bisher: 19,00 €). Aufgrund des starken Kursanstiegs seit unserer letzten Researchstudie liegt derzeit nur noch ein Kurspotenzial von 5,8 % vor und damit reduzieren wir unser Rating auf 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

Wir haben ein neues Kursziel in Höhe von 19,15 € (bisher: 19,00 €) ermittelt. Die leichte Kurszielanhebung ist dabei eine Folge der leichten Erhöhung der Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2020, während die Prognosen für 2021 und 2022 unverändert geblieben sind.

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	10,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
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	
<i>US Veränderung</i>	6,0%	11,3%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	1,75	1,97	2,18	2,32	2,43	2,56	2,68	2,82	
EBITDA	6,77	12,15	15,29	16,06	16,86	17,70	18,59	19,52	
<i>EBITDA-Marge</i>	6,7%	10,8%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	
EBITA	4,02	9,55	12,74	13,44	14,28	15,12	16,00	16,93	
<i>EBITA-Marge</i>	4,0%	8,5%	10,3%	10,3%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%	10,7%
Steuern auf EBITA	-1,01	-2,39	-3,82	-4,03	-4,28	-4,54	-4,80	-5,08	
<i>zu EBITA</i>	25,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	3,02	7,17	8,92	9,41	9,99	10,58	11,20	11,85	
Kapitalrendite	5,5%	12,8%	16,0%	16,8%	18,1%	19,2%	20,4%	21,6%	22,2%
Working Capital (WC)	-2,00	-1,50	-1,00	-1,06	-1,11	-1,16	-1,22	-1,28	
<i>WC zu Umsatz</i>	-2,0%	-1,3%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	
<i>Investitionen in WC</i>	-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	
<i>AFA auf OAV</i>	-2,75	-2,60	-2,55	-2,62	-2,59	-2,59	-2,59	-2,59	
<i>AFA zu OAV</i>	4,7%	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-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	6,77	12,15	15,29	16,06	16,86	17,70	18,59	19,52	
Steuern auf EBITA	-1,01	-2,39	-3,82	-4,03	-4,28	-4,54	-4,80	-5,08	
Investitionen gesamt	-4,02	-2,40	-2,85	-1,77	-2,53	-2,53	-2,53	-2,52	
<i>Investitionen in OAV</i>	-2,41	-1,90	-2,35	-1,82	-2,59	-2,59	-2,59	-2,59	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,62	-0,50	-0,50	0,06	0,05	0,06	0,06	0,06	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,74	7,37	8,62	10,26	10,05	10,64	11,26	11,91	235,19

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	198,39	205,09
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	52,78	49,16
<i>Barwert des Continuing Value</i>	145,61	155,93
Nettoschulden (Net debt)	-3,13	-6,30
Wert des Eigenkapitals	201,52	211,39
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	201,52	211,39
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	19,15	20,09

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				
	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
21,2%	23,24	20,54	18,44	16,77	15,42
21,7%	23,72	20,95	18,80	17,08	15,69
22,2%	24,20	21,36	19,15	17,39	15,96
22,7%	24,68	21,77	19,50	17,70	16,23
23,2%	25,17	22,17	19,85	18,00	16,50

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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