



Researchstudie (Anno)

USU Software AG

USU

**- Neue Umsatz- und Ergebnisrekorde erreicht -
- Gemäß kurz- und mittelfristiger
Guidance soll Wachstumskurs fortgesetzt werden -**

Kursziel: 31,15 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 06.04.2023 (08:49 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 06.04.2023 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

USU Software AG*5a,6a,11

KAUFEN

Kursziel: 31,15 €
(bisher: 31,65 €)

aktueller Kurs: 22,30
05.04.23 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 234,68
EnterpriseValue³: 236,37
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 31,9 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

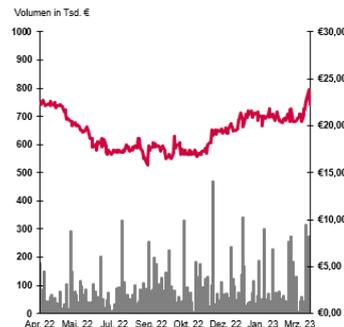
Mitarbeiter: 783 (31.12.2022)

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Dr. Benjamin Strehl

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



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatz	126,52	137,50	151,25	166,38
EBITDA	16,84	17,45	21,58	26,76
EBIT	11,80	12,45	16,68	21,96
Jahresüberschuss	7,58	8,81	11,61	15,30

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,72	0,84	1,10	1,45
Dividende je Aktie	0,55	0,60	0,80	1,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,87	1,72	1,56	1,42
EV/EBITDA	14,04	13,55	10,95	8,83
EV/ EBIT	20,03	18,99	14,17	10,76
KGV	30,95	26,63	20,22	15,33
KBV	4,12			

Finanztermine

25.05.2023: Q1-Bericht 2023
20.06.2023: Hauptversammlung
31.08.2023: Q2-Bericht 2023
13.09.2023: ZKK – Zürcher Konferenz
22.11.2023: Q3-Bericht 2023

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
28.11.2022: RS / 31,65 / KAUFEN
05.09.2022: RS / 30,75 / KAUFEN
25.05.2022: RS / 33,90 / KAUFEN
05.04.2022: RS / 35,20 / KAUFEN
02.03.2022: RS / 33,90 / KAUFEN

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Seit dem Geschäftsjahr 2004 hat die USU Software AG, ohne Unterbrechung, jährlich die Umsatzerlöse gesteigert und damit auch jährlich neue Rekordwerte erreicht. Zwischen 2012 und 2022 sind die Umsätze mit einem beeindruckenden CAGR von 9,5 % gestiegen. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 wurde mit einem organischen Umsatzanstieg in Höhe von 13,1 % auf 126,52 Mio. € (VJ: 111,90 Mio. €) ein neuer Rekordwert erreicht, womit sowohl die Unternehmens-Guidance als auch unsere Schätzungen leicht übertroffen wurden.
- Hinter der dynamischen Umsatzentwicklung des Geschäftsjahres 2022 stehen Steigerungen bei allen Umsatzarten. So kletterten die SaaS-Erlöse, dem Trend hin zu Cloud-Lösungen folgend, deutlich um 31,5 % auf 14,22 Mio. € (VJ: 10,82 Mio. €). Auch die Nachfrage nach Lizenzlösungen blieb auf hohem Niveau und damit legten die Lizenzerlöse ebenfalls dynamisch um 19,0 % auf 14,22 Mio. € (VJ: 10,82 Mio. €) zu. Zudem profitierten die Beratungserlöse von einer Vielzahl an Digitalisierungsaufträgen und kletterten um 12,8 % auf 71,84 Mio. € (VJ: 63,68 Mio. €). Regional betrachtet wird ersichtlich, dass das besonders von den pandemiebedingten Einschränkungen betroffene Auslandsgeschäft wieder an Fahrt gewonnen hat und einen Umsatzanstieg in Höhe von 11,3 % (VJ: -4,3 %) verbuchen konnte. Die Inlandsumsätze waren mit einem Plus von 13,6 % (VJ: 7,2 %) gewohnt wachstumsstark.
- Das EBITDA legte überproportional um 17,0 % auf 16,84 Mio. € (VJ: 14,39 Mio. €) zu. Auch hier wurden die Guidance und unsere Schätzungen leicht übertroffen. Der überproportionale EBITDA-Anstieg korrespondiert zum Teil mit dem starken Anstieg der margenstarken Lizenzerlöse. Denn bei der Umstellung auf Cloud-Lösungen und einem zunehmenden Anteil von SaaS-Umsätzen findet eine Umsatz- und Ergebnisaufteilung über die Vertragslaufzeit statt. Diesem Effekt stand aber der sichtbare Anstieg der Lizenzerlöse entgegen.
- Gemäß USU-Guidance wird für 2023 eine Umsatzbandbreite von 134 bis 139 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 16,5 bis 18 Mio. € angesteuert. Die nur unterproportionale EBITDA-Entwicklung ist als Resultat des erwarteten Bedeutungsgewinns der SaaS-Verträge, die um 25 % zulegen sollten, zu verstehen. Demgegenüber wird eine rückläufige Entwicklung der Lizenzerlöse erwartet. Mittelfristig erwartet das USU-Management ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum in Höhe von 10 % sowie bis Ende 2026 einen Anstieg der EBITDA-Marge auf 17 % bis 19 %. Bis dahin soll der SaaS-Anteil am Neugeschäft auf über 75 % zulegen.
- Wir orientieren uns daran und rechnen für das Geschäftsjahr 2023 mit einem Anstieg der Umsatzerlöse auf 137,50 Mio. € (+8,7 %) sowie in Höhe von jeweils 10 % auf 151,25 Mio. € (2024e) und auf 166,38 Mio. € (2025e). Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr 2023 mit einem EBITDA in Höhe von 17,45 Mio. € (2022: 16,84 Mio. €) und damit einem leichten Rückgang der EBITDA-Marge auf 12,7 % (VJ: 13,3 %). In den kommenden Geschäftsjahren sollte diese sukzessive ansteigen, um sich bis 2026 in die mittelfristige erwartete Bandbreite von 17 - 19 % zu entwickeln.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 31,15 € (bisher: 31,65 €) ermittelt. Der leichte Rückgang des Kursziels ist auf den Anstieg des risikolosen Zinssatzes auf 2,00 % (bisher: 1,50 %) und damit des Diskontierungssatzes auf 8,09 % (bisher: 7,59 %) zurückzuführen. Einem noch stärkeren Rückgang des Kursziels stand die erstmalige Einbeziehung der 2025er Prognosen in die konkrete Schätzperiode entgegen. Damit liegt für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells eine höhere Basis vor. 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 2022	12
Umsatzentwicklung GJ 2022	12
Ergebnisentwicklung GJ 2022	13
Bilanzielle und finanzielle Situation	15
Prognose und Bewertung	16
Prognosegrundlage 2023 - 2025	16
Umsatz und Ergebnisprognosen 2023 - 2025	17
Bewertung	18
Modellannahmen	18
Bestimmung der Kapitalkosten	18
Bewertungsergebnis	18
DCF-Modell	19
Anhang	20

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:

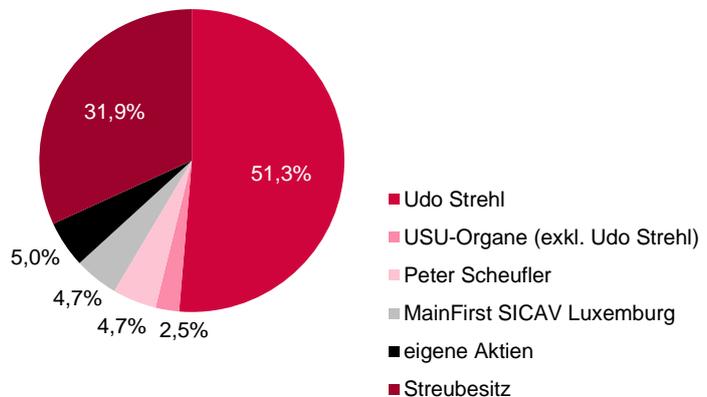
Zusammenfassend adressiert die USU Software AG insgesamt **16 der 17** UNESCO Nachhaltigkeitszielen und leistet somit einen aktiven Beitrag zu deren Erreichung. Dadurch ist ein Investment in ein nachhaltig agierendes Unternehmen sichergestellt und eignet sich somit gut für ein nachhaltigkeitsorientiertes (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

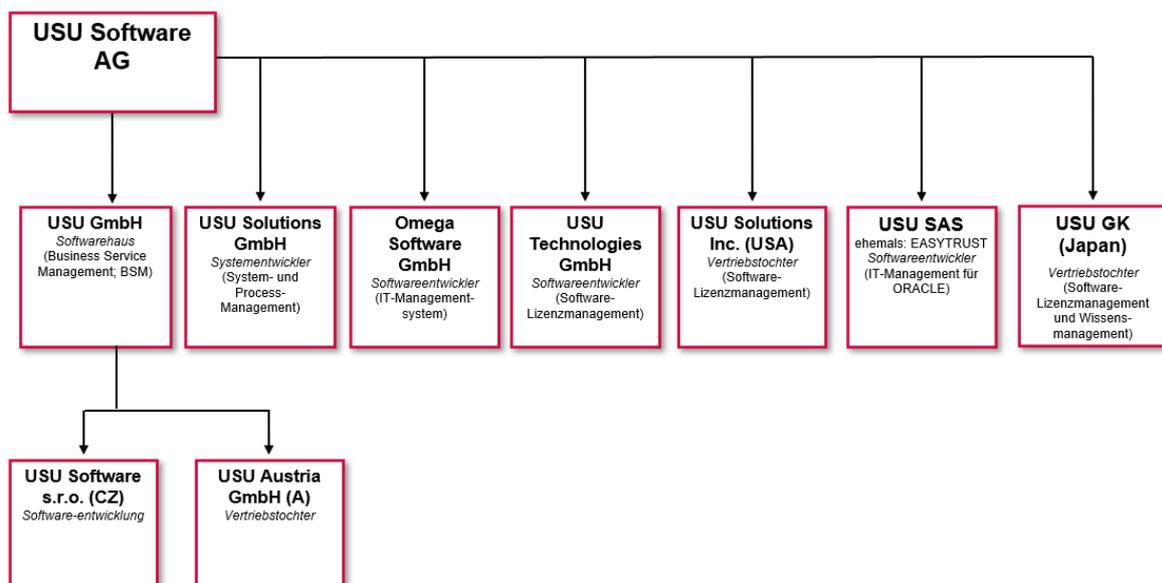
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl	51,3 %
USU-Organen (exkl. Udo Strehl)	2,5 %
Peter Scheufler	4,7 %
MainFirst SICAV Luxemburg	4,7 %
Eigene Aktien	5,0 %
Streubesitz	31,9 %

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der USU-Konzern verfügt 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** Mitarbeitern und Endanwendern das jeweilige Expertenwissen, um Anfragen schnell beantwor-

ten 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:



MARKT UND MARKTUMFELD

Die für die USU Software AG relevante ITK-Branche, wobei hier insbesondere die Teilmärkte Software und Services im Fokus stehen, hat sich in den vergangenen und laufenden Krisen sehr resilient gezeigt. Während der Corona-Pandemie hat die Branche beispielsweise von einer notwendig gewordenen Digitalisierung profitiert, da digitale Geschäftsprozesse im Pandemieuftumfeld besonders an Bedeutung gewonnen hatten. Dieser Trend hatte auch im abgelaufenen Geschäftsjahr angehalten und hat der Gesamtbranche dazu verholfen, trotz der möglichen negativen Auswirkungen des Ukraine-Krieges, weiter zu wachsen. Laut Bitkom laufen die Geschäfte in der Digitalbranche dabei weiterhin besser als in der Gesamtwirtschaft.

Belegt wird dies beispielsweise von einem für 2022 erwarteten Wachstum der Gesamtbranche in Höhe von +4,0 %, wobei die Teilmärkte Software (+9,4 %) und IT-Services (+5,5 %) erneut dynamischer gewachsen sind als der Gesamtmarkt. Vor dem Hintergrund eines BIP-Anstiegs von +1,9 % wird abermals die gute Krisenresistenz der ITK-Branche ersichtlich.

Gleiches gilt auch für das laufende Jahr 2023, zumindest mit Blick auf den Bitkom-ifo-Digitalindex. Im Januar 2023 lag dieser bei 18,5 Punkten und zeigt damit eine deutlich aufwärtsgerichtete Tendenz auf. Noch im November lag der Index, in seinem Tiefstwert, bei 5,9 Punkten, bevor zwei Monate in Folge eine sichtbare Verbesserung der Geschäftslage sichtbar wurde. Auf dieser Basis erwartet der Branchenverband BITKOM für das laufende Kalenderjahr 2023 eine Fortsetzung des Wachstums, was mit dem Überschreiten der 200 Mrd. €-Umsatzmarke einem Anstieg von +3,8 % gleichkommen würde. Wie auch schon in den vergangenen drei Jahren, fasst die BITKOM die aktuelle Lage wie folgt zusammen: „Digitalisierung ist die Antwort auf die multiplen Krisen unserer Zeit“.

Investitionen in Software (+9,3 %) sollen diesem Teilbereich erneut zum stärksten Wachstum verhelfen. Besonders deutlich sollen dabei Geschäfte für Plattformen für Künstliche Intelligenz, Collaborative Applications und Sicherheits-Software wachsen. Mit ihrer Produktpalette ist die USU Software AG demnach in den dynamischen Bereichen dieser Branche vertreten. Da das Projektgeschäft in der Regel langfristig angelegt und daher weniger stark von Konjunkturschwankungen abhängig ist, wird für den Bereich IT-Services (+4,7 %) ebenfalls eine Fortsetzung des Wachstumskurses unterstellt.

Die USU Software AG ist mit Ihren Produkten hervorragend aufgestellt, um, wie auch in den Vorjahren, an der erwarteten positiven Marktentwicklung zu partizipieren.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	111,90	126,52	137,50	151,25	166,38
Herstellungskosten	-55,73	-63,31	-68,89	-73,05	-78,20
Bruttoergebnis vom Umsatz	56,18	63,21	68,61	78,20	88,18
Marketing- und Vertriebskosten	-20,54	-22,62	-24,75	-27,23	-29,28
Allgemeine und Verwaltungskosten	-10,24	-11,71	-12,79	-13,99	-14,97
Forschungs- und Entwicklungskosten	-16,69	-18,07	-19,53	-21,33	-22,96
sonstige betriebliche Erträge	1,53	2,00	1,40	1,53	1,50
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,58	-1,01	-0,50	-0,50	-0,50
EBIT	9,67	11,80	12,45	16,68	21,96
Zinserträge	0,18	0,33	0,30	0,10	0,10
Zinsaufwendungen	-0,12	-0,17	-0,16	-0,20	-0,20
Ergebnis vor Steuern	9,73	11,97	12,59	16,58	21,86
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2,97	-4,38	-3,78	-4,98	-6,56
Jahresüberschuss	6,76	7,58	8,81	11,61	15,30
EBITDA	14,39	16,84	17,45	21,58	26,76
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,3%</i>	<i>12,7%</i>	<i>14,3%</i>	<i>16,1%</i>
EBIT	9,67	11,80	12,45	16,68	21,96
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>8,6%</i>	<i>9,3%</i>	<i>9,1%</i>	<i>11,0%</i>	<i>13,2%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,64	0,72	0,84	1,10	1,45
Dividende je Aktie in €	0,50	0,55	0,60	0,80	1,00
Aktienzahl in Mio. Stück	10,52	10,52	10,52	10,52	10,52

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2022

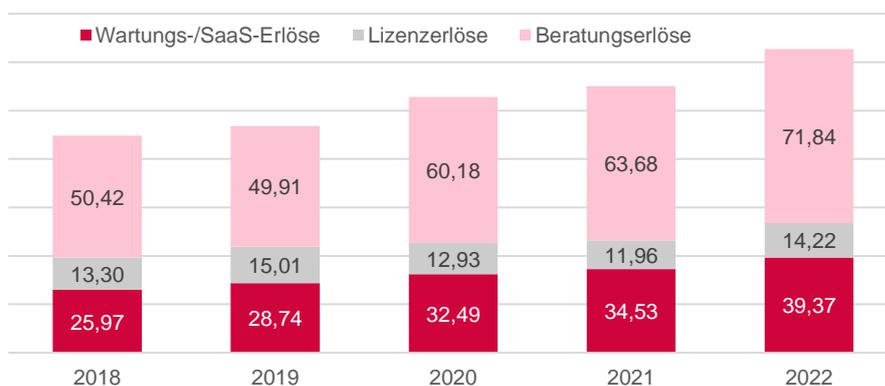
GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Umsatzerlöse	107,33	111,90	126,52
davon Wartungserlöse/SaaS	32,49	34,53	39,37
davon Lizenz Erlöse	12,93	11,96	14,22
davon Beratungserlöse	60,18	63,68	71,84
EBITDA	13,38	14,39	16,84
EBIT-Marge	12,5%	12,9%	13,3%
Jahresüberschuss	5,48	6,76	7,58
EPS in €	0,52	0,64	0,72

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung GJ 2022

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2022 war für die USU Software AG erneut ein sehr erfolgreiches und von neuen Rekordwerten geprägtes Geschäftsjahr. Dabei war die Gesellschaft in der Lage, sich den konjunkturellen Herausforderungen zu entziehen und mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 13,1 % auf 126,52 Mio. € (VJ: 111,90 Mio. €) abermals deutlich stärker als ihre relevante Branche zu wachsen. Sowohl die eigene Guidance, die zuletzt das Erreichen der oberen Bandbreite von 120 bis 125 Mio. € in Aussicht gestellt hatte, als auch unsere Schätzungen (GBC-Prognose bisher: 125 Mio. €), wurden dabei leicht übertroffen. Hervorzuheben ist der Umstand, wonach die hohe Umsatzdynamik einen rein organischen Ursprung hat. Auch ist zu erwähnen, dass die USU Software AG in jedem Geschäftsjahr seit 2004 neue Umsatzrekorde erreichen konnte und einen hohen CAGR für den Zeitraum 2012 – 2022 in Höhe von 9,5 % ausweist. Selbst rund um die Finanzkrise als auch während der Corona-Pandemie wurde der Wachstumskurs fortgesetzt.

Umsatzerlöse nach Umsatzarten getrennt (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

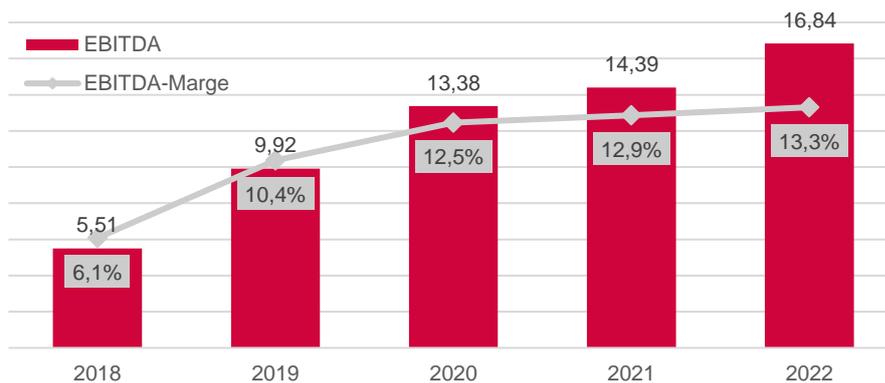
Hinter der dynamischen Umsatzentwicklung des vergangenen Geschäftsjahres 2022 stehen Steigerungen bei allen Umsatzarten. Die Beratungserlöse legten dabei um 12,8 % auf 71,84 Mio. € (VJ: 63,68 Mio. €) zu und spiegeln die Vielzahl an Beratungsaufträgen für die Digitalisierung von Geschäftsprozessen bei Neu- und Bestandskunden. Entsprechend der Fortsetzung des Trends hin zu Cloud-Lösungen erhöhten sich die SaaS-Erlöse besonders deutlich um 31,5 % auf 14,22 Mio. € (VJ: 10,82 Mio. €). Trotz dieses Trends hatten sich Kunden auch für On-Premises-Lösungen entschieden, wodurch auch die Lizenz Erlöse deutlich um 19,0 % auf 14,22 Mio. € (VJ: 10,82 Mio. €) zugelegt haben. In diesem Zusammenhang kletterten auch die Wartungserlöse um 6,1 % auf 25,15 Mio. € (VJ: 23,71 Mio. €), so dass insgesamt die wiederkehrenden Erträge (Wartung und SaaS) 31,1 % (VJ: 30,9 %) an den Gesamtumsätzen ausmachen.

In der regionalen Umsatzaufteilung wird es ersichtlich, dass die im Ausland operierenden Gesellschaften, nach der Corona-bedingten Umsatzdelle, mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 11,3 % auf 30,41 Mio. € (VJ: 27,33 Mio. €) ins gewohnte Fahrwasser zurückgekehrt sind. Einen besonderen Anteil daran hatten die in den USA, Schweiz und Frankreich tätigen USU-Gesellschaften. Das inländische Umsatzwachstum lag parallel hierzu bei 13,6 % und damit in einer für die USU Software AG gewohnten Größenordnung.

Ergebnisentwicklung GJ 2022

Seit dem abgelaufenen Geschäftsjahr zieht das USU-Management das EBITDA als neue Steuerungs- und Planungsgröße heran. Die bisherige Kommunikation des bereinigten EBIT ist nicht mehr relevant, da die Bereinigungen keine große Rolle mehr spielen. Im Vergleich zum ohnehin starken Umsatzwachstum erhöhte sich das EBITDA überproportional um 17,0 % auf 16,84 Mio. € (VJ: 14,39 Mio. €). Auch hier wurden die Unternehmens-Guidance, die zuletzt ein EBITDA im oberen Bereich der Bandbreite von 14,5 bis 16,0 Mio. € in Aussicht gestellt hatte sowie unsere Schätzungen (GBC-Prognose alt: 16,18 Mio. €) übertroffen.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der überproportionale EBITDA-Anstieg sollte zum Teil mit dem starken Anstieg der margenstarken Lizenzerlöse korrespondieren. Denn bei der Umstellung auf Cloud-Lösungen und einem zunehmenden Anteil von SaaS-Umsätzen findet eine Umsatz- und Ergebnisaufteilung über die Vertragslaufzeit statt. Diesem Effekt stand aber der sichtbare Anstieg der Lizenzerlöse entgegen.

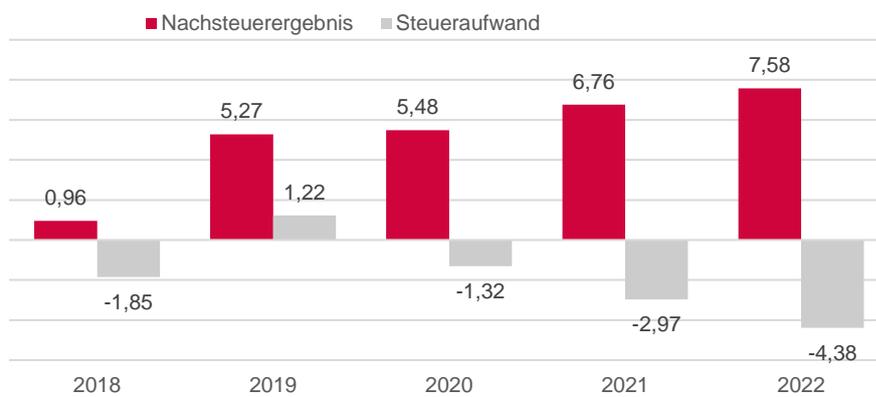
Die gesamten operativen Kosten kletterten dabei um 12,1 % auf 115,71 Mio. € (VJ: 103,20 Mio. €), wobei hierfür insbesondere der Anstieg der Herstellkosten des Umsatzes auf 63,31 Mio. € (VJ: 55,73 Mio. €) verantwortlich war. Innerhalb dieser Kostenposition legte sowohl der Personalaufwand als auch die Aufwendungen für Freelancer deutlich zu. Obwohl die USU Software AG in den vergangenen Jahren die Anzahl der Beschäftigten gesteigert hatte, musste die Gesellschaft zur Abarbeitung der guten Auftragslage verstärkt auf vergleichsweise kostspielige externe Mitarbeiter zurückgreifen. Die Kosten für externe Mitarbeiter erhöhten sich auf 25,33 Mio. € (VJ: 20,88 Mio. €). Zudem wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr die Belegschaft um weitere 33 Mitarbeiter ausgebaut, was zu einem Anstieg des gesamten Personalaufwands auf 65,36 Mio. € (VJ: 61,35 Mio. €) geführt hat.

Abzüglich der Abschreibungen in Höhe von 5,04 Mio. € (VJ: 4,73 Mio. €) weist die Gesellschaft ein EBIT in Höhe von 11,81 Mio. € (VJ: 9,67 Mio. €) aus. Zwischen EBIT und

EBT liegt bei der USU Software AG üblicherweise kein großer Unterschied vor. Dies liegt an den fehlenden Bankverbindlichkeiten bzw. der nur geringen Finanzverschuldung begründet, wodurch das Finanzergebnis in Höhe von 0,16 Mio. € (VJ: 0,07 Mio. €) keine relevante Größenordnung hat. Dabei stehen den währungsbedingten Finanzerträgen Leasingaufwendungen gegenüber.

Unter dem Strich weist die Gesellschaft einen Anstieg des Nachsteuerergebnisses in Höhe von 12,2 % auf 7,58 Mio. € (VJ: 6,76 Mio. €) aus. Die im Vergleich zum EBITDA und EBIT nur unterproportionale Entwicklung des Nachsteuerergebnisses ist eine Folge des deutlich auf 4,38 Mio. € (VJ: 2,97 Mio. €) gestiegenen Steueraufwandes, wofür insbesondere negative Effekte aus latenten Steuern verantwortlich sind.

Nachsteuerergebnis und Steueraufwand (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Bilanzielle und finanzielle Situation

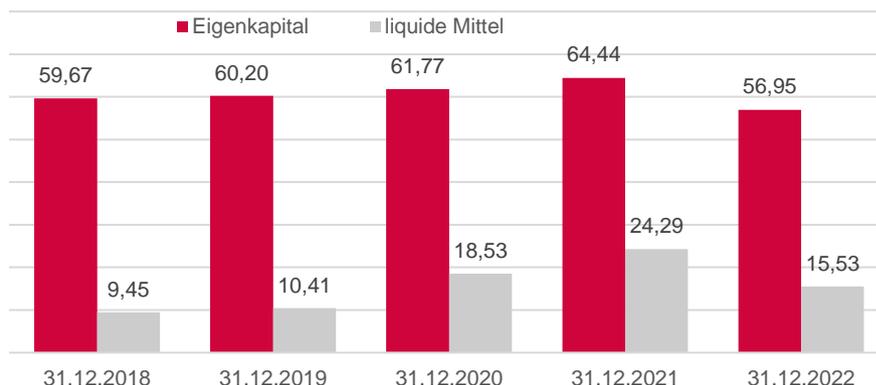
in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Eigenkapital	61,77	64,44	56,95
EK-Quote (in %)	53,5%	55,5%	50,4%
Operatives Anlagevermögen	64,95	64,06	62,38
Working Capital	-6,36	-8,07	-3,73
Liquide Mittel	18,53	24,29	15,53
Cashflow - operativ	17,74	13,35	10,37
Cashflow - Investition	-2,44	-0,83	-1,28
Cashflow - Finanzierung	-7,05	-7,03	-17,99

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch wenn sich an den grundsätzlich soliden Bilanzrelationen der USU Software AG nichts verändert hat, fällt der Rückgang des Eigenkapitals auf 56,95 Mio. € (31.12.21: 64,44 Mio. €) auf. Neben der erfolgten Dividendenausschüttung in Höhe von 5,26 Mio. € ist der EK-Rückgang hauptsächlich auf den Rückkauf eigener Aktien in Höhe von 9,82 Mio. € zurückzuführen. Künftig können die Aktien als mögliche Kaufpreiskomponente im Rahmen einer Unternehmensakquisition eingesetzt werden.

Der Aktienrückkauf von insgesamt 523.770 Aktien findet sich im deutlich negativen Finanzierungs-Cashflow in Höhe von -17,99 Mio. € (VJ: -7,03 Mio. €) wieder. Der gewohnt positive operative Cashflow in Höhe von 10,37 Mio. € (VJ: 13,35 Mio. €), begleitet von einem nur leicht negativen Investitions-Cashflow in Höhe von -1,28 Mio. € (VJ: -0,83 Mio. €) lag dabei unterhalb des Liquiditätsabgangs für den Aktienrückkauf und für die Dividendenausschüttung, so dass die liquiden Mittel mit 15,53 Mio. € (31.12.21: 24,29 Mio. €) deutlich unter Vorjahrs-Stichtag lagen. Die von der USU Software AG zurückgekauften Aktien sind zwar nicht mehr in der Bilanz enthalten, diese könnten aber bei einem Unternehmenserwerb den Liquiditätsabgang deutlich mindern. Insofern ist die finanzielle Ausstattung, auch per 31.12.2022, als sehr komfortabel einzustufen.

Eigenkapital und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	126,52	137,50	151,25	166,38
EBITDA	16,84	17,45	21,58	26,76
EBITDA-Marge	13,3%	12,7%	14,3%	16,1%
Jahresüberschuss	7,58	8,81	11,61	15,30
EPS in €	0,72	0,84	1,10	1,45

Quelle: GBC AG

Prognosegrundlage 2023 - 2025

Bereits mit Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen 2022 hatte das USU-Management die Guidance für das laufende Geschäftsjahr sowie eine Anpassung der mittelfristigen Prognosen veröffentlicht. Unter der Annahme einer Fortsetzung des SaaS-Trends wird für das laufende Geschäftsjahr 2023 eine Umsatzbandbreite in Höhe von 134 bis 139 Mio. € (Umsatzwachstum: 5,9 % bis 9,9 %) und ein EBITDA in Höhe von 16,5 bis 18 Mio. € in Aussicht gestellt. Demgemäß wird mit -2,0 % bis 6,9 % nur ein unterproportionaler Anstieg des EBITDA erwartet. Dies liegt an der Erwartung des deutlich ansteigenden Anteils von SaaS-Abschlüssen von über 25 %, wohingegen sich die Lizenz Erlöse tendenziell rückläufig entwickeln sollten. Lizenz Erlöse lösen eine sofortige Umsatz- und Ergebnisrealisierung aus, während bei SaaS-Verträgen eine Ergebnisaufteilung über die Vertragslaufzeit erfolgt. Mittelfristig sollte sich dieser Effekt mit zunehmendem SaaS-Bestand relativieren, weswegen das USU-Management mittelfristig ein höheres Rentabilitätsniveau erwartet. Während für die kommenden Geschäftsjahre weiterhin ein organisches Umsatzwachstum in Höhe von durchschnittlich 10 % erwartet wird, soll die EBITDA-Marge bis Ende 2026 auf 17 % bis 19 % und damit überproportional gesteigert werden. Der SaaS-Anteil am Neugeschäft soll dann bei über 75 % liegen.

Die Gesellschaft nennt als Grundlage der Unternehmens-Guidance weiterhin die drei etablierten Wachstumssäulen: Ausbau der internationalen Umsätze, Entwicklung und Markteinführung neuer Produktinnovationen, anorganisches Wachstum. Während sich das anorganische Wachstum, ohne Vorliegen eines konkreten Akquisitionskandidaten, nicht einschätzen lässt, liegt für die beiden anderen Wachstumssäulen bereits aussagekräftige Basis vor.

Das internationale Wachstum legte dabei, wie im Vorfeld erwartet, im Zuge des Wegfalls der Pandemie-bedingten Einschränkungen dynamisch zu. Besonders in den Regionen USA, Frankreich und Schweiz wurden signifikante Umsatzsteigerungen, auf Basis gewonnener Neukunden, verzeichnet. Mit Blick auf die von der Gesellschaft zuletzt gemeldeten Neukundengewinne wird deutlich, dass ein relevanter Anteil davon Kunden aus dem Ausland sind. Darunter ein global agierendes Softwareunternehmen aus Frankreich, die Parnassia Groep (Niederlande), die Türk Telekom (Türkei) oder die australische Regierungsbehörde. Es wurden aber auch eine Reihe an inländischen Kunden gewonnen, so dass zum Ende 2022 ein deutlicher Anstieg des Auftragsbestandes auf 82,99 Mio. € (31.12.22: 65,90 Mio. €) erreicht wurde. Dieser neue Rekordwert deckt jetzt bereits über 60 % der unteren Spanne der erwarteten Umsatzbandbreite für 2023 ab.

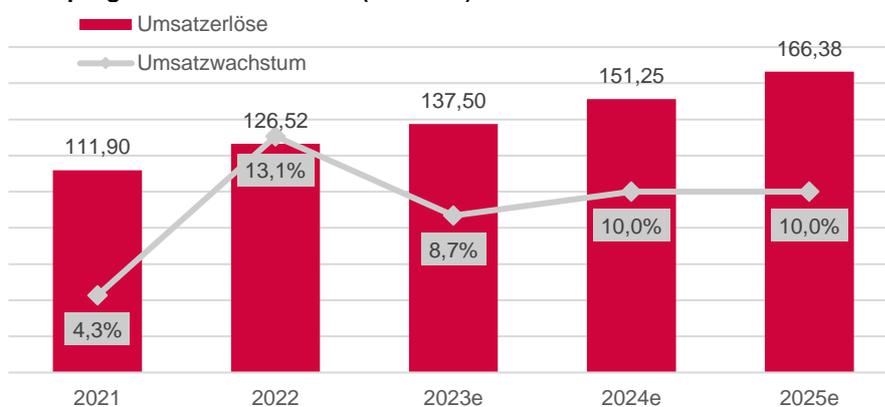
Neben dem internationalen und nationalen Kundenwachstum setzt die USU Software AG die Entwicklung der Produktpalette fort. Augenfällig ist hier die Umsetzung des Strategieprogramms „One USU“, womit eine Konzentration der Marketing- und Vertriebsaktivitäten unter einer zentralen Marke erfolgen. Damit erfolgt eine branchen- und produktübergreifende Kundenansprache, was mit klassischen Cross-Selling-Effekten einhergeht. Diesbezüglich soll mittelfristig eine SaaS-basierte USU-Plattform entwickelt werden, auf der alle USU-Applikationen eingebunden sind und dann hohe Synergie- und

Effizienzgewinne möglich werden. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 haben die grundlegenden Arbeiten an dieser Plattform begonnen.

Umsatz und Ergebnisprognosen 2023 - 2025

Wie in den Vorjahren orientieren sich unsere Schätzungen an die Unternehmens-Guidance. Folglich erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr einen Anstieg der Umsatzerlöse um 8,7 % auf 137,50 Mio. €, gefolgt von einem jeweils 10%igen Anstieg der Umsätze für 2024 und 2025. Damit bleiben unsere bisherigen Umsatzprognosen für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 unverändert, wohingegen wir die 2025er Schätzungen erstmalig in die konkrete Schätzperiode einbeziehen:

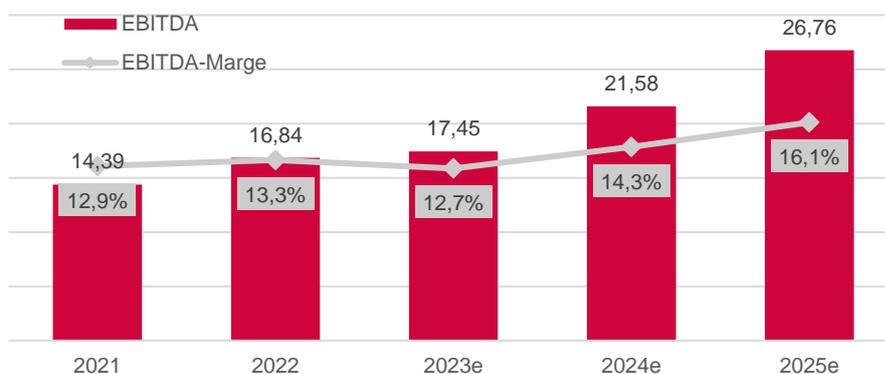
Umsatzprognosen 2023 bis 2025 (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für das laufende Geschäftsjahr rechnet das USU-Management zunächst mit einem Rückgang der Rentabilität, ausgedrückt durch den erwarteten unterproportionalen EBITDA-Anstieg. Angesichts der außerordentlich guten Entwicklung der Lizenzumsätze in 2022 geht die Gesellschaft von einem tendenziellen Rückgang der Lizenzumsätze aus, womit die Ergebnis-Guidance nachvollziehbar ist. Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr 2023 mit einem EBITDA in Höhe von 17,45 Mio. € (2022: 16,84 Mio. €) und damit einem leichten Rückgang der EBITDA-Marge auf 12,7 % (VJ: 13,3 %). Mit der Realisierung von Skaleneffekten sowie der gestiegenen Basis an SaaS-Verträgen sollte die EBITDA-Marge in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive ansteigen, um sich bis 2026 in die mittelfristige erwartete Bandbreite von 17 % bis 19 % zu entwickeln.

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



Quelle: GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023-2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 6,5 % (bisher: 6,5 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,1% (bisher: 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 2,00 % (bisher: 1,50 %).**

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 8,09 % (bisher: 7,59 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,09 % (bisher: 7,59 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 31,15 € (bisher: 31,65 €) ermittelt. Der leichte Rückgang des Kursziels ist vornehmlich auf den Anstieg des risikolosen Zinssatzes auf 2,00 % (bisher: 1,50 %) und damit des Diskontierungssatzes auf 8,09 % (bisher: 7,59 %) zurückzuführen. Einem noch stärkeren Rückgang des Kursziels stand die erstmalige Einbeziehung der 2025er Prognosen in die konkrete Schätzperiode entgegen. Damit liegt für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells eine höhere Basis vor.

DCF-Modell

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	16,1%	ewige EBITA - Marge	14,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,9%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	0,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	137,50	151,25	166,38	177,19	188,71	200,97	214,04	227,95	
US Veränderung	8,7%	10,0%	10,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	2,32	2,70	3,09	3,41	3,75	4,11	4,51	4,93	
EBITDA	17,45	21,58	26,76	28,50	30,36	32,33	34,43	36,67	
EBITDA-Marge	12,7%	14,3%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	
EBITA	12,45	16,68	21,96	23,70	25,72	27,84	30,07	32,43	
EBITA-Marge	9,1%	11,0%	13,2%	13,4%	13,6%	13,9%	14,0%	14,2%	14,1%
Steuern auf EBITA	-3,74	-5,01	-6,59	-7,11	-7,71	-8,35	-9,02	-9,73	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	8,72	11,68	15,37	16,59	18,00	19,48	21,05	22,70	
Kapitalrendite	14,9%	20,2%	27,7%	30,9%	34,6%	38,7%	43,1%	47,8%	49,8%
Working Capital (WC)	-1,50	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
WC zu Umsatz	-1,1%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Investitionen in WC	-2,23	-1,00	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	59,18	56,08	53,78	51,98	50,34	48,84	47,48	46,24	
AFA auf OAV	-5,00	-4,90	-4,80	-4,80	-4,64	-4,49	-4,36	-4,24	
AFA zu OAV	8,4%	8,7%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	
Investitionen in OAV	-1,80	-1,80	-2,50	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investiertes Kapital	57,68	55,58	53,78	51,98	50,34	48,84	47,48	46,24	
EBITDA	17,45	21,58	26,76	28,50	30,36	32,33	34,43	36,67	
Steuern auf EBITA	-3,74	-5,01	-6,59	-7,11	-7,71	-8,35	-9,02	-9,73	
Investitionen gesamt	-4,03	-2,80	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investitionen in OAV	-1,80	-1,80	-2,50	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investitionen in WC	-2,23	-1,00	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	9,68	13,78	17,17	18,39	19,64	20,98	22,41	23,94	391,18

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	325,49	338,04
Barwert expliziter FCFs	98,56	92,75
Barwert des Continuing Value	226,93	245,29
Nettoschulden (Net debt)	-2,35	-9,71
Wert des Eigenkapitals	327,84	347,75
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	327,84	347,75
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	31,15	33,04

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,11
Eigenkapitalkosten	8,1%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,1%

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	7,8%	8,1%	8,3%	8,6%
49,3%	33,79	32,29	30,92	29,68	28,55
49,5%	33,92	32,41	31,04	29,79	28,65
49,8%	34,05	32,53	31,15	29,90	28,75
50,0%	34,18	32,65	31,27	30,00	28,85
50,3%	34,31	32,77	31,38	30,11	28,95

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