



## **Researchstudie (Update)**

### **USU Software AG**

# **USU**

- **Projektverschiebungen und längere Verkaufszyklen belasten Lizenzgeschäft -**
- **Umsatz und Ergebnis unter Erwartungen; Prognosen und Kursziel angepasst -**

**Kursziel: 29,60 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 10

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

## USU Software AG \*5a,6a,11

### KAUFEN

Kursziel: 29,60 €  
(bisher: 31,15 €)

aktueller Kurs: 17,90  
07.09.23 / XETRA / 15:41 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 188,38  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 198,58  
<sup>3</sup> 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

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

### Unternehmensprofil

Branche: Software

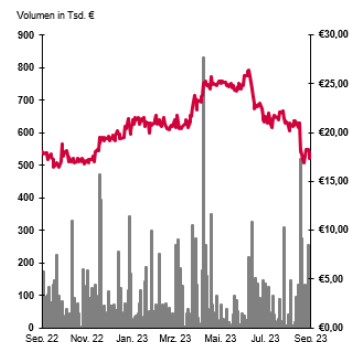
Fokus: Business Service Management/  
Knowledge Business

Mitarbeiter: 801 Stand: 30.06.2023

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	134,11	147,52	162,28
EBITDA	16,84	14,13	20,61	24,30
EBIT	11,80	9,13	15,71	19,50
Jahresüberschuss	7,58	6,39	10,63	13,58

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,72	0,61	1,01	1,29
Dividende je Aktie	0,55	0,50	0,75	1,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,57	1,48	1,35	1,22
EV/EBITDA	11,79	14,05	9,64	8,17
EV/EBIT	16,83	21,75	12,64	10,18
KGV	24,85	29,47	17,72	13,87
KBV	3,31			

### Finanztermine

22.11.2023: Q3-Bericht 2023

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

31.05.2023: RS / 31,15 / KAUFEN

06.04.2023: RS / 31,15 / KAUFEN

28.11.2022: RS / 31,65 / KAUFEN

05.09.2022: RS / 30,75 / KAUFEN

25.05.2022: RS / 33,90 / KAUFEN

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

## EXECUTIVE SUMMARY

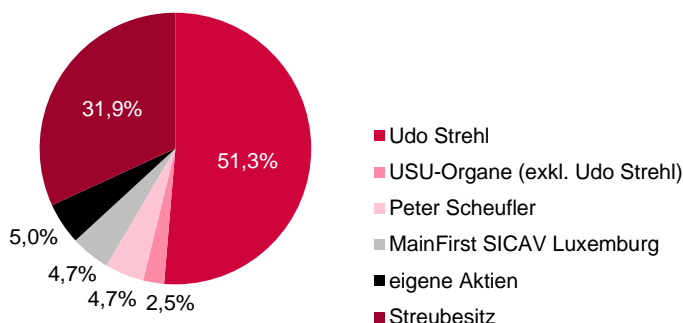
- Im ersten Halbjahr 2023 hat die USU Software AG einen organischen Umsatzanstieg in Höhe von 7,6 % auf 64,90 Mio. € (VJ: 60,30 Mio. €) erreicht. Auch wenn dies als ein Erfolg einzustufen ist, angesichts der aktuellen, von einer Investitionszurückhaltung geprägten Lage, bemerkt die Gesellschaft längere Verkaufszyklen und war im zweiten Quartal zunehmend von Projektverschiebungen betroffen. Daher lag das Umsatzwachstum im zweiten Quartal mit 2,8 % deutlich unterhalb des 12,6 %igen Umsatzanstiegs im ersten Quartal.
- Die Auftragsverschiebungen hatten in erster Linie zu einem deutlichen Rückgang der Lizenzerlöse auf 2,13 Mio. € (VJ: 5,82 Mio. €) geführt. Zusätzlich zu den Auftragsverschiebungen wird ein immer größerer Anteil an Neuverträgen in Form von SaaS abgeschlossen, was ebenfalls zu Lasten der Einmallizenzverkäufe geht. Folglich entwickelten sich die SaaS-Umsätze mit +30,5 % auf 8,21 Mio. € (VJ: 6,66 Mio. €) überproportional und trugen maßgeblich zum Anstieg der wiederkehrenden Umsätze in Höhe von 12,3 % auf 21,19 Mio. € (VJ: 18,87 Mio. €) bei. Auch das Beratungsgeschäft profitierte vom fortgesetzten Digitalisierungstrend und legte um 18,3 % auf 41,19 Mio. € (VJ: 34,83 Mio. €) ebenfalls sichtbar zu.
- Aufgrund des sichtbaren Rückgangs der margenstarken Lizenzerlöse weist die USU Software AG, trotz des erreichten Umsatzanstiegs, einen Rückgang des EBITDA auf 5,96 Mio. € (VJ: 7,26 Mio. €) und damit der EBITDA-Marge auf 9,2 % (VJ: 12,0 %) aus. Neben dem geringeren Anteil der Lizenzerlöse hatten auch Kostensteigerungen zum operativen Ergebnismrückgang beigetragen. Diese stehen mit dem höheren Personaleinsatz (eigene und freie Mitarbeiter) im Beratungsgeschäft sowie mit dem allgemeinen Lohnkostenanstieg in Verbindung. Darüber hinaus war die Gesellschaft stärker auf Messen und Veranstaltungen vertreten und hat die Anwenderentwicklung von KI-Produkten, Cloudmanagement sowie der zentralen Produktplattform vorangetrieben.
- Die USU Software AG hat die unter den Erwartungen liegende Geschäftsentwicklung zum Anlass für eine Prognoseanpassung genommen. Für das laufende Geschäftsjahr 2023 wird nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 132 – 139 Mio. € (bisher: 134 – 139 Mio. €) sowie mit einem EBITDA in Höhe von 13 – 15 Mio. € (bisher: 16,5 – 18,0 Mio. €) gerechnet. Die Mittelfristplanung, wonach für die kommenden Geschäftsjahre ein Umsatzwachstum in Höhe von 10 % und bis 2026 ein Ausbau der EBITDA-Marge auf 17 – 19 % erfolgen soll, wurde hingegen bestätigt. Mit Blick auf das laufende Geschäftsjahr 2023 rechnet der Unternehmensvorstand für das zweite Halbjahr zumindest mit einem gleichbleibend starken Beratungsgeschäft sowie mit einer weiteren Steigerung der wiederkehrenden Umsätze. Darüber hinaus dürfte der starke Einbruch der Lizenzerlöse zwar nicht aufgeholt werden, ein Anstieg der Lizenzumsätze dürfte aber ein wahrscheinliches Szenario sein. Vor diesem Hintergrund sowie aufgrund des erwarteten moderateren Kostenanstiegs ist die Unternehmens-Guidance als realistisch einzustufen.
- Wir passen unsere Umsatz- und Ergebnisprognose für das laufende Geschäftsjahr an und reduzieren, aufgrund des Basiseffektes, die Prognosen für die kommenden beiden Geschäftsjahre ebenfalls leicht. Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 29,60 € (bisher: 31,15 €) ermittelt, wobei die Kurszielreduktion ausschließlich eine Folge der reduzierten Prognosen ist. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## UNTERNEHMEN

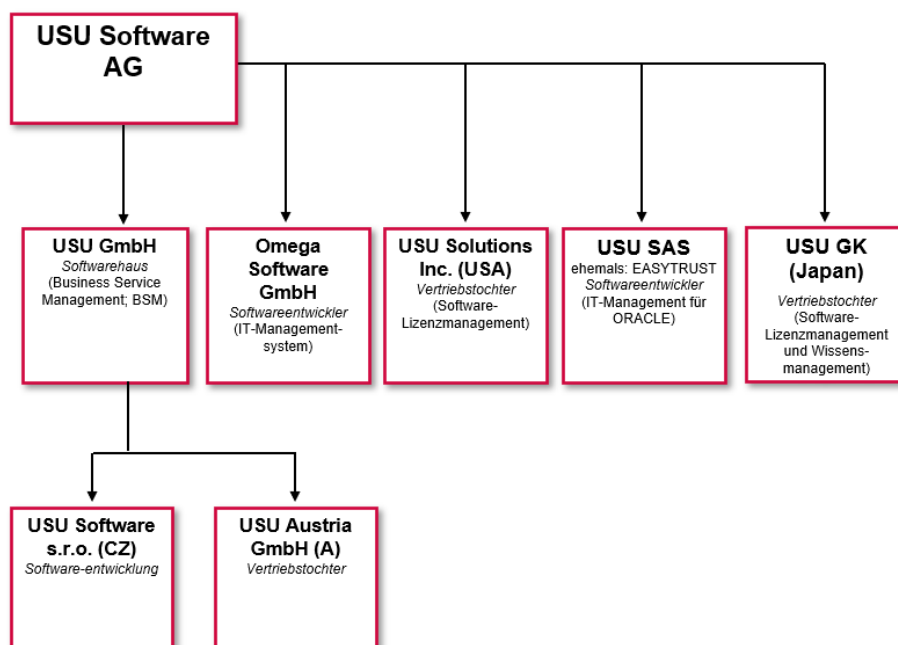
### Aktionärsstruktur

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

Quelle: USU Software AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Zu Beginn des zweiten Quartals 2023 wurden die USU Solutions GmbH und die USU Technologies GmbH auf die USU GmbH verschmolzen. Dies ist im Rahmen der „One USU“-Strategie erfolgt, im Rahmen dessen die beiden verschmolzenen Gesellschaften zu Beginn des Jahres 2021 bereits umfirmiert worden waren. Damals wurde die LeuTek GmbH in USU Solutions GmbH sowie die Aspera GmbH in USU Technologies GmbH umbenannt. Damit verfügt der USU-Konzern derzeit über sieben inländische und ausländische operative tätige Tochtergesellschaften.

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2023

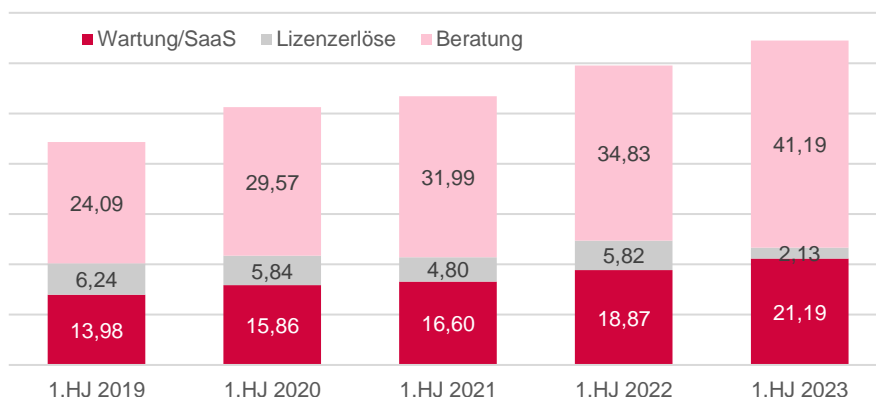
GuV in Mio. €	1.HJ 2020	1.HJ 2021	1.HJ 2022	1.HJ 2023
Umsatzerlöse	52,10	53,93	60,30	64,90
davon Wartungserlöse/SaaS	15,86	16,60	18,87	21,19
davon Lizenzzerlöse	5,84	4,80	5,82	2,13
davon Beratungserlöse	29,57	31,99	34,83	41,19
EBITDA	6,08	6,66	7,26	5,96
EBITDA-Marge	11,7%	12,3%	12,0%	9,2%
Periodenergebnis	3,09	3,79	3,53	2,45

Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 1.HJ 2023

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 64,90 Mio. € (VJ: 60,30 Mio. €) und damit einem Umsatzanstieg in Höhe von 7,6 % ist es der USU Software AG auch zum ersten Halbjahr 2023 gelungen, einen neuen Umsatzrekord zu erreichen. In der Quartalsbetrachtung wird jedoch ersichtlich, dass die Gesellschaft insbesondere im zweiten Quartal ein deutlich niedrigeres Wachstumstempo einschlagen musste. Nachdem im ersten Quartal 2023 noch ein Umsatzwachstum in Höhe von 12,6 % erreicht wurde, lag dieses im zweiten Quartal mit 2,8 % deutlich niedriger.

### Umsatzerlöse nach Umsatzarten im ersten Halbjahr (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

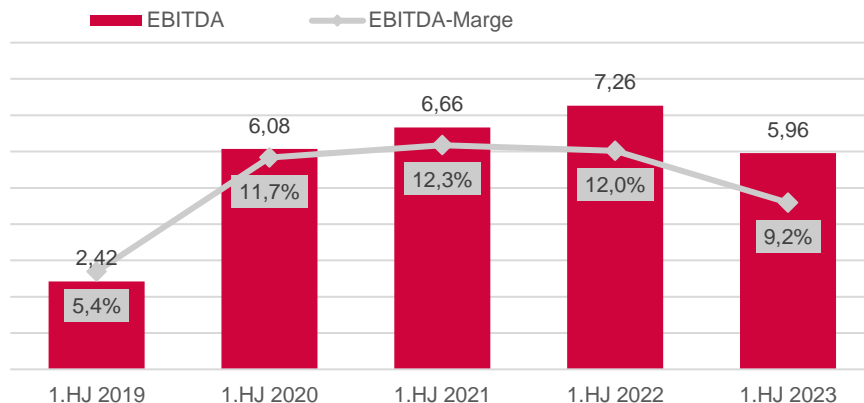
Verantwortlich für die Verlangsamung des Wachstumstempos waren insbesondere Auftragsverschiebungen, als Folge der konjunkturell bedingten Investitionszurückhaltung, welche im ersten Halbjahr insbesondere das Lizenzgeschäft um -63,5 % auf 2,13 Mio. € (VJ: 5,82 Mio. €) reduziert haben. Zusätzlich zu den Auftragsverschiebungen wird ein immer größerer Anteil an Neuverträgen in Form von SaaS abgeschlossen, was ebenfalls zu Lasten der Einmallynzverkäufe geht. Dieser Branchentrend führt auch bei der USU Software AG zu einem Anstieg der wiederkehrenden Umsätze, die im ersten Halbjahr 2023 abermals um 12,3 % auf 21,19 Mio. € (VJ: 18,87 Mio. €) zugelegt haben. Zu den wiederkehrenden Umsätzen tragen die SaaS-Erlöse mit 8,21 Mio. € (VJ: 6,66 Mio. €) bei, was gegenüber dem Vorjahr einer Steigerung in Höhe von 30,5 % gleichkommt.

Ein jeweils zweistelliges Umsatzwachstum erreichten in den beiden ersten Quartalen die Beratungserlöse, die auf Halbjahressicht um 18,3 % auf 41,19 Mio. € (VJ: 34,83 Mio. €) deutlich zugelegt haben. Wie auch in den Vorperioden profitiert die USU Software AG vom anhaltenden Digitalisierungstrend, was mit einer hohen Nachfrage nach Beratungsleistungen einhergeht.

## Ergebnisentwicklung 1.HJ 2023

Trotz erfolgter Umsatzsteigerung in Höhe von 7,6 % minderte sich das EBITDA um -18,0 % auf 5,96 Mio. € (VJ: 7,26 Mio. €), was einer gleichzeitigen Reduktion der EBITDA-Marge auf 9,2 % (VJ: 12,0 %) gleichkommt.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der operative Ergebnismrückgang ist auf der einen Seite der Verschiebung im Umsatzmix geschuldet, mit dem geringeren Anteil margenstarker Lizenzträge. Den niedrigeren Einmallynzen stehen zwar höhere SaaS- und Beratungserlöse gegenüber, diese weisen in der Regel aber niedrigere Margen auf. Beratungserlöse gehen dabei mit einem hohen Personalbedarf einher und bei den SaaS-Erlösen erfolgt eine Ergebnisaufteilung über die Vertragslaufzeit hinweg. Der höhere Personalbedarf zur Realisierung der gestiegenen Beratungserlöse wird auch anhand des überproportionalen Anstiegs der Herstellungskosten des Umsatzes ersichtlich, die infolge des Ausbaus der Beratermannschaft und eines höheren Einsatzes freier Mitarbeiter um 10,2 % auf 33,92 Mio. € (VJ: 30,79 Mio. €) zugelegt haben.

Die Verschiebung hin zu margenschwächeren Umsätzen wird zudem von einem überproportionalen Kostenanstieg begleitet. Einerseits war die USU Software AG, nach Aufhebung der Reisebeschränkungen, stärker auf Messen, Konferenzen und sonstigen Vertriebsveranstaltungen präsent, auf der anderen Seite hat die Gesellschaft bei der Belegschaft Gehaltssteigerungen vorgenommen. Besonders auffällig ist aber der Anstieg der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen auf 10,52 Mio. € (VJ: 8,82 Mio. €). Dieser steht in Verbindung mit der Forcierung der Anwendungsentwicklung von KI-Produkten, Cloudmanagement sowie der zentralen Produktplattform im Rahmen der „One USU“-Strategie.

Das Zusammenspiel aus der Auftragsverschiebung margenstarker Umsätze mit den erfolgten Kostensteigerungen haben das operative Ergebnis sichtbar reduziert. Dies gilt auch für das EBIT, welches mit 3,59 Mio. € (VJ: 4,94 Mio. €) um 27,3 % unter dem Vorjahreswert liegt. Auch beim Nachsteuerergebnis in Höhe von 2,45 Mio. € (VJ: 3,53 Mio. €) liegt ein starker Rückgang in Höhe von 30,8 % vor.

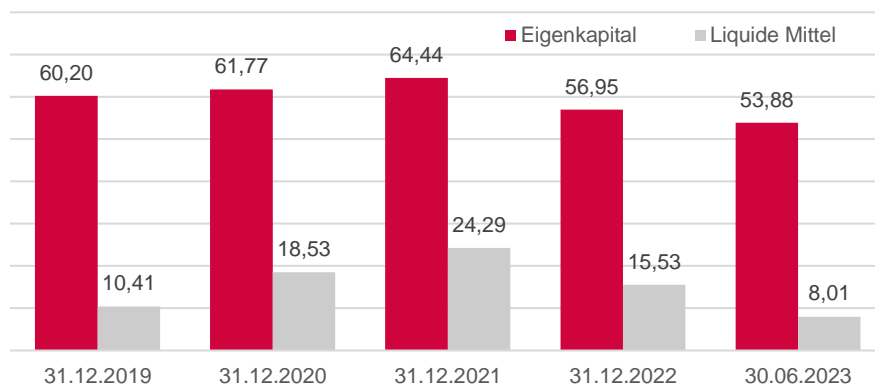
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2023

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Eigenkapital	64,44	56,95	53,88
EK-Quote (in %)	55,5%	50,4%	47,5%
Operatives Anlagevermögen	64,06	62,38	62,08
Working Capital	-8,07	-3,73	1,09
Liquide Mittel	24,29	15,53	8,01
Cashflow - operativ	13,35	10,37	0,42
Cashflow - Investition	-0,83	-1,28	-0,73
Cashflow - Finanzierung	-7,03	-17,99	-6,99

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch zum 30.06.2023 liegen bei den für die USU Software AG typischen soliden Bilanzrelationen nur geringfügige Veränderungen vor. Das Eigenkapital reduzierte sich trotz des positiven Halbjahresergebnisses auf 53,88 Mio. € (31.12.22: 56,95 Mio. €), insbesondere als Folge der im ersten Halbjahr 2023 erfolgten Dividendenausschüttung in Höhe von 5,50 Mio. €. Bei einer gegenüber dem Bilanzstichtag 31.12.22 kaum veränderten Bilanzsumme hat dies zu einem Rückgang der EK-Quote auf 47,5 % (31.12.22: 50,4 %) geführt, es liegt aber nach wie vor eine gute EK-Ausstattung vor. Zumal die Gesellschaft nach wie vor über keinerlei Bankverbindlichkeiten verfügt und damit nicht abhängig von externen Geldgebern ist. Der überwiegende Teil des Fremdkapitals betrifft den passiven Rechnungsabgrenzungsposten in Höhe von 18,00 Mio. € (31.12.22: 10,60 Mio. €), der vorab vereinnahmte Kundenzahlungen für Wartungs-/SaaS-Verträge enthält. Darüber hinaus enthält das Fremdkapital IFRS16-Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 16,06 Mio. € (31.12.22: 15,98 Mio. €).

### Eigenkapital und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Aktivseite der USU-Bilanz ist in erster Linie vom Rückgang der liquiden Mittel, die sich im Nachgang der Dividendenausschüttung auf 8,01 Mio. € (31.12.22: 15,53 Mio. €) reduziert haben, geprägt. Aus dem operativen Geschäft heraus wurde zwar ein leicht positiver Cashflow in Höhe von 0,42 Mio. € (VJ: 3,55 Mio. €) generiert, der Aufbau von Working Capital hatte einem noch höheren operativen Cashflow entgegengestanden. Der Working Capital-Anstieg steht auf der Aktivseite insbesondere mit dem Anstieg der Vertragsvermögenwerte in Verbindung.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)	GJ 25e (alt)	GJ 25e (neu)
Umsatzerlöse	126,52	137,50	134,11	151,25	147,53	166,38	162,28
EBITDA	16,84	17,45	14,13	21,58	20,61	26,76	24,30
EBITDA-Marge	13,3%	12,7%	10,5%	14,3%	14,0%	16,1%	15,0%
JÜ	7,58	8,81	6,39	11,61	10,63	15,30	13,58
EPS in €	0,72	0,84	0,61	1,10	1,01	1,45	1,29

Quelle: GBC AG

Die unter den Erwartungen liegende Umsatz- und vor allem Ergebnisentwicklung wurde vom USU-Vorstand zum Anlass für eine Prognoseanpassung genommen. Für das laufende Geschäftsjahr 2023 wird nun ein Umsatzwachstum auf 132 – 139 Mio. € (bisher: 134 – 139 Mio. €) sowie ein EBITDA in Höhe von 13 – 15 Mio. € (bisher: 16,5 – 18,0 Mio. €) in Aussicht gestellt. Die Mittelfristplanung, wonach für die kommenden Geschäftsjahre ein Umsatzwachstum in Höhe von 10 % und bis 2026 ein Ausbau der EBITDA-Marge auf 17 – 19 % erfolgen soll, wurde hingegen bestätigt. Das Unternehmensmanagement stuft die aktuell beobachteten längeren Verkaufszyklen und die Projektverschiebungen offensichtlich als einen kurzfristigen Effekt ein und sieht aktuell keine mittelfristige Auswirkung hieraus. An der Annahme, wonach das SaaS-Geschäft künftig an Bedeutung gewinnen wird, hat sich ohnehin nichts verändert. SaaS-Umsätze gehen, da die Implementierung, die Beratung und der Verkauf mit den dazugehörigen Kosten zum Vertragsbeginn erfolgen, während der Vertragslaufzeit mit steigenden Ergebnisbeiträgen einher.

Der Unternehmensvorstand rechnet für das zweite Halbjahr 2023 zumindest mit einem gleichbleibend starken Beratungsgeschäft sowie mit einer weiteren Steigerung der wiederkehrenden Umsätze. Darüber hinaus dürfte der starke Einbruch der Lizenzerlöse zwar nicht aufgeholt werden, ein Anstieg der Lizenzumsätze dürfte aber ein wahrscheinliches Szenario sein. Schon die daraus resultierende Verschiebung hin zu margenstärkeren Umsätzen sollte dazu beitragen, die EBITDA-Prognose zu erreichen. Immerhin rechnet die Gesellschaft für das zweite Halbjahr 2023 mit einem EBITDA in Höhe von mindestens 7,04 Mio. € (1.HJ 23: 5,96 Mio. €). Ein zusätzlicher Ergebniseffekt sollte aus dem für das zweite Halbjahr 2023 erwarteten moderateren Kostenanstieg vorliegen. So waren im ersten Halbjahr 2023 organisatorische Kosten (Verschmelzung im Zusammenhang mit One USU) angefallen, die jedoch im zweiten Halbjahr keine Rolle mehr spielen werden.

Wir passen unsere Umsatz- und Ergebnisprognose für das laufende Geschäftsjahr an die Unternehmens-Guidance an und nehmen, aufgrund des Basiseffekts, auch für die kommenden beiden Geschäftsjahre jeweils eine Prognosereduktion vor. Wir rechnen nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 134,11 Mio. € (bisherige Prognose: 137,50 Mio. €). Bei einem erwarteten unveränderten Umsatzwachstum in Höhe von jeweils 10 % passen wir unsere Umsatz-Schätzungen für die beiden Geschäftsjahre 2024 und 2025 an. Dabei sollte die EBITDA-Marge von einer nur unterproportionalen Kostenentwicklung sowie von steigenden Ergebnisbeiträgen im SaaS-Bereich profitieren. Wir prognostizieren daher einen sukzessiven Anstieg der EBITDA-Marge, welche sich in Richtung der erwarteten 17 – 19 % bis 2026 entwickeln dürfte.

Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 29,60 € (bisher: 31,15 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist dabei ausschließlich den vorgenommenen Prognoseanpassungen für den konkreten Schätzzeitraum 2023 – 2025 geschuldet. Einer noch stärkeren Prognosereduktion steht der Roll-Over-Effekt entgegen, wonach die Kurszielbasis auf den 31.12.2024 (bisher: 31.12.2023) verlängert wurde. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.



### **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 15,0% (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: 2,00 %).**

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: 8,09 %) (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: 8,09 %).

### **Bewertungsergebnis**

Aufgrund der von uns vorgenommenen Reduktion der Prognosen im konkreten Schätzzeitraum 2023 – 2025 und darauf aufbauend einer Anpassung der Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells liegt ein Rückgang des Kursziels auf 29,60 € (bisher: 31,15 €) vor. Einer noch stärkeren Prognosereduktion steht der Roll-Over-Effekt entgegen, wonach die Kurszielbasis auf den 31.12.2024 (bisher: 31.12.2023) verlängert wurde.

## 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	15,0%	ewige EBITA - Marge	13,1%
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)	134,11	147,52	162,28	172,83	184,06	196,02	208,76	222,33	
US Veränderung	6,0%	10,0%	10,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	2,27	2,63	3,02	3,33	3,66	4,01	4,40	4,81	
EBITDA	14,13	20,61	24,30	25,88	27,56	29,35	31,26	33,29	
EBITDA-Marge	10,5%	14,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
EBITA	9,13	15,71	19,50	21,08	22,92	24,86	26,90	29,05	
EBITA-Marge	6,8%	10,6%	12,0%	12,2%	12,5%	12,7%	12,9%	13,1%	13,1%
Steuern auf EBITA	-2,74	-5,01	-5,85	-6,32	-6,88	-7,46	-8,07	-8,72	
zu EBITA	30,0%	31,9%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	6,39	10,70	13,65	14,76	16,05	17,40	18,83	20,34	
Kapitalrendite	10,9%	18,6%	24,6%	27,4%	30,9%	34,6%	38,6%	42,8%	45,0%
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	14,13	20,61	24,30	25,88	27,56	29,35	31,26	33,29	
Steuern auf EBITA	-2,74	-5,01	-5,85	-6,32	-6,88	-7,46	-8,07	-8,72	
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	7,36	12,80	15,45	16,56	17,68	18,89	20,19	21,58	351,92

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	293,27	304,20
Barwert expliziter FCFs	89,12	83,52
Barwert des Continuing Value	204,16	220,67
Nettoschulden (Net debt)	0,12	-7,32
Wert des Eigenkapitals	293,16	311,52
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	293,16	311,52
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	27,86	<b>29,60</b>

### 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	<b>8,1%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	7,8%	8,1%	8,3%	8,6%
44,5%	32,03	30,63	29,35	28,19	27,13
44,8%	32,17	30,76	29,48	28,31	27,24
45,0%	32,31	30,89	<b>29,60</b>	28,43	27,35
45,3%	32,45	31,02	29,72	28,54	27,46
45,5%	32,59	31,15	29,85	28,66	27,57

## 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 Studienerstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

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

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

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

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

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

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Jörg Grunwald, Vorstand**

### **§ 3 Urheberrechte**

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

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

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



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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