

Aktie

Kompakt

LBBW Research | Corporates

USU

- Verhaltene Entwicklung in Q3
- Mehr Dynamik erst in 2024
- Kursziel angepasst, Votum bestätigt

Auch in Q3 war der Geschäftsverlauf geprägt durch den laufenden Wandel vom Einmal-Lizenzgeschäft hin zum SaaS-Geschäft. Dies bremst aktuell die Umsatzdynamik und lastet schwer auf der Ertragsentwicklung.

- Das Auslandsgeschäft hat sich mit +6% yoy diesmal positiv entwickelt und kompensiert das Minus von 1% im heimischen Markt. Stark war erneut das Beratungsgeschäft und die SaaS-Erlöse. Dafür brachen die margenstarken Lizenzerlöse ein. Der margenärmere Umsatzmix lastet schwer auf der operativen Ertragsentwicklung.
- USU investiert zudem in erheblichem Umfang in den Ausbau seines Produktportfolios. Die Ausgaben für F&E legten die letzten vier Quartale durchschnittlich um 21% yoy zu. Neue Themen wie KI und maschinelles Lernen fließen u.a. in bestehende Lösungen ein. Die erzielten Auszeichnungen seitens der IT-Marktforschungsinstitute wie z.B. Forrester reflektieren dies.
- Für 2023 wurde die Guidance zwar bestätigt, doch im laufenden Schlussquartal erscheinen uns nur noch die unteren Enden der beiden Ranges realistisch. Erst in 2024 ist u.E. einhergehend mit einer positiven Umsatzentwicklung ein überproportionales Ergebniswachstum wieder möglich.
- Unsere insbesondere für 2023 überarbeiteten Prognosen führen im Rahmen unserer Bewertung der Aktie mittels DCF-Modell zu einem neuen Kursziel von 23 EUR. Wir belassen unser Votum bei Kaufen.

Chancen

Mehrfach ausgezeichnete Softwareapplikationen

Auslandsexpansion trägt Früchte, solide Bilanzrelationen

Zunehmende Wachstumsdynamik

Risiken

Starkes SaaS-Wachstum bremst Margenentwicklung

Größere Aufträge sorgen unterjährig für höhere Volatilität

Geringe Free float-Marktkapitalisierung

RATING
KAUFEN
(UNVERÄNDERT)

KURSZIEL
23,00 EUR
(24,00 EUR)



Reuters: OSPGk

Bloomberg: OSP2 GY

AKTUELLER KURS	17,15 EUR
(XETRA; 22.11.2023; 12:50)	
SCHLUSSKURS (21.11.2023)	18,05 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE	27,4 %
MARKTKAPITALISIERUNG	190 Mio. EUR
INDEX (GEWICHTUNG)	CDAX (0,01 %)
ISIN / WKN	DE000A0BVU28 / A0BVU2
SEKTOR	Software

Kennzahlen

Unternehmensdaten in Mio. EUR,
Zahlen je Aktie in EUR

	2022	2023E	2024E
Umsatz	127	132	146
EBITDA	17	12	16
EPS bereinigt	0,72	0,53	0,79
Dividende	0,55	0,60	0,70
KGV bereinigt	28,2	34,3	22,8
Dividendenrendite	2,7 %	3,3 %	3,9 %

Quelle: USU, Refinitiv, LBBW Research

Analyst: Mirko Maier
Senior Investment Analyst

ERSTELLT AM: 23.11.2023 09:26

ERSTMALIGE WEITERGABE: 23.11.2023 09:41

BITTE BEACHTEN SIE DEN DISCLAIMER IM ANHANG

Unternehmensprofil.

USU ist der größte europäische Anbieter für Software- und Servicelösungen für IT und Customer Service Management mit über 1.200 internationalen Kunden. Die Bilanz ist gekennzeichnet durch eine hohe Eigenkapitalquote, das Fehlen von Bankverbindlichkeiten sowie einer hohen Nettoliquidität. Mit knapp über 50% ist Gründer Udo Strehl Mehrheitseigentümer der Gesellschaft.

USU

Unternehmenssitz:
Möglingen (DE)

Mitarbeiterzahl: 814
www.usu.de

Aktuelle Entwicklung.

Verhaltene Entwicklung in Q3: Die Entwicklung des Konzernumsatzes verliert weiter an Dynamik. In Q1 2023 betrug das Umsatzplus starke 13%, in Q2 noch 3% und nun in Q3 verhaltene 1% auf 32,9 Mio. EUR. Dabei kompensierte ein starkes Auslandsgeschäft (+6%) die anhaltende Schwäche im Inland (-1%). Erneut positiv entwickelten sich die Beratungserlöse (+12%) und die SaaS-Erlöse (+15%). Die Wartungseinnahmen (-1%) entwickelten sich zwar relativ stabil, dafür brachen die Lizenzerlöse mit -67% erneut deutlich ein. Der dadurch margenärmere Umsatzmix, wie auch die weiter überproportional zulegenden Ausgaben für F&E (+22%), drückten den operativen Ertrag (EBIT adj.) um 51% auf 1,6 Mio. EUR.

Mehr Dynamik erst in 2024: Für 2023 hat USU zwar die Guidance für Umsatz (132 bis 139 Mio. EUR) und Ertrag (EBITDA adj. 13 bis 15 Mio. EUR) bekräftigt, doch u.E. sind nur noch die unteren Enden der beiden Ranges realistisch. Im laufenden Q4 bedingt dies ein Umsatzplus von knapp 2% und einen auf nur noch rd. -18% abgebremsten Ertragsverfall. Die Transformation weg von Lizenzen und hin zu SaaS dürfte sich zwar auch 2024 fortsetzen. Doch angesichts des mittlerweile erreichten niedrigen Umsatzanteils der Lizenzen (Q3: 4%), sind u.E. die negativen Auswirkungen weiter sinkender Lizenzeinnahmen auf die künftige Umsatz- und Ertragsentwicklung vergleichsweise geringer. Ein Umsatzwachstum im Bereich von 8 - 12% erscheint uns in 2024 realistisch, was einhergehend mit im Jahresverlauf ihren zumindest relativen Höhepunkt findenden F&E-Ausgaben ein überproportionales Ergebniswachstum ermöglichen würde.



+6 %

Umsatzplus im Ausland

Nächste Events:

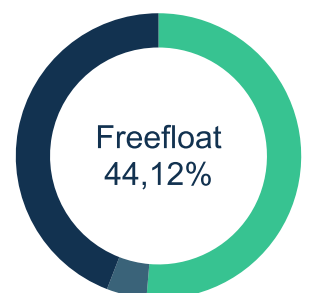
Analystenkonferenz
27. November 2023

Kursentwicklung und Aktionärsstruktur.



— USU Software in EUR

Quelle: USU, Refinitiv, LBBW Research



- Udo Strehl (51,35%)
- Peter Scheuffer (4,53%)

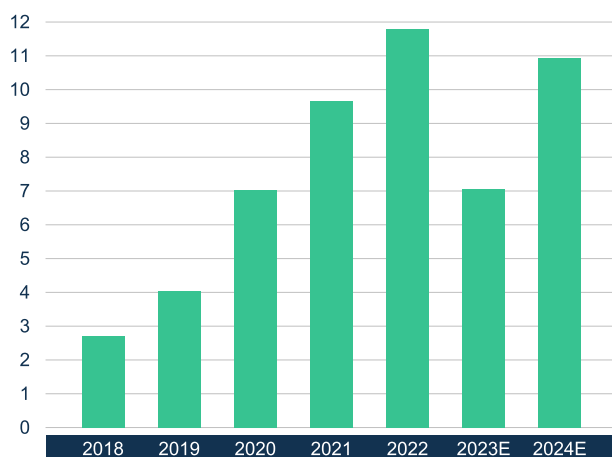
Ausgewählte Kennzahlen.

(Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (31.12.)							
Umsatz	90	96	107	112	127	132	146
EBITDA	6	10	13	14	17	12	16
EBIT	3	4	7	10	12	7	11
Vorsteuerergebnis (EBT)	3	4	7	10	12	7	11
Nettoergebnis	1	5	5	7	8	5	8
EPS bereinigt	0,18	0,70	0,72	0,69	0,72	0,53	0,79
Dividende	0,40	0,40	0,40	0,50	0,55	0,60	0,70
WACHSTUMSRATE YOY							
Umsatz	n.v.	5,7 %	12,2 %	4,3 %	13,1 %	4,6 %	10,0 %
EBITDA	n.v.	49,8 %	73,2 %	37,7 %	22,1 %	-40,2 %	54,7 %
EBIT	n.v.	50,9 %	48,5 %	10,2 %	15,9 %	-32,2 %	48,4 %
Vorsteuerergebnis (EBT)	n.v.	44,1 %	67,9 %	43,1 %	23,0 %	-41,6 %	56,9 %
EPS bereinigt	n.v.	281,7 %	3,6 %	-4,7 %	5,3 %	-27,3 %	50,2 %
Dividende	n.v.	0,0 %	0,0 %	25,0 %	10,0 %	9,1 %	16,7 %
UMSATZMARGEN							
EBITDA-Marge	6,1 %	10,4 %	12,5 %	12,9 %	13,3 %	9,1 %	11,0 %
EBIT-Marge	4,6 %	6,5 %	8,6 %	9,1 %	9,3 %	6,0 %	8,2 %
Vorsteuerergebnis (EBT)	3,1 %	4,2 %	6,3 %	8,7 %	9,5 %	5,3 %	7,5 %
Nettoergebnismarge	1,1 %	5,5 %	5,1 %	6,2 %	6,0 %	3,7 %	5,3 %
BEWERTUNGSKENNZAHLEN							
Unternehmenswert / Umsatz	1,7	1,6	2,6	2,0	1,6	1,3	1,2
Unternehmenswert / EBITDA	28,5	15,6	20,5	15,7	11,8	14,1	10,6
Unternehmenswert / EBIT	58,1	38,1	39,0	23,3	16,9	24,0	15,5
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	86,2	22,7	38,3	35,2	28,2	34,3	22,8
Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)	2,8	2,8	4,7	4,0	3,8	3,4	3,4
Dividendenrendite	2,5 %	2,5 %	1,4 %	2,1 %	2,7 %	3,3 %	3,9 %

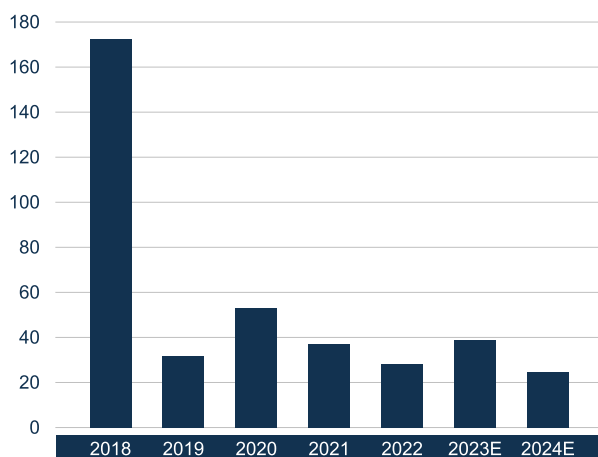
Quelle: USU, Refinitiv, LBBW Research

Ergebniskennzahlen.



■ EBIT in Mio. EUR

Bewertung.



■ KGV

LBBW Empfehlungs-Definition bei Aktien:

- Kaufen (Buy): Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Kauf der Aktie.
- Verkaufen (Sell): Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Verkauf der Aktie.
- Halten (Hold): Wir haben eine neutrale Einstufung der Aktie und empfehlen auf Sicht von bis zu 12 Monaten weder den Kauf noch den Verkauf der Aktie.
- Unter Beobachtung (Under review): Die Empfehlung wird derzeit von uns überarbeitet.
- Ausgesetzt (Suspended): Eine Beurteilung des Unternehmens ist momentan nicht möglich.

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und in Liechtenstein.
Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren, für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Diese Studie und die darin enthaltenen Informationen sind von der LBBW ausschließlich zu Informationszwecken ausgegeben und erstellt worden. Sie wird zu Ihrer privaten Information ausgegeben mit der ausdrücklichen Anerkennung des Empfängers, dass sie kein Angebot, keine Empfehlung oder Aufforderung zu kaufen, halten oder verkaufen und auch kein Medium, durch das ein entsprechendes Finanzinstrument angeboten oder verkauft wird, darstellt. Sie wurde ungeachtet Ihrer eigenen Investitionsziele, Ihrer finanziellen Situation oder Ihrer besonderen Bedürfnisse erstellt. Jede Vervielfältigung dieses Informationsmaterials in Gänze oder in Teilen ist verboten, und Sie dürfen dieses Material ausschließlich an Ihre Berater oder Angehörige der Berufsstände weitergeben, die Ihnen dabei helfen, die Finanzinstrumente zu bewerten.

Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und sollte keine verlässliche Grundlage zum Zwecke der Entscheidungsfindung bilden, in dieses bestimmte Finanzinstrument zu investieren. Mögliche Investoren sollten Informationen zugrunde legen, die im Emissionsprospekt zu finden sind, sowie auf andere öffentlich zugängliche Informationen zurückgreifen.

Die Informationen in dieser Studie sind von der LBBW aus Quellen geschöpft worden, die für zuverlässig gehalten werden. Die LBBW kann allerdings solche Informationen nicht verifizieren, und aufgrund der Möglichkeit menschlichen und technischen Versagens unserer Quellen, der LBBW oder anderen wird nicht erklärt, dass die Informationen in dieser Studie in allen wesentlichen Punkten richtig oder vollständig sind. Die LBBW schließt jegliche Haftung bezüglich der Genauigkeit, Angemessenheit oder Vollständigkeit solcher Information aus und ist für Irrtümer oder Auslassungen oder das Resultat der Nutzung dieser Informationen nicht verantwortlich. Die hierin enthaltenen Aussagen sind Äußerungen unserer nicht verbindlichen Meinung, jedoch keine Darlegung von Tatsachen oder Empfehlungen, ein Finanzinstrument zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen. Änderungen einer Einschätzung können wesentliche Auswirkungen auf die ausgewiesene Wertentwicklung haben. Informationen über die Wertentwicklung in der Vergangenheit weisen nicht auf zukünftige Wertentwicklungen hin. Die LBBW kann in der Vergangenheit andere Studien herausgegeben haben und in Zukunft andere Studien herausbringen, die mit den Informationen in dieser Studie nicht übereinstimmen und andere Schlussfolgerungen ziehen. Diese Studien spiegeln die verschiedenen Annahmen, Ansichten und analytischen Methoden der Analysten wider, die sie erstellt haben, und die LBBW ist in keiner Weise verpflichtet sicherzustellen, dass ein Empfänger dieser Studie Kenntnis von diesen weiteren Studien erhält.

Dieses Material gibt nicht vor, allumfassend zu sein oder alle Informationen zu enthalten, die ein möglicher Anleger zu erhalten wünschen mag.

Nichts in dieser Studie stellt einen anlagerelevanten, rechtlichen, buchhalterischen oder steuerlichen Rat dar oder gibt vor, dass eine Anlage oder Strategie Ihren individuellen Umständen entspricht oder für diese geeignet ist oder anderweitig eine persönliche Empfehlung an Sie ausmacht. Diese Studie richtet sich lediglich an und ist nur gedacht für Personen, die sich hinreichend auskennen, um die damit einhergehenden Risiken zu verstehen. Diese Veröffentlichung ersetzt nicht die persönliche Beratung. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, sollten Sie Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich weiterer und aktueller Informationen über spezielle Anlagemöglichkeiten und für eine persönliche Anlageberatung bezüglich der Angemessenheit der Anlage in ein Finanzinstrument oder einer Anlagestrategie aus dieser Studie konsultieren.

Die LBBW gibt nicht vor, dass, auch in Zukunft, ein Sekundärmarkt für diese Finanzinstrumente existieren wird. Anleger sollten sowohl die Möglichkeit als auch die Absicht haben, solche Finanzinstrumente auf unbestimmte Zeit zu halten. Ein möglicher Anleger muss feststellen, ob der Erwerb der Finanzinstrumente sich mit seinen finanziellen Bedürfnissen, Zielen und Bedingungen deckt, mit allen darauf anwendbaren Richtlinien und Einschränkungen vollständig übereinstimmt und es sich um eine angemessene und geeignete Anlage handelt, ungeachtet der klaren und hohen Risiken, die mit einer Anlage in die Finanzinstrumente einhergehen. Die hierin enthaltenen Informationen umfassen teilweise sehr hypothetische Analysen. Diese Analyse basiert auf bestimmten Annahmen bezüglich zukünftiger Ereignisse und Bedingungen, die per se unsicher, unvorhersehbar und dem Wandel unterworfen sind. Es wird keine Aussage über die tatsächliche Wertentwicklung der Transaktion getroffen und Anleger sollten sich nicht darauf verlassen, dass die Analyse auf die tatsächliche Wertentwicklung der Transaktion verweist. Tatsächliche Ergebnisse werden, vielleicht wesentlich, von der Analyse abweichen. Anleger sollten die Analysen unter dem Gesichtspunkt der zugrunde liegenden Annahmen, die hierin enthalten sind, betrachten, um ihre eigenen Schlüsse zu ziehen bezüglich der Plausibilität dieser Annahmen und um die Analyse dieser Betrachtungen zu bewerten. Eine Anlage in dieses bestimmte Finanzinstrument beinhaltet gewisse spezifische Risiken. Mögliche Anleger in dieses bestimmte Finanzinstrument sollten die Informationen, die im Emissionsprospekt enthalten sind, sorgfältig prüfen, einschließlich des Abschnittes "Risikofaktoren".

Das bestimmte Finanzinstrument, auf das hierin Bezug genommen wird, kann ein hohes Risiko beinhalten, darunter Kapital-, Zins-, Index-, Währungs-, Kredit-, politische, Liquiditäts-, Zeitwert-, Produkt- und Marktrisiken und ist nicht für alle Anleger geeignet. Die Finanzinstrumente können plötzliche und große Wertverluste erleiden, die Verluste verursachen, die dem ursprünglichen Anlagevolumen entsprechen, wenn diese Anlage eingelöst wird. Jede ausgeübte Transaktion beruht ausschließlich auf Ihrem Urteil bezüglich der Finanz-, Tauglichkeits- und Risikokriterien. Die LBBW gibt nicht vor, unter solchen Umständen beratend tätig zu werden, noch sind ihre Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter dazu befugt.

Informationen zu den Empfehlungen werden mindestens einmal jährlich aktualisiert. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen.

Weitere, gemäß DVO (EU) 2016/958 (insbesondere Artt. 4, Abs. 1 lit. e und i sowie 6, Abs. 3) erforderliche Angaben und Übersichten finden Sie unter <https://www.lbbw-markets.de/publicdisclaimer>.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Wir weisen darauf hin, dass

- die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen
- die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben.

Datum	Empfehlung	Datum	Kursziel
27.05.2020	Kaufen	22.11.2023	23,00 EUR
		24.08.2023	24,00 EUR
		25.05.2023	29,00 EUR
		15.09.2022	24,50 EUR