



## **Researchstudie (Update)**

### **USU Software AG**

# **USU**

- Umsatzwachstum setzt sich auch im Q3 fort;  
Sondereffekte belasten Ergebnis -
- Guidance bestätigt, Kaufen-Rating erneuert -

**Kursziel: 29,30 €**

**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: 29,30 €  
(bisher: 29,60 €)

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

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 180,48  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 188,68  
<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: 814 Stand: 30.09.2023

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	132,85	146,13	160,75
EBITDA	16,84	13,10	20,47	24,13
EBIT	11,80	8,10	15,57	19,33
Jahresüberschuss	7,58	5,67	10,49	13,46

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,72	0,54	1,00	1,28
Dividende je Aktie	0,55	0,50	0,75	1,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,49	1,42	1,29	1,17
EV/EBITDA	11,21	14,59	9,22	7,82
EV/EBIT	15,99	23,79	12,12	9,76
KGV	23,80	32,51	17,20	13,41
KBV	3,17			

### Finanztermine

27.-29.11.2023: EK-Forum

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

08.09.2023: RS / 29,60 / KAUFEN

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

\*\* 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

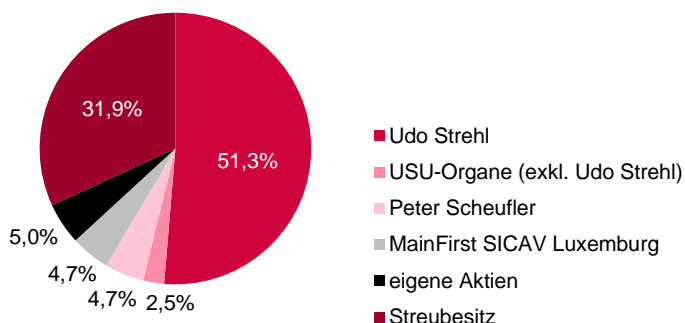
- Die USU Software AG hat in den ersten neun Monaten mit einem Umsatzanstieg von 5,3% auf 97,82 (VJ: 92,87) Mio. € die 100-Mio.-Marke fast erreicht. Nachdem im ersten Quartal noch ein Umsatzwachstum von +12,6% erzielt werden konnte, flachte die Wachstumskurve im zweiten Quartal (+2,8%) und im dritten Quartal (+1,0%) ab. Dies ist zum einen eine Folge von Auftragsverschiebungen potenzieller Neukunden, die insbesondere in den letzten beiden Quartalen auftraten. Zum anderen setzte sich der Trend zu SaaS-Umsätzen fort, der zu einer Verteilung der Umsätze über die Vertragslaufzeit führt.
- Dementsprechend stiegen die wiederkehrenden Umsätze (SaaS/Wartung) deutlich auf 31,90 Mio. € (VJ: 29,10 Mio. €) und haben nun einen Umsatzanteil von 32,6 % (VJ: 31,3 %). Auch die Beratungserlöse profitierten weiterhin vom Digitalisierungstrend und legten mit einem Plus von 16,1 % auf 61,80 Mio. € (VJ: 53,23 Mio. €) erneut deutlich zu. Lediglich die Lizenz Erlöse lagen aufgrund von Auftragsverschiebungen und dem Trend zu SaaS-Umsätzen mit 3,46 Mio. € (VJ: 9,81 Mio. €) unter dem Vorjahreswert.
- Das EBITDA lag mit 8,43 Mio. € (VJ: 11,70 Mio. €) trotz der erzielten Umsatzsteigerung unter dem Vorjahreswert. Wesentlich für die Ergebnisentwicklung war der Rückgang der besonders margenstarken Lizenz Erlöse. Darüber hinaus hat die USU Software AG weiterhin in erheblichem Umfang Free Lancer eingesetzt und war generell von steigenden Personalkosten betroffen. Auch im Bereich Marketing und Vertrieb führte die verstärkte Präsenz auf Veranstaltungen, Messen etc. zu höheren Kosten. Darüber hinaus sind die F&E-Kosten im Zusammenhang mit der Produktentwicklung in den Bereichen Künstliche Intelligenz, Cloud Management sowie für die zentrale Produktplattform deutlich gestiegen. Schließlich führte die Umsetzung eines Mitarbeiteraktienprogramms zu Sonderaufwendungen in Höhe von 0,35 Mio. €.
- Das USU-Management bestätigt die Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2023 und erwartet weiterhin einen Umsatz von 132 Mio. € bis 139 Mio. € und ein EBITDA von 13 Mio. € bis 15 Mio. €. Bei der Ergebnisprognose ist jedoch zu beachten, dass diese nunmehr auf Basis des bereinigten EBITDA formuliert ist, d.h. das EBITDA inklusive Sondereffekten aus dem Mitarbeiteraktienprogramm könnte leicht unterhalb dieser Bandbreite liegen. An der mittelfristigen Prognose eines durchschnittlichen organischen Umsatzwachstums von 10 % und einer Steigerung der bereinigten EBITDA-Marge auf 17 % bis 19 % halten wir ebenfalls fest.
- Wir gehen davon aus, die untere Prognosebandbreite zu erreichen und erwarten daher Umsatzerlöse in Höhe von 132,85 Mio. € (bisher: 134,11 Mio. €). Mit einem erwarteten bereinigten EBITDA von 13,93 Mio. € liegt unsere operative Ergebnisprognose in der Mitte der Guidance. Unsere Schätzungen für die folgenden Geschäftsjahre reduzieren sich aufgrund der niedrigeren Umsatzbasis im Jahr 2023 nur marginal. Die EBITDA-Marge sollte dabei von einer nur unterproportionalen Kostenentwicklung sowie steigenden Ergebnisbeiträgen im SaaS-Bereich profitieren. Wir prognostizieren daher einen sukzessiven Anstieg der EBITDA-Marge, die sich bis 2026 in Richtung der erwarteten 17-19% entwickeln sollte.
- Im Rahmen des aktualisierten DCF-Bewertungsmodells haben wir eine leichte Anpassung des Kursziels auf 29,30 € (bisher: 29,60 €) ermittelt. Wir bewerten die Aktie weiterhin mit KAUFEN.

## UNTERNEHMEN

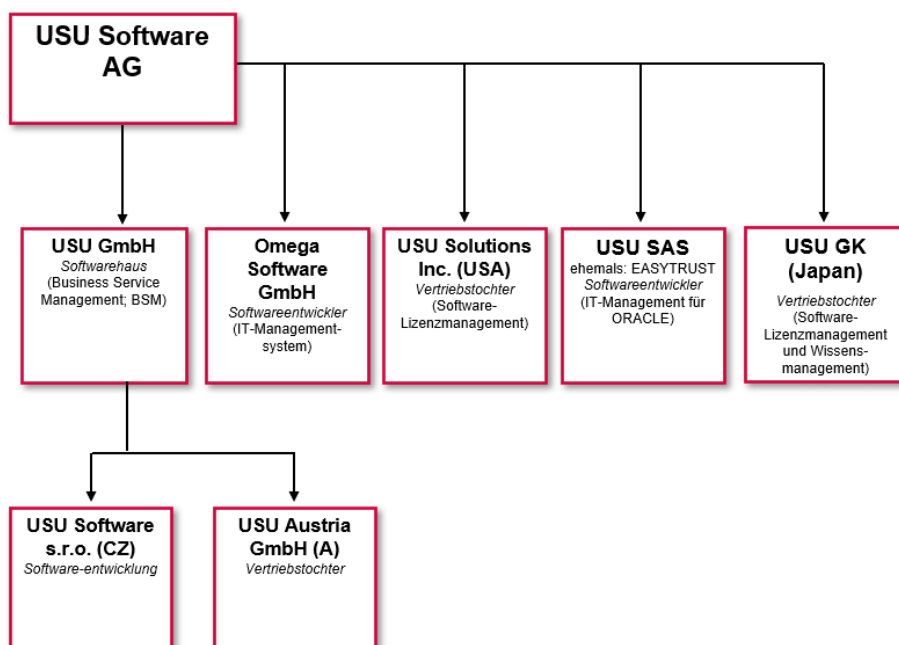
### Aktionärsstruktur

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 9 MONATE 2023

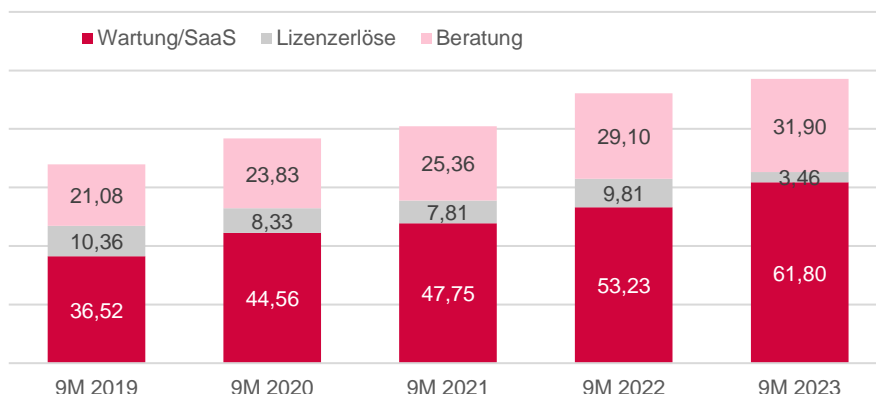
GuV in Mio. €	9M 2020	9M 2021	9M 2022	9M 2023
Umsatzerlöse	77,86	81,86	92,87	97,82
davon Wartungserlöse/SaaS	23,83	25,36	29,10	31,90
davon Lizenzzerlöse	8,33	7,81	9,81	3,46
davon Beratungserlöse	44,56	47,75	53,23	61,80
berinigtes EBITDA	8,27	10,39	11,70	8,77
EBITDA	8,27	10,39	11,70	8,43
Periodenergebnis	3,96	6,14	5,78	3,30

Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 9 Monate 2023

In den ersten neun Monaten 2023 hat die USU Software AG die Umsätze um 5,3 % auf 97,82 Mio. € (VJ: 92,87 Mio. €) steigern können. Nachdem im ersten Quartal noch ein hohes Umsatzwachstum von 12,6 % erreicht wurde, kam es im Q2 (+2,8 %) und im Q3 (+1,0 %) zu einer sichtbaren Verlangsamung der Wachstumsdynamik. Dies ist zum einen auf Auftragsverschiebungen potenzieller Neukunden zurückzuführen. Zum anderen setzte sich der Trend hin zu SaaS-Umsätzen fort, was in der Regel mit einem Rückgang der einmaligen Lizenzzerlöse bei gleichzeitigem Anstieg der wiederkehrenden SaaS-Umsätze einhergeht.

### Umsatzerlöse nach Umsatzarten nach 9 Monaten 2023 (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aufgrund von Auftragsverschiebungen und des SaaS-Trends lagen die einmaligen Lizenzzerlöse mit 3,46 Mio. € (VJ: 9,81 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahreswert. Da ein immer größerer Anteil der Neuverträge in Form von SaaS abgeschlossen wird, stiegen die SaaS-Umsätze deutlich um 20,4 % auf 12,51 Mio. € (VJ: 10,40 Mio. €). Zusammen mit den Wartungserlösen beliefen sich die wiederkehrenden Umsätze nach neun Monaten auf 31,90 Mio. € (VJ: 29,10 Mio. €), was einem hohen Anteil wiederkehrender Umsätze von 32,6 % (VJ: 31,3 %) entspricht.

Die hohe Wachstumsdynamik der Beratungsumsätze setzte sich parallel dazu auch im dritten Quartal 2023 fort, so dass im 9-Monatszeitraum ein Umsatzwachstum in Höhe von 16,1 % auf 61,80 Mio. € (VJ: 53,23 Mio. €) erreicht wurde. Wie bereits in den Vorperioden profitiert die USU Software AG vom anhaltenden Trend zur Digitalisierung, der mit einer hohen Nachfrage nach Beratungsleistungen einhergeht.

## Ergebnisentwicklung 9 Monate 2023

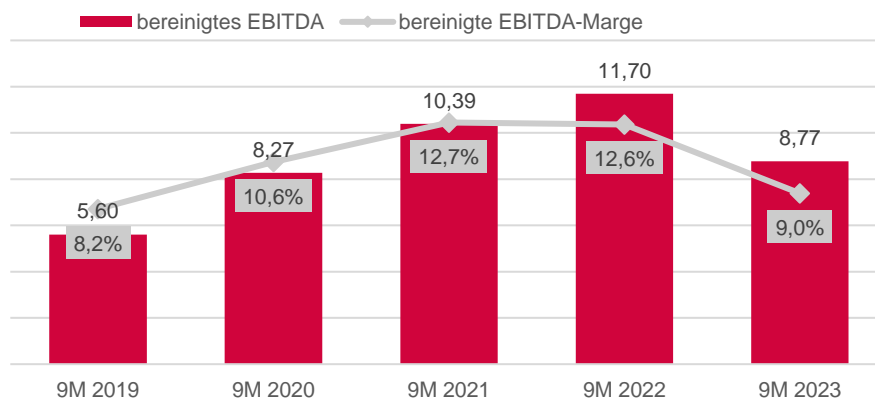
Üblicherweise schlägt sich der Rückgang der Lizenzerlöse, die besonders margenstark sind, in einem Rückgang des operativen Ergebnisses nieder. Dieser Zusammenhang zeigt sich auch im deutlichen Rückgang des EBITDA auf 8,43 Mio. € (VJ: 11,70 Mio. €). Neben den geringeren Lizenzerlösen sind jedoch weitere Effekte zu berücksichtigen, die zu dieser Ergebnisentwicklung im abgelaufenen Berichtszeitraum geführt haben.

Ein kostensteigernder Faktor war, bedingt durch den Ausbau des Beratungsgeschäftes, der verstärkte Einsatz von freien Mitarbeitern, der zu einem entsprechenden Anstieg der Herstellungskosten des Umsatzes auf 50,86 Mio. € (VJ: 47,17 Mio. €) führte. Der Einsatz von Free Lancer führt zu höheren Kosten als der Einsatz eigener Mitarbeiter. Zudem hat die USU Software AG auch bei den eigenen Mitarbeitern, die gegenüber dem Vorjahr auf 814 (VJ: 755) weiter aufgestockt wurden, inflationsbedingte Gehaltssteigerungen vorgenommen. Ein weiterer Faktor, der zu einem überproportionalen Anstieg der Kosten führte, war die verstärkte Präsenz auf Messen, Konferenzen und anderen Veranstaltungen im Nachgang der Corona-Einschränkungen. Dadurch erhöhten sich die Marketing- und Vertriebskosten auf 18,30 Mio. € (VJ: 16,14 Mio. €).

Eine Besonderheit der vergangenen Berichtsperioden war der deutliche Anstieg der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen auf 16,01 Mio. € (VJ: 13,32 Mio. €). Diese stehen insbesondere im Zusammenhang mit der Produktentwicklung im Bereich Künstliche Intelligenz, Cloud Management und für die zentrale Produktplattform im Rahmen der „One USU“-Strategie.

Im Rahmen der Mitarbeiterbeteiligung hat die USU Software AG ein Mitarbeiteraktienprogramm beschlossen und zum Ende des dritten Quartals 2023 umgesetzt. Damit verbunden sind IFRS-bedingte Sonderaufwendungen in Höhe von 0,35 Mio. €, die zu einem zusätzlichen Anstieg der operativen Kosten geführt haben. Vor diesem Hintergrund hat sich das USU-Management entschieden, zukünftig ein um diesen Effekt sowie um mögliche Restrukturierungs- und Akquisitionseffekte bereinigtes EBITDA auszuweisen. Das bereinigte EBITDA liegt mit 8,77 Mio. € (Vorjahr: 11,70 Mio. €) aufgrund der dargestellten Effekte, wie auch das unbereinigte EBITDA, sichtbar unter dem Vorjahreswert.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Hiervon ausgehend, liegt die USU Software AG auch beim Nachsteuerergebnis in Höhe von 3,30 Mio. € (VJ: 5,78 Mio. €) unterhalb des Vorjahreswertes. Wie dargestellt haben niedrigere Lizenzerlöse sowie die gestiegenen operativen Kosten hierzu geführt.

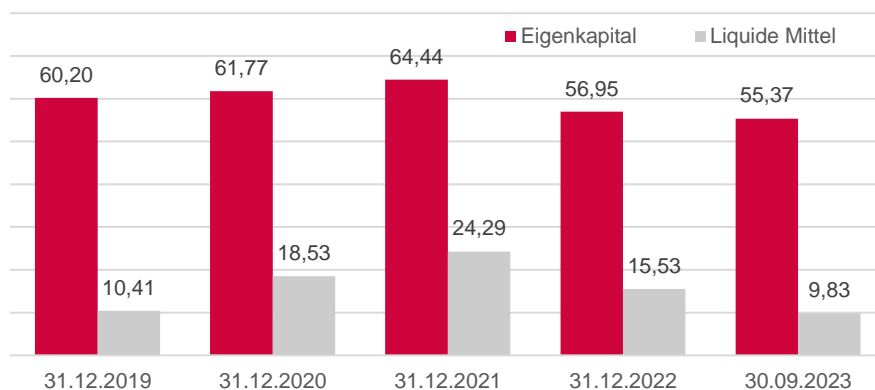
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2023

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2023
Eigenkapital	64,44	56,95	55,37
EK-Quote (in %)	55,5%	50,4%	49,9%
Operatives Anlagevermögen	64,06	62,38	63,00
Working Capital	-8,07	-3,73	0,56
Liquide Mittel	24,29	15,53	9,83
Cashflow - operativ	13,35	10,37	3,24
Cashflow - Investition	-0,83	-1,28	-1,18
Cashflow - Finanzierung	-7,03	-17,99	-7,78

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Bilanzrelationen haben sich im Vergleich zum Ende des Geschäftsjahres 2022 kaum verändert. Das Eigenkapital reduzierte sich leicht auf 55,37 Mio. € (31.12.22: 56,95 Mio. €), was auf die erfolgte Dividendenausschüttung in Höhe von 5,50 Mio. € zurückzuführen ist. Bei nahezu unveränderter Bilanzsumme sank die Eigenkapitalquote daher nur geringfügig auf 49,9 % (31.12.22: 50,4 %). Diese hohe Eigenkapitalquote ist im Zusammenhang mit dem Fremdkapital zu sehen, das keine Bankverbindlichkeiten aufweist. Der überwiegende Teil des Fremdkapitals setzt sich aus den nach IFRS 16 bilanzierten Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 16,45 Mio. € (31.12.22: 15,98 Mio. €) sowie den Rechnungsabgrenzungsposten in Höhe von 15,56 Mio. € (31.12.22: 10,60 Mio. €) zusammen. Dieser beinhaltet im Voraus erhaltene Kundenzahlungen für SaaS/Wartungsverträge.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der Rückgang der liquiden Mittel auf 9,83 Mio. € (31.12.22: 15,53 Mio. €) ist ebenso wie der Rückgang des Eigenkapitals im Wesentlichen auf die Dividendenausschüttung in Höhe von 5,50 Mio. € zurückzuführen. Aus dem operativen Geschäft generiert die USU Software AG wie gewohnt einen positiven Liquiditätszufluss. Der operative Cashflow in Höhe von 3,24 Mio. € (Vorjahr: 5,94 Mio. €) lag zwar unter dem Vorjahreswert, dies ist jedoch im Wesentlichen auf einen stichtagsbedingten Anstieg des Working Capital auf 0,56 Mio. € (31.12.22: -3,73 Mio. €) zurückzuführen.

## 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	134,11	132,85	147,53	146,13	162,28	160,75
EBITDA	16,84	14,13	12,93	20,61	20,47	24,30	24,13
EBITDA-Marge	13,3%	10,5%	9,7%	14,0%	14,0%	15,0%	15,0%
JÜ	7,58	6,39	5,67	10,63	10,650	13,58	13,46
EPS in €	0,72	0,61	0,54	1,01	1,00	1,29	1,28

Quelle: GBC AG

Das USU-Management bestätigt die Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2023 und erwartet weiterhin einen Umsatz von 132 Mio. € bis 139 Mio. € und ein EBITDA von 13 Mio. € bis 15 Mio. €. Bei der Ergebnisprognose ist allerdings zu beachten, dass diese nun auf Basis des bereinigten EBITDA formuliert ist, d.h. das EBITDA inklusive Sondereffekten aus dem Mitarbeiteraktienprogramm könnte leicht unterhalb dieser Bandbreite liegen. An der mittelfristigen Prognose eines durchschnittlichen organischen Umsatzwachstums von 10 % und einer Steigerung der bereinigten EBITDA-Marge auf 17 % bis 19 % wird ebenfalls festgehalten.

Auf der Umsatzseite wird für daher das vierte Quartal 2023 eine Bandbreite von 34,2 Mio. € bis 41,2 Mio. € und damit eine Steigerung gegenüber den Vorquartalen erwartet. Vor dem Hintergrund, dass das vierte Quartal traditionell das umsatzstärkste Quartal der USU Software AG ist, erscheint diese Annahme realistisch. Zudem dürfte ein Teil der verschobenen Aufträge im laufenden Schlussquartal realisiert werden, was zu einem zusätzlichen Umsatzschub führen könnte. In Verbindung mit dem weiterhin dynamischen Beratungsgeschäft sowie der anhaltend hohen Nachfrage nach SaaS-Lösungen ist das Erreichen der unteren Prognosebandbreite sehr realistisch. Mit dem erwarteten Anstieg der Lizenz Erlöse sollte auch eine Steigerung der operativen Ergebnismarge einhergehen, die mit Blick auf die EBITDA-Guidance notwendig erscheint. Denn für das vierte Quartal 2023 erwartet das USU-Management ein bereinigtes EBITDA von 4,2 Mio. € bis 6,2 Mio. € und damit eine deutliche Ergebnissteigerung gegenüber den Vorquartalen.

Wir passen unsere Prognosen gegenüber der zuletzt am 08.09.2023 veröffentlichten Researchstudie leicht an. Auf der Umsatzseite gehen wir von einem Erreichen der unteren Prognosebandbreite aus und erwarten somit Umsatzerlöse in Höhe von 132,85 Mio. € (bisher: 134,11 Mio. €). Gleichzeitig reduzieren wir unsere EBITDA-Prognose auf 12,93 Mio. € (bisher: 14,13 Mio. €). Was auf den ersten Blick nach einer stärkeren Reduzierung der Ergebnisprognose aussieht, hängt jedoch mit den Sondereffekten aus dem Mitarbeiteraktienprogramm zusammen, die erstmals im dritten Quartal 2023 anfallen. Für das Gesamtjahr 2023 könnten sich diese auf rund 1,00 Mio. € belaufen, so dass wir in diesem Fall von einem bereinigten EBITDA in Höhe von 13,93 Mio. € ausgehen. Damit liegen wir in etwa in der Mitte der Prognosebandbreite. Unsere Schätzungen für die folgenden Geschäftsjahre reduzieren sich aufgrund der niedrigeren Umsatzbasis im Jahr 2023 nur marginal. Die EBITDA-Marge sollte dabei von einer nur unterproportionalen Kostenentwicklung sowie steigenden Ergebnisbeiträgen im SaaS-Bereich profitieren. Wir prognostizieren daher einen sukzessiven Anstieg der EBITDA-Marge, die sich bis 2026 in Richtung der erwarteten 17-19% entwickeln sollte.

Im Rahmen des aktualisierten DCF-Bewertungsmodells haben wir eine leichte Anpassung des Kursziels auf 29,30 € (bisher: 29,60 €) ermittelt. 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 leichten Reduktion der Prognosen im konkreten Schätzzeitraum 2023 – 2025 und darauf aufbauend einer Anpassung der Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells liegt ein leichter Rückgang des Kursziels auf 29,30 € (bisher: 29,60 €) vor.

## 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)	132,85	146,13	160,75	171,19	182,32	194,17	206,79	220,24	
US Veränderung	5,0%	10,0%	10,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	2,25	2,61	2,99	3,29	3,62	3,98	4,36	4,76	
EBITDA	12,93	20,47	24,13	25,69	27,36	29,14	31,04	33,05	
EBITDA-Marge	9,7%	14,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
EBITA	7,93	15,57	19,33	20,89	22,72	24,65	26,68	28,82	
EBITA-Marge	6,0%	10,7%	12,0%	12,2%	12,5%	12,7%	12,9%	13,1%	13,1%
Steuern auf EBITA	-2,38	-5,01	-5,80	-6,27	-6,82	-7,39	-8,00	-8,64	
zu EBITA	30,0%	32,2%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	5,55	10,56	13,53	14,63	15,91	17,25	18,67	20,17	
Kapitalrendite	9,5%	18,3%	24,3%	27,2%	30,6%	34,3%	38,2%	42,5%	44,7%
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	12,93	20,47	24,13	25,69	27,36	29,14	31,04	33,05	
Steuern auf EBITA	-2,38	-5,01	-5,80	-6,27	-6,82	-7,39	-8,00	-8,64	
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	6,52	12,66	15,33	16,43	17,55	18,75	20,03	21,41	349,39

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	291,08	301,96
Barwert expliziter FCFs	88,38	82,87
Barwert des Continuing Value	202,69	219,09
Nettoschulden (Net debt)	0,96	-6,34
Wert des Eigenkapitals	290,12	308,30
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	290,12	308,30
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	27,57	<b>29,30</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%
44,2%	31,71	30,31	29,05	27,90	26,84
44,5%	31,85	30,44	29,17	28,01	26,95
44,7%	31,99	30,58	<b>29,30</b>	28,13	27,06
45,0%	32,13	30,71	29,42	28,25	27,17
45,2%	32,26	30,84	29,54	28,36	27,28

## 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:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<https://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:

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

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

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Jörg Grunwald, Vorstand**

### **§ 3 Urheberrechte**

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

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

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



**GBC AG®**  
**- 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)