



Researchstudie (Anno)

USU Software AG

USU

- Geschäftsjahr 2021 mit Rekordumsätzen und Rekordergebnis abgeschlossen -**
- Fortsetzung des Wachstumskurses erwartet -**

Kursziel: 35,20 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 21

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: 35,20 €
(bisher: 33,90 €)

aktueller Kurs: 22,40
05.04.22 / XETRA / 11:11 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 235,74
EnterpriseValue³: 227,28
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 35,3 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

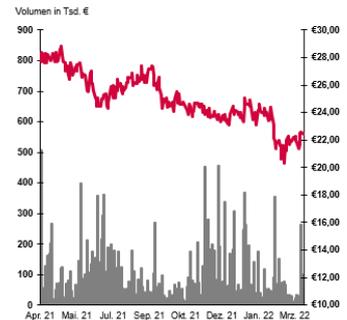
Mitarbeiter: 750 (31.12.2021)

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Dr. Benjamin Strehl

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



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatz	111,90	125,00	137,50	151,25
EBIT	9,67	11,48	16,45	19,76
bereinigtes EBIT	10,18	11,98	16,93	20,19
Jahresüberschuss	6,76	7,96	11,44	13,76

Kennzahlen in EUR

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

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,03	1,82	1,65	1,50
EV/EBIT	23,52	19,81	13,82	11,50
EV/bereinigtes EBIT	22,32	18,98	13,43	11,26
KGV	34,88	29,61	20,60	17,13
KBV	3,66			

Finanztermine

19.05.2022: Q1-Bericht 2022
01.07.2022: Hauptversammlung
31.08.2020: Q2-Bericht 2022
24.11.2020: Q3-Bericht 2022

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

02.03.2022: RS / 33,90 / KAUFEN
22.11.2021: RS / 35,50 / KAUFEN
03.09.2021: RS / 35,30 / KAUFEN
27.05.2021: RS / 33,65 / KAUFEN
08.04.2021: RS / 33,65 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Wie bereits durch die Ende Februar 2022 veröffentlichten vorläufigen Zahlen bekannt geworden ist, war das abgelaufene Geschäftsjahr 2021 für die USU Software AG ein Rekordjahr. Mit Rekord-Umsatzerlösen in Höhe von 111,90 Mio. € (VJ: 107,33 Mio. €) wurde zum zweiten Mal in Folge die Marke von 100 Mio. € übertroffen. Das von der Gesellschaft in Aussicht gestellt leichte Umsatzwachstum hatte sich mit dem erreichten Anstieg in Höhe von 4,3 % damit voll erfüllt.
- Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr hatte die Gesellschaft dabei vom anhaltenden Trend der Digitalisierung profitiert. Darüber hinaus hatte sich die Verschiebung von Lizenzerträgen hin zu wiederkehrenden SaaS-Erlösen weiter fortgesetzt. Folglich erhöhten sich die wiederkehrenden Erlöse (Wartungserträge und SaaS-Erlöse) um 6,3 % auf 34,53 Mio. € (VJ: 32,49 Mio. €), bei einer gleichzeitigen Reduktion der Lizenzumsätze um -7,5 % auf 11,96 Mio. € (VJ: 12,93 Mio. €). Aufgrund einer unverändert hohen Nachfrage nach IT-Projekten kletterten die Beratungserlöse um 5,8 % auf 63,68 Mio. € (VJ: 60,18 Mio. €). Eigentlich hätte die USU Software AG sogar eine noch höhere Wachstumsdynamik erreicht, pandemiebedingte Effekte hatten jedoch die Neukundengewinnung, insbesondere im Ausland, erschwert.
- Der Umsatzzanstieg war von einem nur unterproportionalen Anstieg der operativen Kosten begleitet und damit kletterte das bereinigte EBIT auf 10,18 Mio. € (VJ: 9,24 Mio. €) und die bereinigte EBIT-Marge stieg auf 9,1 % (VJ: 8,6 %) an. Die mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2020 publizierte Unternehmens-Guidance hatte für 2021 ein bereinigtes EBIT in einer Bandbreite von 9 – 10 Mio. € in Aussicht gestellt, welche damit sogar leicht übertroffen worden ist.
- Die mit Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen publizierte Guidance für 2022 wurde im Geschäftsbericht bestätigt. Für das laufende Geschäftsjahr 2022 wird ein Umsatzwachstum auf 120 bis 125 Mio. € und ein Anstieg des bereinigten EBIT auf 10,5 bis 12,0 Mio. € gerechnet. Mittelfristig kalkuliert das USU-Management mit einem durchschnittlichen Umsatzwachstum in Höhe von 10 % und einem Anstieg der bereinigten EBIT-Marge auf 13 % bis 15 %.
- Im laufenden Geschäftsjahr soll das Neukundengeschäft weiter ausgebaut werden. Mit der Aufhebung der Corona-Beschränkungen ist der Besuch von Messen, Konferenzen, Veranstaltungen etc. wieder möglich, was für die Gewinnung von Neukunden wichtig ist. Von internationaler Partnerseite gibt es diesbezüglich erste positive Rückmeldungen. Da erwartungsgemäß rund 45 % am Neukundengeschäft SaaS-Erlöse sein sollen, ist von einem weiteren Ausbau des margenstarken SaaS-Geschäftes auszugehen. Gleichzeitig rechnen wir bei steigenden Umsätzen mit Skaleneffekten, so dass die vom Management in Aussicht gestellte Rentabilitätsverbesserung realistisch ist.
- Folglich orientieren wir uns an der Unternehmens-Guidance und rechnen für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 125,00 Mio. € sowie für die kommenden Geschäftsjahre mit einem Umsatzzanstieg von jeweils 10 %. Das bereinigte EBIT in 2022 wird, unseren Erwartungen gemäß, auf 11,98 Mio. € ansteigen und in den kommenden Geschäftsjahren bis in die von der Gesellschaft erwartete Margen-Bandbreite zulegen.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 35,20 € (bisher: 33,90 €) ermittelt. Die Kurszielsteigerung ist ausschließlich eine Folge des erstmaligen Einbezugs der 2024er Schätzungen in die konkrete Schätzperiode, wodurch eine höhere Basis für die nachfolgende Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells vorliegt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
ESG	4
Unternehmen	7
Aktionärsstruktur	7
Konsolidierungskreis	7
Produkte	7
USU Software Asset Management	8
USU IT Service Management	8
USU Self-Service Management	8
USU Knowledge Management	8
Referenzkunden	9
Markt und Marktumfeld	10
Unternehmensentwicklung	11
Kennzahlen im Überblick	11
Geschäftsentwicklung 2021	12
Umsatzentwicklung GJ 2021	12
Ergebnisentwicklung GJ 2021	13
Bilanzielle und finanzielle Situation	15
Prognose und Bewertung	16
Prognosegrundlage 2022 - 2024	16
Umsatz- und Ergebnisprognose 2022 – 2024	17
Bewertung	19
Modellannahmen	19
Bestimmung der Kapitalkosten	19
Bewertungsergebnis	19
DCF-Modell	20
Anhang	21

ESG

ESG/Nachhaltigkeits-Check

Neben den zunehmenden regulatorischen Aspekten (Stichwort: EU-Taxonomie, Offenlegungsverordnung etc.) hat das Thema Nachhaltigkeit für CEOs eine weitere, nicht minder wichtige Dimension: Nachhaltigkeit und Transparenz-Konformität spielen heute eine tragende Rolle für die Bewertung eines Unternehmens am Kapitalmarkt und sind ausschlaggebend für die Investitionsentscheidung institutioneller Investoren – sowohl bei Aktien als auch bei Bonds. Vor diesem Hintergrund haben wir die **USU Software AG** einem Nachhaltigkeits-Check auf Basis unseres standardisierten und proprietären Nachhaltigkeitsfragebogens unterzogen, um ein unternehmensspezifisches ESG-Profil zu erstellen und konkrete nachhaltigkeitsorientierte Unternehmensaktivitäten (Impact) zu durchleuchten.

ESG-Profil: Nachhaltigkeitsorientierte Aktivitäten des Unternehmens (auf Basis der Beantwortung des GBC-Nachhaltigkeitsfragebogens)

E - Beitrag zum Umweltschutz

- ❖ Nachhaltige Verringerung und Vermeidung von CO₂-Emissionen (**Agenda 2023 - Klimaneutralität**) und dadurch Verbesserung des Umwelt- und Klimaschutzes als wesentliches Unternehmensziel und Bestandteil der Unternehmensstrategie
- ❖ Kontinuierliche Reduktion des Stromverbrauchs beispielsweise durch konsequentes Umstellen auf LED-Technik oder durch Virtualisierung von Servern
- ❖ Strombezug aus Ökostromquellen
- ❖ Papierloses Office (Ressourcenschonung)
- ❖ E-Bikes und E-Mobilität sind fester Bestandteil des Firmenfuhrparks



S – Maßnahmen für ein nachhaltiges Arbeitsumfeld und Personalförderung

- ❖ „**Great Place To Work**“ Institut Deutschland Auszeichnung erhalten: USU zählt zu Deutschlands besten 15% Arbeitsgebern
- ❖ Angebot kostenfreier Trainings- und Schulungsmöglichkeiten wie IT-Fortbildung, Sprachkurs und Angebot dualer Studienangebote (Entwicklung von zukünftigen Fach- und Führungskräften inhouse)
- ❖ Gleitzeit/ Flexible Arbeitszeitgestaltung
- ❖ Gesundheitsangebote, wie beispielsweise Rückenschulungsprogramme oder Stresseminare
- ❖ Sowohl kulturelles als auch soziales Engagement durch Maßnahmen, wie ehrenamtliches Engagement für Initiativen/soziale Dienste sowie Sponsoring und Spenden



G – Unternehmensführung

- ❖ USU Software AG für Nachhaltigkeit ausgezeichnet: Im Rahmen der **FOCUS-Studie** im Rahmen einer Nachhaltigkeitsanalyse „Deutschland Test“ erhält das Unternehmen das Siegel „**Deutschlands Beste Nachhaltigkeit**“
- ❖ Kontinuierliche Investitionen in Technologien/Digitalisierung, Mitarbeiter, Verbesserung von Energieeffizienzsystemen
- ❖ Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten als integraler Bestandteil der Unternehmensphilosophie und strategischen Ausrichtung der Geschäftsaktivitäten
- ❖ Umsetzung einer nachhaltigen Corporate Governance



Die USU Software AG ist ein renommiertes deutsches Softwarehaus und agiert im Bereich Business Service Management/ Knowledge Business. Konkret entwickelt und distribuiert das Unternehmen Softwarelösungen für wissensbasiertes Ser-

vicemanagement. Nachhaltigkeitsorientiertes Handeln ist fest in die Unternehmensstrategie und Geschäftsausrichtung integriert. Dies findet sich in einer nachhaltigkeitsorientierten Personalpolitik, Energie- und Emissionsmanagement und einem schonenden Umgang mit Ressourcen (Strom, Wasser etc.) wieder. Daher stellen die drei Nachhaltigkeitsdimensionen Ökonomie, Ökologie und Soziales eine tragende Rolle dar. Das Produktspektrum umfasst Produkte für softwarebasierte und hochinnovative Softwarelösungen. Die Produkte der USU unterstützen Unternehmen dabei Digitalisierungsprozesse zu implementieren und die Optimierung von Produktionsprozessen durchzuführen und somit die Wettbewerbsfähigkeit, Resilienz und Prozesseffizienz nachhaltig zu erhöhen.

SDG-Referenz: Unternehmensspezifischer Beitrag zu den 17 UN-Nachhaltigkeitszielen (Auszug)

Die USU Software AG leistet einen wesentlichen Beitrag zu den Zielen: 1,2,3,4,5,6,7,8, 9,11,12,13,14,15,16 und 17. Dadurch trägt die Gesellschaft zur Zielerfüllung zu 16 von 17 UN-Nachhaltigkeitszielen aktiv bei. Somit wird deutlich, dass die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten ein essenzieller Bestandteil des Geschäftsmodells respektive der Unternehmensstrategie darstellen und das Thema Nachhaltigkeit einen immanents Stellenwert bei der strategischen Ausrichtung der Geschäftsaktivitäten der USU einnimmt.



IMPACT: Die USU Software AG leistet durch die Implementierung diverser Softwarelösungen im Rahmen der digitalen Transformation und nachhaltigen Unternehmensausrichtung einen signifikanten Beitrag zu den **drei** nachfolgenden UN-Nachhaltigkeitszielen.



4. Hochwertige Bildung – „Inklusive, gerechte und hochwertige Bildung gewährleisten und Möglichkeiten des lebenslangen Lernens für alle fördern“

Der Mensch stellt für die USU Software AG als Softwarehouse eine elementare Ressource dar. Daher ist das Unternehmen bestrebt, hochqualifizierte Mitarbeiter zu akquirieren und auszubilden. Die Unternehmenskultur der USU Software AG ist darauf ausgelegt, das Personal fortlaufend zu fördern. In diesem Zusammenhang gewährt die USU Software AG seinen Mitarbeitern kontinuierlichen Zugang zu fachspezifischen Qualifizierungsmaßnahmen und zur Weiterentwicklung von Soft Skills respektive Auffrischungs- und Vertiefungsangebote zur Personalentwicklung. Das weite Spektrum der Bildungsangebote im Rahmen der dualen Weiterbildung, Ausbildung und Talentförderung stellt

einen elementaren IMPACT des Unternehmens dar. Konkret avisiert die USU Software AG eine stetige Ausweitung der Aus- und Weiterbildungstage. Im Geschäftsjahr 2021 lagen die **Aus- und Weiterbildungstage** der USU-Gruppe (Deutschland) beispielweise bei **durchschnittlich 2,7 Tage pro Mitarbeiter** (Zielsetzung: 2,5 Tage pro Mitarbeiter).



9. Industrie, Innovation und Infrastruktur – „Eine belastbare Infrastruktur aufbauen, inklusive und nachhaltige Industrialisierung fördern und Innovationen unterstützen“

Die Produkte der USU Software AG unterstützen Unternehmen, Digitalisierungsprozesse zu implementieren und somit eine nachhaltige und digitale Infrastruktur zu etablieren. Dadurch leistet die Gesellschaft einen essenziellen Beitrag, eine hochwertige und widerstandsfähige Infrastruktur aufzubauen. Durch die Implementierung von smarten und adaptiven Softwarelösungen wird die digitale Infrastruktur eingeführt (Stichwort: Digitale Transformation) respektive die bestehende digitale Infrastruktur modernisiert. Die hohe Innovationskraft des Unternehmens findet sich auch in einer **Auszeichnung des FOCUS Money** wieder, wo die USU Software AG den Titel **„Deutschlands Wertvollste Unternehmen“** für außerordentliche Kundenorientierung und Innovationskraft erhalten hat.



13. Maßnahmen zum Klimaschutz – „Umgehend Maßnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels und seiner Auswirkungen ergreifen“

Green/Sustainability Impact: Das Thema Klima- und Umweltschutz spielt bei der USU Software AG eine wesentliche Rolle im Rahmen der Unternehmensstrategie. Die Gesellschaft forciert im Rahmen der Klima- und Umweltschutz-Agenda eine konzernweite Klimaneutralität. Daher baut das Unternehmen auf eine Green-IT-Hardwareausstattung sowie Elektroautos/E-Bikes im Firmenfuhrpark. Das Unternehmen weist für 2019 eine ausgeglichene CO₂-Bilanz für ihren Strom- und Kraftstoffverbrauch in Europa aus. Die nicht vermeidbaren CO₂-Emissionen werden durch den Kauf von Klimaschutz-Zertifikaten kompensiert. In diesem Zusammenhang unterstützt die USU Software AG das Klimaschutzprojekt „Yuntdag Windpark“ in der Türkei, bestehend aus 17 Windräder mit einer installierten Nennleistung von je 2,5 Megawatt. Daraus ergibt sich eine **Einsparung von circa 115.000 Tonnen CO₂-Emissionen pro Jahr**.

GBC Nachhaltigkeitsfazit:

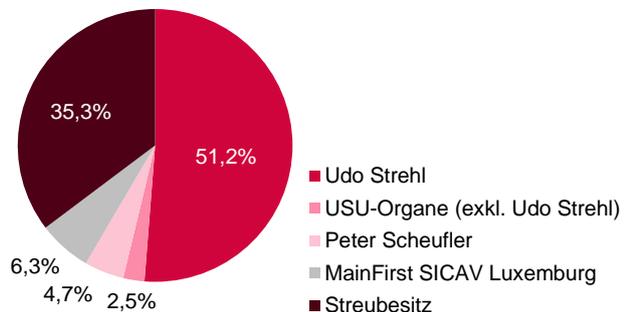
Zusammenfassend adressiert die USU Software AG insgesamt **16 der 17** UNESCO Nachhaltigkeitszielen und leistet somit einen aktiven Beitrag zu deren Erreichung. Dadurch ist ein Investment in ein nachhaltig agierendes Unternehmen sichergestellt und eignet sich somit gut für ein nachhaltigkeitsorientiertes (ESG-konformes) Portfolio. Die USU Software AG bietet dem Anleger somit die Möglichkeit aktiv in ein nachhaltigkeitsorientiertes Unternehmen und ein attraktives Segment im Rahmen der digitalen Transformation zu investieren. In diesem Zusammenhang stellt ein verstärktes Umweltbewusstsein und intaktes Nachhaltigkeitsmanagement der USU Software AG ein ideales ESG/Impact-Investment dar.

UNTERNEHMEN

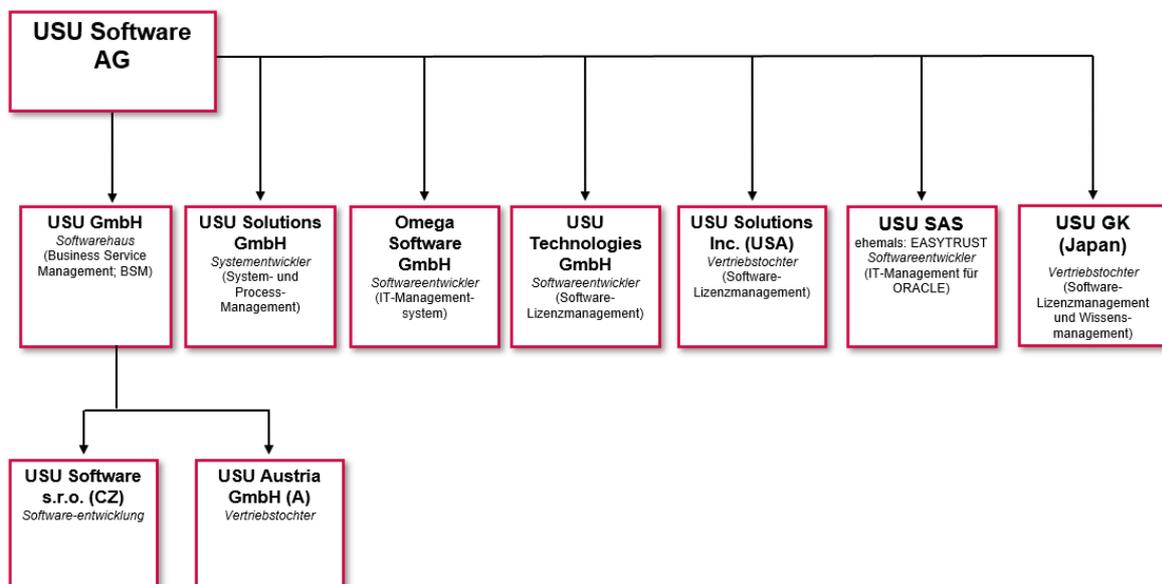
Aktionärsstruktur

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

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

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

Produkte

Das Strategieprojekt „One USU“ wurde auch als Basis für eine Schärfung der Konzernstrategie herangezogen. Das Leistungsspektrum der USU Software AG umfasst neben Software Asset Management, IT Service Management und IT Service Monitoring auch die Bereiche Knowledge Management, Self-Service Management, Digital Service Solutions und AI-Services. Der Kerngedanke und der Vorteil beim Einsatz der USU-Produktpalette liegen in einer Steigerung der Effizienz und in der Optimierung der Kosten bei der Nutzung der Informationstechnologie. Im Folgenden ein Überblick zu den wichtigsten Lösungen der USU Gruppe:

USU Software Asset Management

Die Steuerung des Softwareeinsatzes vor dem Hintergrund einer Budgetoptimierung wird durch den Einsatz von Software Asset Management erreicht. Mit dem USU Software Asset Management lässt sich eine aktive Kontrolle und automatisierte Beschaffung, Nutzung und Bereitstellung von Software und Lizenzen bewerkstelligen. Dies gilt dabei sowohl für so genannte On-Premise-Produkte und ermöglicht zudem den Überblick und die Optimierung von Cloud-Software. Eine Besonderheit von USU Software Asset Management ist auch die Abdeckung der SAP- und der Oracle-Lizenzlandschaft. Gemäß Angaben der Gesellschaft lassen sich die Lizenz- und Abonnementkosten um insgesamt bis zu 30 % reduzieren.

USU IT Service Management

Hierbei handelt es sich um eine umfassende Softwarelösung, die sowohl alle IT-Prozesse als auch alle Servicebereiche abdeckt. Mit dem Einsatz der Software soll eine durchgängige Automatisierung im Service Management erreicht und funktionale Lücken geschlossen werden sowie insgesamt die Komplexität reduziert werden. Die modular aufgebaute Software umfasst eine Vielzahl an Lösungen und Produkten.

Beispielsweise wird mit dem **IT Service Desk** eine effiziente Erfassung, Analyse und Bearbeitung der IT-Tickets ermöglicht. Bis zu 20 % der Endanwenderfragen und Störungsmeldungen können damit automatisch beantwortet und gelöst und bis zu 100 % der Serviceanfragen automatisch bearbeitet werden. Mit dem **IT Asset Management** können beispielsweise alle IT-Assets über den gesamten Lebenszyklus hinweg verwaltet werden. Mit dem **IT Financial Management** wird die IT-Kostenplanung, IT-Budgetierung und das IT-Controlling unterstützt. Weitere Module ergänzen das breite Anwenderspektrum von USU IT Service Management.

Auf der Technologie des USU IT Service Management basiert auch die konfigurierbare Softwarelösung USU Enterprise Service Management, die alle aus dem ITSM bekannten Methoden und Tools auf andere Servicebereiche der Unternehmen anwendet.

USU Self-Service Management

Mit den USU Lösungen für Self-Service-Management werden Service-Workflows automatisiert. Kunden und Mitarbeiter können auf Informationen zugreifen, Serviceanfragen stellen und Routineaufgaben, wie Anträge, Reservierungen, Buchungen etc. selbst vornehmen. Beispielhaft hierfür steht die intelligente **Customer Self-Service-Lösung**, die auf Kundenanfragen die passenden Informationen zur Verfügung stellt. Sowohl der Kundenservice wird dadurch entlastet als auch die Kosten werden durch den höheren Automatisierungsgrad gesenkt. Auch interne Service-Anfragen, wie Störungsmeldungen, Serviceanträge etc. lassen sich mit den **Employee Self-Services** von USU abdecken. In diesem Bereich spielen die so genannten **Chatbots** eine wichtige Rolle. Mit Hilfe der Chatbots können Anliegen vorqualifiziert und Anfragen sogar vollständig automatisch abgewickelt werden. Nach USU-Angaben lassen sich damit 60 % der Standardanfragen reduzieren, die Automatisierung steigern und die Kosten um bis zu 20 % senken.

USU Knowledge Management

Um im Kundendienst oder internen Unternehmensbereichen den bestmöglichen Service anbieten zu können, muss der einfache und schnelle Zugriff auf Informationen gewährleistet sein. So liefert das **professionelle Wissensmanagement im IT Service** Mitarbei-

tern und Endanwendern das jeweilige Expertenwissen, um Anfragen schnell beantworten zu können. Eine höhere Servicequalität und geringere System-Ausfallzeiten sind die Folge. Auch beim **Knowledge Management für den Customer Service** werden Inhalte automatisiert für die Servicemitarbeiter aufbereitet, so dass Informationen schnell und bedarfsgerecht angezeigt werden. Auch in diesem Bereich kommen Chatbots oder Voicebots zum Einsatz.

Referenzkunden

Mit ihren Produkten hat die USU Software AG einen namhaften Kundenstamm aufgebaut. Vertreten sind Unternehmen verschiedener Branchen, wodurch keine spezifische Branchenabhängigkeit gegeben ist:



BAYERISCHE STAATSKANZLEI



Bayer HealthCare

MARKT UND MARKTUMFELD

Die USU Software AG ist als Software- und IT-Services-Anbieter Teil einer Branche, die auch im zweiten Corona-Jahr vom Digitalisierungstrend profitiert hatte. Gemäß einer Mitte 2021 durchgeführten Bitkom-Umfrage haben rund die Hälfte der befragten Unternehmen die Corona-Pandemie dazu genutzt, um Digitalisierungsvorhaben umzusetzen. Rund zwei Drittel (64 %) der befragten Unternehmen gaben zudem an, digitale Technologien hätten dazu verholfen, die Pandemie zu bewältigen. Und mit 95 % haben fast alle Unternehmen angegeben, dass die Digitalisierung von Geschäftsprozessen im Pandemieumfeld an Bedeutung gewonnen hat. Die aus dem verstärkten Einsatz von Home-Office resultierende Notwendigkeit einer dezentralen Datenverfügbarkeit ist dabei nur ein Aspekt der stärkeren Digitalisierungsbemühungen von Unternehmen.

Nichtsdestotrotz wurden aufgrund der Pandemie auch Digitalisierungsprojekte verschoben, was bei rund der Hälfte (52 %) der durch die Bitkom befragten Unternehmen der Fall war. Da aber die positiven Effekte überwiegen, erhöhten sich die Gesamtmarktumsätze im Softwarebereich in 2021 gegenüber dem Vorjahr um 8,4 %. Der Teilmarkt IT-Services wuchs um 3,8 % weniger dynamisch und lag damit auf gleichem Niveau wie die ITK-Gesamtmarktentwicklung.

Die ITK-Prognosen für das laufende Geschäftsjahr sind vor dem Hintergrund der noch nicht berücksichtigten und nicht absehbaren Folgen des Ukraine-Krieges zu sehen. Anfang Februar 2022 hat die Bitkom dabei von einer erneuten Verbesserung der Geschäftserwartungen der Digitalunternehmen berichtet. Aufgrund der hohen vorherrschenden Nachfrage sowie der Zuversicht eines baldigen Endes der Lieferengpässe war zu dem Zeitpunkt der Bitkom-ifo-Digitalindex auf 30 Punkte angestiegen und lag damit auf Vor-Corona-Niveau. Für das laufende Geschäftsjahr wird, bei einem erwarteten Gesamtmarktanstieg in Höhe von 3,6 %, mit einem Anstieg des Software-Teilmarktes um 8,7 % und des Teilmarktes IT-Services um 3,9 % gerechnet.

Dass die USU Software AG, wie in der Vergangenheit bewiesen, überdurchschnittlich stark an dieser Entwicklung partizipieren dürfte, ist als wahrscheinlich einzustufen. Belegt wird dies unter anderem auch durch die hohe Wettbewerbsfähigkeit ihrer Produktpalette. So wurde die USU Software AG mit ihrer Software-Lösung Enterprise Service Management vom US-amerikanischen Analystenhaus Forrester Research als großer etablierter Anbieter („Large Vendor“) eingestuft. Die Software USU Enterprise Service Management erzielte in einer Marktstudie des deutschen Analystenhauses Research in Action den ersten Platz im Gesamtranking. Laut den Analysten ist USU „der stärkste europäische Partner für Großunternehmen. Darüber hinaus wurde die USU Software AG als einziger deutscher Hersteller erstmals in den Gartner Magic Quadrant für IT Service Management (ITSM) aufgenommen.

Zudem dürfte die USU Software AG mit ihrer internationalen Ausrichtung auch in Regionen tätig sein, die stärkere Wachstumsraten als in Deutschland aufweisen. Gemäß Analysten von Research and Markets soll der weltweite Markt für IT Service Management zwischen 2021 und 2025 jährlich um durchschnittlich 19,1 % wachsen. Mit einem CAGR von 18,1 % und folglich mit einer ähnlich hohen Dynamik soll der weltweite Software Asset Management-Markt zwischen 2021 und 2026 anwachsen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	107,33	111,90	125,00	137,50	151,25
Herstellungskosten	-50,82	-55,73	-60,85	-65,04	-71,24
Bruttoergebnis vom Umsatz	56,51	56,18	64,15	72,46	80,01
Marketing- und Vertriebskosten	-20,40	-20,54	-23,13	-24,89	-26,92
Allgemeine und Verwaltungskosten	-14,30	-10,24	-12,95	-13,60	-14,07
Forschungs- und Entwicklungskosten	-15,43	-16,69	-17,50	-18,56	-19,97
sonstige betriebliche Erträge	1,29	1,53	1,40	1,53	1,20
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,66	-0,58	-0,50	-0,50	-0,50
EBIT	7,02	9,67	11,48	16,45	19,76
Zinserträge	0,05	0,18	0,10	0,10	0,10
Zinsaufwendungen	-0,27	-0,12	-0,20	-0,20	-0,20
Ergebnis vor Steuern	6,80	9,73	11,38	16,35	19,66
Steuern	-1,32	-2,97	-3,41	-4,90	-5,90
Jahresüberschuss	5,48	6,76	7,96	11,44	13,76
EBITDA	13,38	14,39	16,18	21,10	24,36
EBITDA-Marge	12,5%	12,9%	12,9%	15,3%	16,1%
EBIT	7,02	9,67	11,48	16,45	19,76
EBIT-Marge	6,5%	8,6%	9,2%	12,0%	13,1%
bereinigtes EBIT	9,24	10,18	11,98	16,93	20,19
bereinigte EBIT-Marge	8,6%	9,1%	9,6%	12,3%	13,3%
Ergebnis je Aktie in €	0,52	0,64	0,76	1,09	1,31
Dividende je Aktie in €	0,40	0,50	0,50	0,55	0,65
Aktienzahl in Mio. Stück	10,52	10,52	10,52	10,52	10,52

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2021

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
Umsatzerlöse	95,63	107,33	111,90
davon Wartungserlöse/SaaS	28,74	32,49	34,53
davon Lizenzerlöse	15,01	12,93	11,96
davon Beratungserlöse	49,91	60,18	63,68
EBIT	4,05	7,02	9,67
EBIT-Marge	4,2%	6,5%	8,6%
bereinigtes EBIT	6,23	9,24	10,18
bereinigte EBIT-Marge	6,5%	8,6%	9,1%
Jahresüberschuss	5,27	5,48	6,76
EPS in €	0,50	0,52	0,64

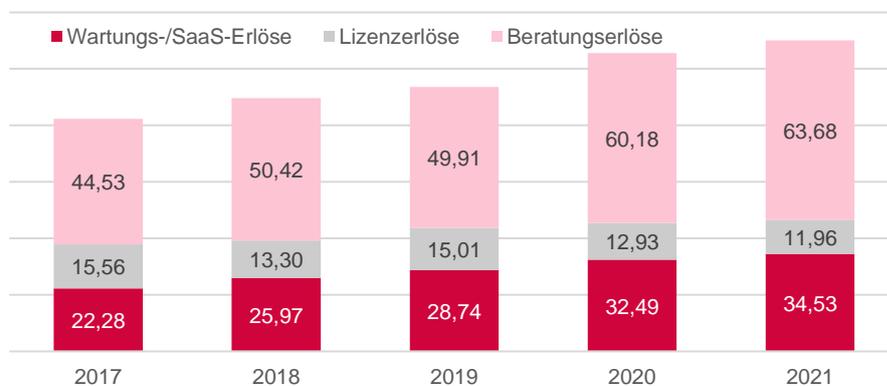
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung GJ 2021

Bereits Ende Februar 2022 hatte die USU Software AG vorläufige Zahlen zum erfolgreichen Geschäftsjahr 2021 publiziert. Mit dem nun veröffentlichten Geschäftsbericht liegt eine Bestätigung der vorläufigen Zahlen vor. Dabei hatte die Gesellschaft mit einem Umsatzzanstieg in Höhe von 4,3 % auf 111,90 Mio. € (VJ: 107,33 Mio. €) den höchsten Wert der Unternehmensgeschichte erreicht und damit zum zweiten Mal in Folge die Marke von 100 Mio. € übertroffen. In unseren bisherigen Prognosen (siehe Studie vom 22.11.2022) hatten wir Umsatzerlöse in Höhe von 111,86 Mio. € erwartet und insofern ist die Umsatzentwicklung der Gesellschaft voll im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen. Zum Beginn des vergangenen Geschäftsjahres hatte das USU-Management ein leichtes Umsatzwachstum in Aussicht gestellt. Auch die Unternehmens-Guidance wurde damit vollumfänglich erfüllt.

Nach wie vor profitiert die Gesellschaft vom anhaltenden Digitalisierungstrend, welcher sich während der Corona-Pandemie sogar verstärkt hatte. Besonders gut sichtbar wird dieser Trend anhand den um 5,8 % auf 63,68 Mio. € (VJ: 60,18 Mio. €) erhöhten **Beratungserlösen**, die von einer erhöhten Nachfrage nach IT-Projekten profitiert hatten. Aufgrund der hohen Nachfrage nach USU-Produkten steigerte die Gesellschaft zudem die wiederkehrenden Erträge, zusammengesetzt aus **Wartungserlösen** und **SaaS-Erlösen**, um 6,3 % auf 34,53 Mio. € (VJ: 32,49 Mio. €).

Aufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Fortsetzung des Wachstumstrends bei den reinen SaaS-Erlösen (+11,5 % ggü. VJ auf 10,82 Mio. €) ist auch dem allgemeinen Branchentrend geschuldet, wonach Kunden verstärkt Cloud-Lösungen nachfragen. Dieser Trend geht zu Lasten der einmaligen

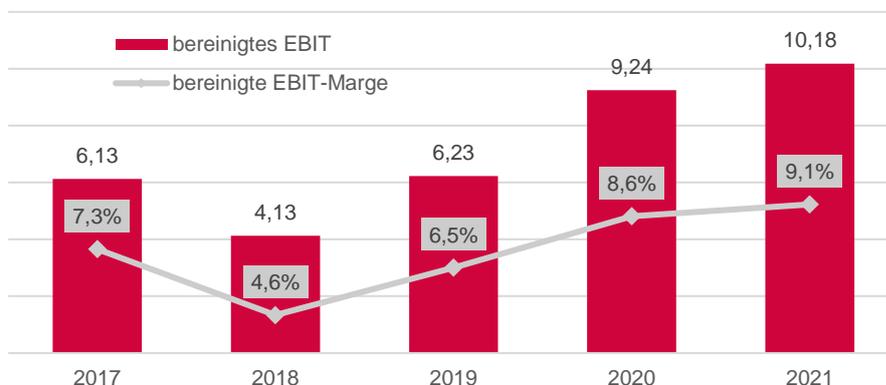
Lizenzverkäufe und damit des absoluten Konzern-Umsatzniveaus, führt jedoch zu einer gleichmäßigen Verteilung der Umsatzerlöse über die Produktlaufzeit hinweg. In diesem Sinne haben sich die Lizenzerlöse der USU Software AG weiter um -7,5 % auf 11,96 Mio. € (VJ: 12,93 Mio. €) reduziert.

Die USU Software AG war jedoch auch von pandemiebedingten Belastungen betroffen. Aufgrund der Reisebeschränkungen war die Neukundengewinnung im Ausland deutlich schwieriger, was zu einem Rückgang der im Ausland erwirtschafteten Umsätze in Höhe von -4,3 % auf 27,33 Mio. € (VJ: 28,56 Mio. €) geführt hatte. Speziell die in den USA erzielten Umsätze lagen mit -17,2 % besonders deutlich hinter dem Vorjahreswert zurück.

Ergebnisentwicklung GJ 2021

Der Umsatzanstieg war von einem nur unterproportionalen Anstieg der operativen Kosten begleitet und damit kletterte das EBIT um 37,7 % auf 9,67 Mio. € (VJ: 7,02 Mio. €), was ebenfalls einem neuen Rekordwert entspricht. Das um Akquisitionseffekte bereinigte EBIT verbesserte sich auf 10,18 Mio. € (VJ: 9,24 Mio. €) und die dazu korrespondierende bereinigte EBIT-Marge auf 9,1 % (VJ: 8,6 %). Die mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2020 publizierte Unternehmens-Guidance hatte für 2021 ein bereinigtes EBIT in einer Bandbreite von 9 – 10 Mio. € in Aussicht gestellt, welche damit sogar leicht übertroffen worden ist.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hatte die Gesellschaft den Ausbau des Personalbestandes fortgeführt. Zum Ende der Berichtsperiode lag der Personalbestand bei 750 (VJ: 732) und dementsprechend erhöhte sich der Personalaufwand leicht um 2,1 % auf 61,35 Mio. € (VJ: 60,09 Mio. €). Trotz der höheren Mitarbeiterzahl musste aber die USU Software AG für die Abarbeitung der guten Auftragslage erneut verstärkt auf Freelancer zurückgreifen. Die in den Herstellkosten des Umsatzes enthaltenen Freelancer-Aufwendungen lagen mit 20,88 Mio. € (VJ: 17,86 Mio. €) um 16,9 % über dem Vorjahreswert. Damit waren hauptsächlich die höheren Free-Lancer-Aufwendungen für den operativen Kostenanstieg in Höhe von 3,64 Mio. € verantwortlich.

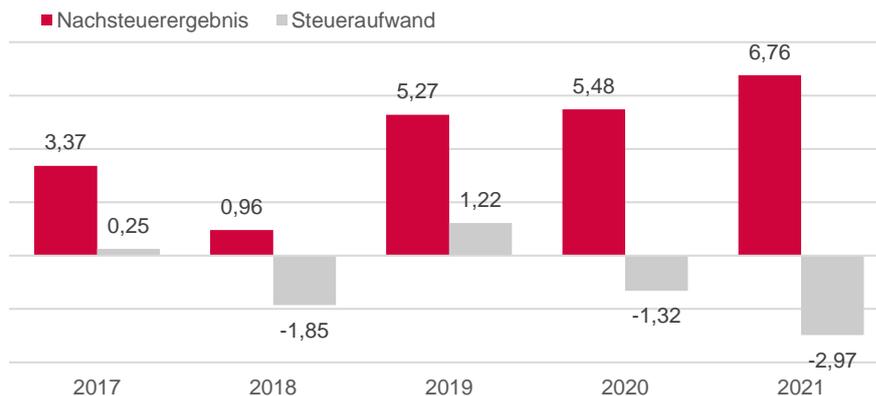
Mit Blick auf das EBIT in Höhe von 9,67 Mio. € (VJ: 7,02 Mio. €) muss erwähnt werden, dass der Wert des Geschäftsjahres 2020 von außerordentlichen Abschreibungen in Höhe von 1,48 Mio. € negativ beeinflusst war. Die einmaligen Abschreibungen standen im Zusammenhang mit der Umfirmierung der Tochtergesellschaften LeuTek GmbH, Aspera GmbH und Aspera Technologies Inc., als Bestandteil der neuen „One USU“-Strategie. Ohne diese Abschreibungen hätte das Vorjahres EBIT bei 8,50 Mio. € gele-

gen. Im von der Gesellschaft bereinigten EBIT sind diese Abschreibungen nicht enthalten.

Bei der USU Software AG gibt es üblicherweise keinen großen Unterschied zwischen EBIT und EBT, was insbesondere durch die fehlenden Finanzverbindlichkeiten begründet ist. Zwar weist die Gesellschaft aufgrund der Anwendung von IFRS 16 Zinsaufwendungen für Leasingverbindlichkeiten auf, diese sind aber mit 0,12 Mio. € (VJ: 0,11 Mio. €) vernachlässigbar. Demgegenüber stehen Finanzerträge, hier insbesondere aus Währungsdifferenzen bei Bankguthaben, in Höhe von 0,18 Mio. € (VJ: 0,05 Mio. €). Damit hatte das Finanzergebnis auch in 2021 mit insgesamt 0,07 Mio. € (VJ: -0,22 Mio. €) keinen wesentlichen Einfluss auf das Vorsteuerergebnis.

Dass aber der Jahresüberschuss in 2021 mit 6,76 Mio. € (VJ: 5,48 Mio. €) im Vergleich zum EBIT nur unterproportional zugelegt hat, ist den höheren Steueraufwendungen geschuldet. Hier spielt die höhere Auflösung latenter Steuern eine wichtige Rolle, wodurch der ausgewiesene Steueraufwand mit 2,97 Mio. € (VJ: 1,32 Mio. €) sichtbar angestiegen ist. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einer konstanten Entwicklung der Steuerquote, die in 2021 bei 30,1 % lag.

Nachsteuerergebnis und Steueraufwand (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

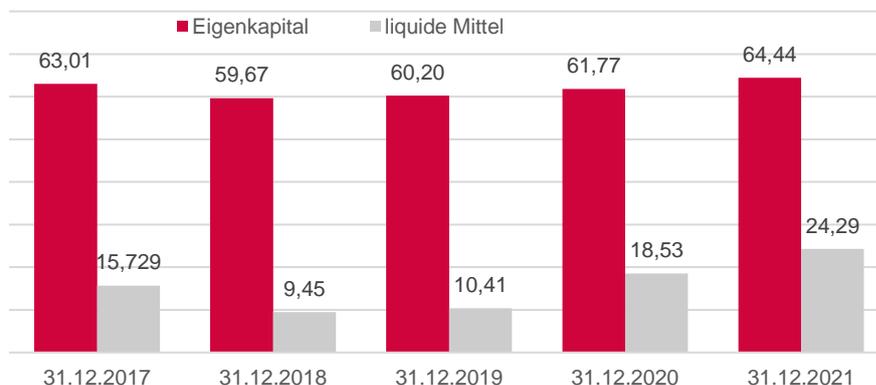
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Eigenkapital	60,20	61,77	64,44
EK-Quote (in %)	57,6%	53,5%	55,5%
Operatives Anlagevermögen	58,24	64,95	64,06
Working Capital	-3,62	-6,36	-8,07
Liquide Mittel	10,41	18,53	24,29
Cashflow - operativ	9,52	17,74	13,35
Cashflow - Investition	-1,82	-2,44	-0,83
Cashflow - Finanzierung	-6,77	-7,05	-7,03

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres weist die USU Software AG eine solide Entwicklung ihrer typischen Bilanzrelationen auf. Kennzeichnend für das Bilanzbild der Gesellschaft ist auf der Aktivseite der hohe Bestand liquider Mittel und auf der Passivseite die überdurchschnittliche Ausstattung mit Eigenkapital sowie das Fehlen von Bankverbindlichkeiten. Mit Blick auf das Eigenkapital wurde dieses per 31.12.2021 auf 64,44 Mio. € (31.12.20: 61,77 Mio. €) weiter ausgebaut. Dem Nachsteuerergebnis in Höhe von 6,76 Mio. € steht dabei die Dividendenausschüttung in Höhe von 4,21 Mio. € eigenkapitalmindernd gegenüber. Die Eigenkapitalquote in Höhe von 55,5 % (31.12.20: 53,5 %) verdeutlicht die mehrheitliche EK-Finanzierung. Der überwiegende Teil des Fremdkapitals wird von den Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 16,82 Mio. € (31.12.20: 16,43 Mio. €) repräsentiert. Seit 2019 werden nach IFRS 16 Leasingverträge aktiviert und Leasingverbindlichkeiten in gleicher Höhe passiviert. Ohne IFRS 16 hätte die USU Software AG eine EK-Quote in Höhe von 65,0 % ausgewiesen.

Eigenkapital und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der ohnehin schon umfangreiche Bestand liquider Mittel erhöhte sich weiter auf 24,29 Mio. € (31.12.20: 18,53 Mio. €). Der Anstieg der liquiden Mittel ist eine Folge der unverändert hohen Cash-Generierung aus dem operativen Geschäft. Erneut lag dabei der operative Cashflow in Höhe von 13,35 Mio. € (VJ: 17,74 Mio. €) spürbar oberhalb des operativen Ergebnisses, was ein Indiz zur hohen Ergebnisqualität der Gesellschaft ist. Selbst nach Abzug der Dividendenausschüttung in Höhe von 4,21 Mio. € haben die liquiden Mittel deutlich zugelegt. Damit verfügt die USU Software AG unverändert über einen umfangreichen Liquiditätsbestand, um opportunistisch und zeitnah mögliche Akquisitionsmöglichkeiten wahrzunehmen.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	111,90	125,00	151,25	151,25
EBIT	9,67	11,48	16,45	19,76
EBIT-Marge	8,6%	9,2%	12,0%	13,0%
bereinigtes EBIT	10,18	11,98	16,93	20,19
bereinigte EBIT-Marge	9,1%	9,6%	12,3%	13,4%
Jahresüberschuss	6,76	7,96	11,44	13,76
EPS in €	0,64	0,76	1,09	1,31

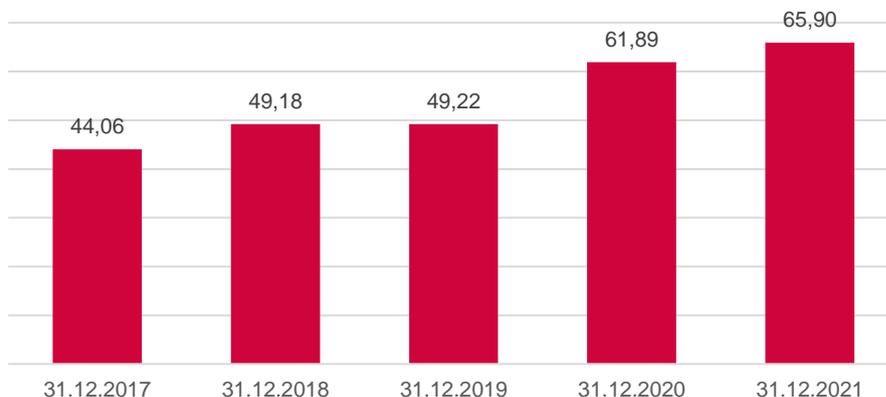
Quelle: GBC AG

Prognosegrundlage 2022 - 2024

Bereits mit Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hatte das USU-Management eine Guidance für das laufende Geschäftsjahr publiziert, welche nun bestätigt wurde. Bei einem erwarteten Umsatzwachstum im Bereich von 10 % rechnet das Unternehmen mit einem Umsatzwachstum auf 120 bis 125 Mio. €. Das bereinigte EBIT soll vor dem Hintergrund einer weiteren dynamischen Steigerung des margenstarken SaaS-Geschäftes auf 10,5 bis 12,5 Mio. € ansteigen. Der Anteil der wiederkehrenden Erträge am Produktneugeschäft soll bei 45 % liegen. Gleichzeitig hat das USU-Management die Mittelfristplanung bestätigt, wonach für die kommenden Geschäftsjahre ein organisches Umsatzwachstum von durchschnittlich 10 % erwartet wird. Vor dem Hintergrund des weiteren Ausbaus des SaaS-Geschäftes soll die bereinigte EBIT-Marge auf 13 % bis 15 % klettern.

Die Gewinnung von Neukunden ist eine wichtige Basis für die erwartete Umsatzsteigerung. Vor allem das internationale Geschäft ist stark vom Neukundengeschäft abhängig. Da die Kundenansprache während der Corona-Pandemie aufgrund des Wegfalls von Messen, Konferenzen, Veranstaltungen etc. erschwert war, sind die im Ausland erwirtschafteten Umsätze hinter den Erwartungen geblieben. Mit der Aufhebung der Corona-Beschränkungen sollte die Kundengewinnung, besonders im Ausland, wieder an Fahrt gewinnen. Gleichzeitig soll auch das inländische Kundenwachstum beschleunigt werden. Eine gute Basis hierfür liefern die seit Jahresbeginn im In- und Ausland gewonnenen Neukunden. Darunter sind das australische Softwarehaus Bigtincan (USU Knowledge Management), ein Schweizer Kanton (Software Asset Management), das österreichische Großhandelsunternehmen Kellner & Kunz AG (IT- und Enterprise Services), die MULTIVAC Gruppe (USU IT Service Management) oder die PROFI Engineering Systems AG (IT Service Management).

Auftragsbestand (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch der um 6,5 % über dem Vorjahreswert liegende Auftragsbestand in Höhe von 65,90 Mio. € (VJ: 61,89 Mio. €) bildet eine gute Grundlage für das geplante Umsatzwachstum. Besonders vor dem Hintergrund der immer noch vorliegenden Auswirkungen der Corona-Pandemie sowie der zunehmenden Unsicherheiten vor dem Hintergrund des Ukraine-Krieges bietet der Auftragsbestand, der die bereits verbindlichen Umsätze der kommenden 12 Monate darstellt, einen guten Puffer.

Wie auch im Vorjahr verspricht sich der Vorstand aus der Umsetzung des Strategieprogramms „One USU“ positive Effekte für die Neukundengewinnung. Klassischerweise handelt es sich bei den erwarteten Effekten um „Cross-Selling“, da mit der Zusammenführung unter einem Markendach auch eine Bündelung der Technologien stattgefunden hat. Kunden können künftig das modulare Beratungs- und Technologieangebot aus „einer Hand“ nutzen.

Umsatz- und Ergebnisprognose 2022 – 2024

Wir hatten bereits nach der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen eine Anpassung unserer Prognosen vorgenommen (siehe Research Comment vom 02.03.2022). Im Rahmen dieser Researchstudie werden wir unsere im Rahmen der Unternehmens-Guidance liegenden Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2022 unverändert lassen. Für das kommende Geschäftsjahr 2023 sowie für unsere erstmalige Umsatzschätzung für 2024 unterstellen wir einen Anstieg von jeweils 10 %. Auch hier liegen wir damit im Rahmen der Unternehmens-Guidance:

Umsatzprognosen (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



Quelle: GBC AG

Dass das USU-Management mit einer weiteren Steigerung der Rentabilität rechnet, ist nachvollziehbar. Einerseits erwartet die Gesellschaft einen Anteil hochmarginiger SaaS-Umsätze in Höhe von 45 % am Produktneugeschäft. Auf der anderen Seite dürften bei steigenden Umsätzen Skaleneffekte zu einer überproportionalen Ergebnisentwicklung führen. Diese sind insbesondere im allgemeinen Verwaltungsbereich sowie bei den Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen zu erwarten. Auch bei den direkten Herstellungskosten des Umsatzes ist mit einer unterproportionalen Entwicklung zu rechnen, wemgleich wir mit einem weiterhin hohen Einsatz von Freelancern sowie erhöhten Aufwendungen aus dem Partnergeschäft rechnen.

Wir richten uns an die Erwartungen des USU-Managements, welches für 2022 ein bereinigtes EBIT in Höhe von 10,5 bis 12,0 Mio. € sowie für die kommenden Geschäftsjahre eine Verbesserung der bereinigten EBIT-Marge auf 13 – 15 % in Aussicht stellt:

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



Quelle: GBC AG

Bei einem erwarteten nahezu ausgeglichenen Finanzergebnis sowie unter Einbezug einer Steuerquote von jeweils 30 % dürfte die USU Software AG auf Ebene des Nachsteuerergebnisses auch in den kommenden Jahren jeweils neue Rekordwerte erreichen. Die Grundlage für eine Fortsetzung der ausschüttungsfreundlichen Dividendenpolitik, die nach Unternehmensangaben in etwa der Hälfte des Jahresgewinns entspricht und jeweils mindestens auf Vorjahresniveau liegen sollte, ist damit gegeben.

Bewertung

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022-2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,1% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,5 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der USU Software AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 0,25 % (bisher: 0,25 %). Dieser Wert stellt die aktuell von uns verwendete Untergrenze dar.**

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

Bewertungsergebnis

Als Resultat unseres DCF-Bewertungsmodells ergibt sich ein Kursziel in Höhe von 35,20 € (bisher: 33,90 €). Die Kurszielsteigerung ist ausschließlich eine Folge des erstmaligen Einbezugs der 2024er Schätzungen in die konkrete Schätzperiode, wodurch eine höhere Basis für die nachfolgende Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells vorliegt.

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	16,1%	ewige EBITA - Marge	13,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,1%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-3,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	125,00	137,50	151,25	158,81	166,75	175,09	183,85	193,04	
US Veränderung	11,7%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,94	2,51	2,33	2,43	2,54	2,66	2,78	2,91	
EBITDA	16,18	21,10	24,36	25,58	26,85	28,20	29,61	31,09	
EBITDA-Marge	12,9%	15,3%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	
EBITA	11,48	16,45	19,76	20,98	22,23	23,55	24,94	26,40	
EBITA-Marge	9,2%	12,0%	13,1%	13,2%	13,3%	13,5%	13,6%	13,7%	13,0%
Steuern auf EBITA	-3,44	-4,93	-5,93	-6,29	-6,67	-7,07	-7,48	-7,92	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	8,03	11,51	13,83	14,68	15,56	16,49	17,46	18,48	
Kapitalrendite	14,3%	20,1%	27,8%	24,4%	25,8%	27,3%	28,9%	30,5%	29,7%
Working Capital (WC)	-7,00	-5,00	-4,70	-4,84	-5,09	-5,34	-5,61	-5,89	
WC zu Umsatz	-5,6%	-3,6%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	
Investitionen in WC	-1,07	-2,00	-0,30	0,14	0,24	0,25	0,27	0,28	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	64,33	54,73	64,93	65,23	65,53	65,83	66,13	66,43	
AFA auf OAV	-4,70	-4,65	-4,60	-4,60	-4,62	-4,64	-4,66	-4,69	
AFA zu OAV	7,3%	8,5%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	
Investitionen in OAV	-4,97	4,95	-14,80	-4,90	-4,92	-4,94	-4,96	-4,99	
Investiertes Kapital	57,33	49,73	60,23	60,39	60,44	60,49	60,52	60,54	
EBITDA	16,18	21,10	24,36	25,58	26,85	28,20	29,61	31,09	
Steuern auf EBITA	-3,44	-4,93	-5,93	-6,29	-6,67	-7,07	-7,48	-7,92	
Investitionen gesamt	-6,05	2,95	-15,10	-4,76	-4,68	-4,69	-4,70	-4,70	
Investitionen in OAV	-4,97	4,95	-14,80	-4,90	-4,92	-4,94	-4,96	-4,99	
Investitionen in WC	-1,07	-2,00	-0,30	0,14	0,24	0,25	0,27	0,28	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,68	19,11	3,33	14,53	15,51	16,44	17,43	18,46	429,56

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	360,64	364,39
Barwert expliziter FCFs	81,27	67,31
Barwert des Continuing Value	279,36	297,07
Nettoschulden (Net debt)	-9,78	-23,53
Wert des Eigenkapitals	370,42	387,92
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	370,42	387,92
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	35,20	36,86

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	5,8%	6,1%	6,3%	6,6%	6,8%
29,2%	39,62	36,99	34,71	32,72	30,96
29,5%	39,91	37,25	34,95	32,94	31,17
29,7%	40,20	37,52	35,20	33,17	31,38
30,0%	40,49	37,78	35,44	33,39	31,59
30,2%	40,77	38,05	35,68	33,62	31,80

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, 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), 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