

Company Flash

USU Software

Company Update: USU gibt Gas!



RATING
KAUFEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL
27 EUR (24,5 EUR)

HIGHLIGHTS

- Prognosen angehoben
- Intensiviert die Vertriebsanstrengungen
- Höheres Kursziel, Rating bestätigt

Prognosen angehoben: USU hat sein bestehendes Umsatzziel für 2017 von 83 bis 88 Mio. EUR aufgrund der Einbeziehung der jüngsten Übernahme auf 86 bis 91 Mio. EUR angehoben. Auf Ertragebene wurde die Prognose für das operative Ergebnis mit 10 bis 11,5 Mio. EUR bestätigt. Die Vorleistungen für das avisierte forcierte Auslandsengagement in Form zusätzlicher Mitarbeiter lasten auf der Ertragsentwicklung, so dass die operative Marge trotz des vom Unternehmen avisierten starken zweiten Halbjahres erstmals seit 2013 wieder unter Druck geraten dürfte. Die Prognosen für 2020 wurden bekräftigt, wobei wir die Ertragsguidance für konservativ erachten. Zahlen sich die Vertriebsanstrengungen wie erhofft aus, winken u.E. deutlich höhere Margenniveaus als wie vom Unternehmen avisiert.

Intensiviert die Vertriebsanstrengungen: Die Software von USU ist angesichts der zahlreichen positiven Nennungen von unabhängigen Marktforschern wie Gartner, Forrester, etc. offensichtlich gut. Dies spiegelt sich u.E. aber nicht in der Entwicklung der Lizenzerlöse entsprechend wider. USU hat in der deutschsprachigen DACH-Region u.E. eine hohe Marktdurchdringung mit seinem IT-Managementlösungen wie bspw. Valuation mit namhaften Bluechip-Kunden wie z.B. Allianz, Baloise Group, Bosch, Daimler, etc. erreicht. Erst für 2016 vermeldet USU hingegen erste größere gewonnene Kundenprojekte in wichtigen europäischen Auslandsmärkten wie Frankreich und UK. Die Verbreitung außerhalb der DACH-Region hat u.E. demzufolge trotz des vom Unternehmen postulierten Anspruchs, schon jetzt Europas größter Anbieter für IT- und Knowledge-Management-Software zu sein, noch erhebliches Potenzial.

Höheres Kursziel, Rating bestätigt: Wir haben unsere Prognosen hinsichtlich der Umsatzentwicklung und der operativen Ertragsentwicklung überarbeitet. Zur Bewertung von USU verwenden wir primär ein DCF-Modell. Hieraus ergibt sich für die Aktie ein fairer Wert von 27,10 EUR. Unser neues Kursziel beträgt somit gerundet 27,00 EUR (Bislang 24,50 EUR). Auf Basis unserer EPS (adj.)-Prognosen für 2017 und 2018 bedeutet dies KGVs von 29,0 und 20,5, was wir im Verhältnis zur Gewinndynamik des Unternehmens noch als fair betrachten. Unser bisheriges Kaufening bestätigt wir.

+++ Reuters: OSPGk +++ Bloomberg: OSP2 GY +++
 Aktueller Kurs (XETRA; 29.05.17; 14:33 h).....23,45 EUR
 SCHLUSSKURS (26.05.2017):.....23,18 EUR
 ERWARTETE PERFORMANCE:..... 16,5%
 MARKTKAPITALISIERUNG:..... 243,95 Mio. EUR
 UNTERNEHMENSWERT:..... 223,78 Mio. EUR
 ANZAHL AKTIEN:..... 10,52 Mio.
 STREUBESITZ:..... 29,7%
 INDEX (GEWICHTUNG):..... CDAX (0,01%)
 DURCH. HANDELSVOL.:..... 5.589
 ISIN / WKN:..... DE000A0BVU28 / A0BVU2
 SEKTOR:..... Software

KENNZAHLEN	2016	2017E	2018E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR			
Umsatz	71,9	88,0	99,1
EBITDA	10,6	12,4	17,9
EBIT bereinigt	9,4	11,0	15,7
Nettoerg. (adj.)	7,7	9,7	13,6
Freier Cash-flow	3,9	9,0	12,9
FCF Rendite	1,8%	3,8%	5,4%
EPS bereinigt	0,73	0,92	1,29
Dividende	0,40	0,45	0,50
EV / Umsatz	2,7	2,5	2,2
EV / EBITDA	18,1	17,6	12,2
EV/EBIT bereinigt	20,3	19,8	13,8
KGV bereinigt	27,7	24,6	17,5
KBV	3,34	3,51	3,15
Dividendenrendite	2,0%	2,0%	2,2%



KALENDER
 Hauptversammlung 04. Juli 2017

Mirko Maier
 Investmentanalyst
 +49 711 127-73264
 Mirko.Maier@LBBW.de

Unternehmensdaten Finanzkennzahlen

USU Software

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2016			2017E			2018E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
GuV									
Umsatz	71,9	71,9	0,0%	88,1	88,0	-0,1%	99,4	101,7	2,3%
EBITDA	10,6	10,6	0,0%	13,0	12,4	-4,6%	16,6	18,4	10,8%
EBIT	8,1	8,1	0,0%	10,0	9,4	-6,0%	13,3	14,9	12,0%
EBIT bereinigt	9,4	9,4	0,0%	11,1	11,0	-0,9%	14,1	16,1	14,2%
Nettoergebnis	6,6	6,6	0,0%	8,8	8,3	-5,7%	11,5	12,9	12,2%
Nettoerg. (adj.)	7,7	7,7	0,0%	9,8	9,7	-1,0%	12,2	13,9	13,9%
Je Aktie (EUR)									
Gewinn je Aktie (basic)	0,63	0,63	0,0%	0,84	0,79	-6,0%	1,09	1,22	11,9%
EPS bereinigt	0,73	0,73	0,0%	0,93	0,92	-1,1%	1,16	1,32	13,8%
Dividende	0,40	0,40	0,0%	0,45	0,45	0,0%	0,50	0,50	0,0%

Quelle: USU, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von USU Software (Mio. EUR)

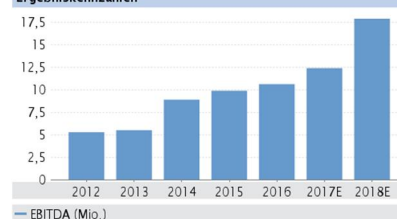
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Umsatz	51,2	55,7	58,9	66,1	71,9	88,0	101,7
EBITDA	5,3	5,5	8,9	9,9	10,6	12,4	18,4
EBIT	3,5	3,4	6,7	7,6	8,1	9,4	14,9
EBIT bereinigt	7,1	5,1	7,3	8,8	9,4	11,0	16,1
Nettoergebnis	4,8	3,7	5,5	8,4	6,6	8,3	12,9
Nettoerg. (adj.)	7,2	5,2	6,0	9,7	7,7	9,7	13,9
EPS bereinigt	0,69	0,49	0,57	0,92	0,73	0,92	1,32
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		8,8%	5,8%	12,1%	8,8%	22,4%	15,6%
Bruttoergebnis		14,0%	8,7%	12,2%	13,0%	19,6%	20,1%
EBITDA		4,3%	61,9%	11,2%	7,4%	16,8%	48,2%
EBIT bereinigt		-28,1%	43,1%	20,8%	7,4%	16,6%	46,4%
Nettoerg. (adj.)		-28,1%	15,6%	61,0%	-20,4%	26,0%	43,5%
EPS bereinigt		-29,0%	16,3%	61,4%	-20,7%	26,0%	43,5%
Gewinn je Aktie (basic)		-23,9%	51,4%	50,9%	-21,3%	25,4%	54,4%
Umsatzmargen							
EBITDA		10,3%	9,9%	15,1%	14,9%	14,1%	18,1%
EBIT bereinigt		13,8%	9,1%	12,3%	13,3%	13,1%	15,8%
Nettoergebnis		9,4%	6,6%	9,4%	12,7%	9,2%	12,7%
Nettoerg. (adj.)		14,1%	9,3%	10,2%	14,6%	10,7%	13,7%
Bilanz (Mio. EUR)							
Geschäfts- oder Firmenwert	32,4	34,6	34,6	35,6	35,6	37,6	37,6
Sachanlagen	1,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2
Net Working Capital	-1,5	-6,0	-6,2	-9,0	-4,9	-4,6	-4,2
Liquide Mittel	11,4	14,2	18,9	20,1	20,2	23,0	31,4
Eigenkapital	52,3	53,2	55,6	60,8	63,6	67,7	75,9
Nettoverschuldung / (Nettoliqidität) GJ-Ende	-11,4	-11,3	-16,4	-22,8	-23,2	-26,0	-34,5
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoergebnis	4,8	3,7	5,5	8,4	6,6	8,3	12,9
Abschreibungen	1,7	2,1	2,2	2,3	2,5	3,0	3,4
Veränderung Working Capital	-7,1	4,8	0,2	2,9	-4,1	-0,3	-0,4
Operativer Cash-flow	5,6	9,9	7,7	12,1	5,1	10,9	15,9
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-0,7	-1,4	-0,8	-0,8	-1,2	-1,4	-2,3
Freier Cash-flow	4,8	8,1	6,8	10,0	3,9	9,0	13,2
Dividendenzahlung	-2,1	-2,6	-2,6	-3,2	-3,7	-4,2	-4,7
Veränderung in den liquiden Mitteln	-5,7	2,8	4,7	1,2	0,1	4,8	8,4
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	1,3	1,6	2,2	2,7	2,7	2,5	2,2
EV / EBITDA	12,2	15,8	14,5	18,0	18,1	18,1	12,2
EV/EBIT bereinigt	9,1	17,0	17,7	20,3	20,3	20,3	13,9
KGV bereinigt	10,3	18,7	23,9	20,6	27,7	25,2	17,6
KBV	1,4	1,8	2,6	3,3	3,3	3,6	3,2
Eigenkapitalrendite	9,2%	6,8%	9,9%	13,8%	10,4%	12,3%	17,0%
Dividendenrendite	3,5%	2,7%	2,2%	1,9%	2,0%	1,9%	2,2%
FCF Rendite	6,4%	8,4%	4,8%	5,0%	1,8%	3,7%	5,4%
Bilanzkennzahlen							
Nettoverschuldung zu EBITDA	-2,2	-2,1	-1,8	-2,3	-2,2	-2,1	-1,9
Verschuldungsgrad	-21,8%	-21,3%	-29,5%	-37,5%	-36,4%	-38,4%	-45,4%
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	10,2	5,3	11,7	138,0	31,1	64,5	149,2

Quelle: USU, LBBW Research

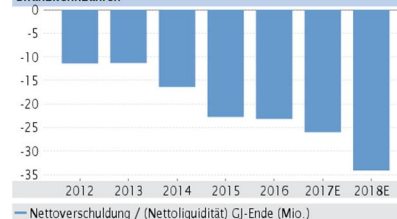
GUIDANCE - USU

USU rechnet für 2017 mit einem Umsatz von von 86 Mio. bis 91 Mio. EUR und einem bereinigten EBIT von von 10,0 Mio. bis 11,5 Mio. EUR. Bis 2020 strebt das Management inclusive weiterer Übernahmen ein Überschreiten der 140 Mio. EUR-Marke beim Umsatz sowie einen operativen Ergebnisanstieg auf über 20 Mio. EUR an.

Ergebniskennzahlen



Bilanzkennzahlen



Bewertung



Quelle: USU, LBBW Research

RESEARCH TEAM

Thomas Hofmann, CEFA, Investmentanalyst
+49 711 127-42775, thomas.hofmann@lbbw.de

Mirko Maier, Investmentanalyst
+49 711 127-73264, mirko.maier@lbbw.de

Ralph Szymczak, Investmentanalyst
+49 711 127-70558, ralph.szymczak@lbbw.de

Bettina Deuscher, Investmentanalyst
+49 711 127-73105, bettina.deuscher@lbbw.de

Investment Case

Zusammenfassung

USU Software

Das grundsätzlich positive Umfeld für das Produktportfolio von USU sollte ein über dem Branchenwachstum liegendes Wachstum ermöglichen. Mit der Übernahme von EASYTRUST setzt USU die Strategie kleinerer Übernahmen zur Ergänzung des eigenen Produktportfolios fort. Das Unternehmen intensiviert seine Vertriebsanstrengungen im Ausland. Dies sollte ab 2018 in eine höhere Wachstumsdynamik der margenstarken Lizenzerlöse münden. Davon sollte die operative Ertragsentwicklung von USU profitieren. Wir heben unser vorrangig auf einem DCF-Modell basierendes Kursziel von 24,50 EUR auf 27,00 EUR an und bekräftigen demzufolge unser Kaufen-Rating.

Earnings Summary: USU hat sein bestehendes Umsatzziel für 2017 von 83 bis 88 Mio. EUR aufgrund der Einbeziehung der jüngsten Übernahme auf 86 bis 91 Mio. EUR angehoben. Auf Ertragebene wurde die Prognose für das operative Ergebnis mit 10 bis 11,5 Mio. EUR bestätigt. Die Vorleistungen für das avisierte forcierte Auslandsengagement in Form zusätzlicher Mitarbeiter lasten auf der Ertragsentwicklung, so dass die operative Marge trotz des vom Unternehmen avisierten starken zweiten Halbjahres erstmals seit 2013 wieder unter Druck geraten dürfte. Die Prognosen für 2020 wurden bekräftigt, wobei wir die Ertragsguidance für sehr konservativ erachten. Zahlen sich die Vertriebsanstrengungen wie erhofft aus, winken u.E. deutlich höhere Margenniveaus als bislang vom Unternehmen erreicht wurden.

Valuation Summary: Wir haben unsere Prognosen hinsichtlich der Umsatzentwicklung und der operativen Ertragsentwicklung überarbeitet. Zur Bewertung von USU verwenden wir primär ein DCF-Modell. Hieraus ergibt sich für die Aktie ein fairer Wert von 27,10 EUR. Unser neues Kursziel beträgt somit gerundet 27,00 EUR (Bislang 24,50 EUR). Auf Basis unserer EPS (adj.)-Prognosen für 2017 und 2018 bedeutet dies KGVs von 29,0 und 20,5, was wir im Verhältnis zur Gewinndynamik des Unternehmens noch als fair betrachten. Unser bisheriges Kaufrating bestätigen wir.

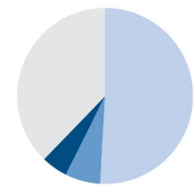
Hauptrisiken für unseren Investmentcase: USU ist von der Entwicklung der IT-Budgets der Kunden abhängig. Eine nachlassende Investitionsneigung einzelner Kundengruppen aufgrund einer breiteren konjunkturellen Eintrübung könnte sich dementsprechend negativ auf die Umsatz- und Ertragsentwicklung auswirken.

Unternehmensprofil

USU entwickelt Applikationen zur Erfassung von IT-Infrastrukturen hinsichtlich deren Leistungsfähigkeit, Ausbreitung und Aufwand. Des Weiteren bietet USU mit dem KnowledgeCenter wissensbasierte Datenbanklösungen an. Das Produktportfolio wird durch flankierende Serviceleistungen abgerundet. 2016 generierte USU einen Umsatz von 72 Mio. EUR. Die Bilanz ist gekennzeichnet durch eine hohe Eigenkapitalquote, das Fehlen von Bankverbindlichkeiten sowie einer hohen Nettoliquidität. Mit 50% ist der Gründer Udo Strehl Mehrheitseigentümer der Gesellschaft.

PROS	
+	Hoch angesehene Softwareapplikationen
+	Big Data, Industrie 4.0 und Digitalisierung der Unternehmen als Wachstumstreiber
+	Auslandsexpansion gewinnt an Fahrt, solide Bilanzrelationen
CONS	
-	Geringe Free float-Marktkapitalisierung
-	Einzelne größere Aufträge können für höhere Volatilität zwischen den Quartalen sorgen

Aktionärsstruktur



Quelle: LBBW Research

Aktuelle Geschäftsentwicklung Kernthemen

USU Software

Firmenjubiläum: Das schwäbische Unternehmen USU Software wird dieses Jahr 40. Für ein Technologieunternehmen ein durchaus respektables Alter. Von den Schwaben weiß man, dass 40 ein besonderes Jubiläum ist. Nicht, dass USU in der Vergangenheit unkluge Entscheidungen getroffen hat. Doch mit 40 kann man durchaus schon mal Bilanz über das bislang erreichte ziehen und abschätzen, was es noch für weitere Anstrengungen für die Erreichung der gesteckten Fernziele bedarf. Der Rückblick fällt bei USU durchaus mehr als nur zufriedenstellend aus. So betrogen die Wachstumsraten beim Umsatz im Zeitraum 2005/2016 knapp 12% p.a. Dominierten 2005 noch die Serviceumsätze mit einem Anteil von 75% mit ihren vergleichsweise niedrigen Margen das Unternehmen, stellen nun die Softwareerlöse (Lizenzen & Wartung) und die Cloudumsätze (SaaS) mittlerweile mit 44% fast die Hälfte des Konzernumsatzes dar. Dies spiegelt sich in der Entwicklung des operativen Ertrages mit Zuwächsen seit 2005 von rund 39% p.a. wider. In der Bilanz sind trotz etlicher Übernahmen in den letzten Jahren keine aufgenommenen Fremdmittel zu finden, im Gegenteil, die Eigenkapitalquote beträgt stolze 69% und die liquiden Mittel belaufen sich Ende 2016 auf 20,2 Mio. EUR. Eine durchaus respektable Leistung. Doch die zahlreichen positiven Nennungen für die Softwarelösungen von USU von unabhängigen Marktforschern wie Gartner, Forrester, etc. lassen uns vermuten, dass die erzielten Lizenzerlöse (Umsatzanteil 2016: 17%) nicht zur Gänze die Potenziale der Softwarelösungen ausreizen.

Ausbau des Vertriebes in Europa: Die Software von USU ist offensichtlich gut, was sich aber in der Entwicklung der Lizenzerlöse u.E. nicht entsprechend voll widerspiegelt. USU hat in der deutschsprachigen DACH-Region u.E. eine hohe Marktdurchdringung mit seinem IT-Managementlösungen wie bspw. Valuation mit namhaften Bluechip-Kunden wie z.B. Allianz, Baloise Group, Bosch, Daimler, etc. erreicht. USU konnte zwar schon früh bei Kunden z.B. in Italien, Mittlerer Osten, etc. punktuell Aufträge gewinnen, zu kontinuierlich fließenden Auslandsumsätzen in nennenswertem Umfang summierten sich diese aber nicht. Einen Schub bekam die Internationalisierung mit der Übernahme der Aspera GmbH in 2010, einem Anbieter von Software-Lizenzmanagement-Lösungen. 2012 nimmt das US-Unternehmen Computer Associates (CA) den OEM-Vertrieb von Aspera-Software auf und 2013 erfolgt der eigenständige Schritt der USU in die USA in Form einer ersten Niederlassung. 2014 macht sich das Engagement bezahlt, sorgen doch neue Großkunden in den USA für einen dynamisch steigenden Auslandsumsatz. Erst für 2016 vermeldet USU hingegen erste größere gewonnene Kundenprojekte in wichtigen europäischen Auslandsmärkten wie Frankreich und UK. Die Verbreitung außerhalb der DACH-Region hat u.E. demzufolge trotz des vom Unternehmen postulierten Anspruchs, Europas größter Anbieter für IT- und Knowledge-Management-Software zu sein, noch erhebliches Potenzial.

Demzufolge begrüßen wir die Entscheidung des Unternehmens, in diesem Jahr bei der Auslandsexpansion wieder Gas zu geben und mit zusätzlichen Mitarbeitern und forcierter Vertriebs- und Marketingaktivitäten insbesondere das europäische Auslandsgeschäft auszubauen.

Wird dieses Jahr 40, was die Dividende von 40 Cents für 2016 erklärt

Hoch bewertete Software mit mehr Umsatzpotenzial

USU will 2017 im Vertrieb Gas geben

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

USU Software

Planung 2017: Dies spiegelt sich dementsprechend in den Planungen für 2017 wider. Das Unternehmen hat das bisherige Umsatzziel von 83 bis 88 Mio. EUR aufgrund der im Mai erfolgten Übernahme des französischen Unternehmens Easytrust (siehe LBBW-Alert v. 05. Mai 2017) auf 86 bis 91 Mio. EUR angehoben. Dies haben wir im Mai mit der Anhebung unserer Umsatzprognose auf 88,1 Mio. EUR vorweggenommen. Auf Ertrags-ebene werden von Unternehmensseite keine positiven Impulse erwartet, da weiter in das Produktportfolio investiert von Easytrust werden soll. Zudem lasten die Vorleistungen für das forcierte Auslandsengagement in Form zusätzliche Mitarbeiter auf der Ertragsentwicklung, so dass die bisherige Prognose für das operative Ergebnis mit 10 bis 11,5 Mio. EUR unverändert blieb. Investieren will USU in verstärkte Vertriebsaktivitäten insbesondere in Europa. Die für Frankreich (seit Februar 2017) und England (seit Mai 2017) neu geschaffenen Positionen der regionalen Länderchefs dürften nur der Anfang sein.

Angesichts des in Q1/2017 erzielten operativen Ergebnisses (EBIT adj.) von lediglich 0,7 Mio. EUR (-49,6% yoy) setzt USU in 2017 auf ein starkes zweites Halbjahr, das von den Vorleistungen der ersten sechs Monate profitieren soll. Dies erscheint u.E. zwar realistisch, geht allerdings mit einem höheren Risiko einher.

Planung 2020: Die von USU kommunizierte Langfristplanung für das Jahr 2020 sieht einen Konzernumsatz von 140 Mio. EUR vor. Darin enthalten sind akquisitorische Umsatzbeiträge von 10 bis 15 Mio. EUR. Mit den beiden jüngst in Q1/17 erfolgten Übernahmen von unitB (Umsatz 2016: knapp 4 Mio. EUR) und Easytrust (dito) dürfte u.E. ein Gutteil der hierfür notwendigen Akquisitionen erfolgt sein. An operativem Ertrag will USU dann über 20 Mio. EUR Erlösen, was eine operative Marge von zumindest 14% bedeuten würde. Eine Größe, die u.E. als konservativ zu bezeichnen ist.

USU generiert einerseits relativ niedrigmargige Erlöse mit Beratungs- und Projektdienstleistungen (Umsatzanteil 2016: 54%) und erzielt andererseits hochmargige Lizenz- und Wartungseinnahmen. Wir haben die Entwicklung der Umsatzsegmente seit 2005 der Margenentwicklung in der nachfolgenden Grafik gegenübergestellt. Dabei haben wir die Lizenzerlöse, Wartungseinnahmen und SaaS-Umsätze, vergleichbar zu anderen Softwareunternehmen, zu den Software- und Clouderlösen (Umsatzanteil 2016: 44%) summiert.

Zahlen sich die Vertriebsanstrengungen wie erhofft in zum Gesamtumsatz überproportional steigenden Lizenzerlösen aus, sollte im Jahr 2020 USU u.E. mehr als nur eine bescheidene Margenausweitung von 70 Bp gegenüber den schon in 2016 erzielten 13,3% erzielen können.

2017: USU setzt auf ein starkes zweites Halbjahr

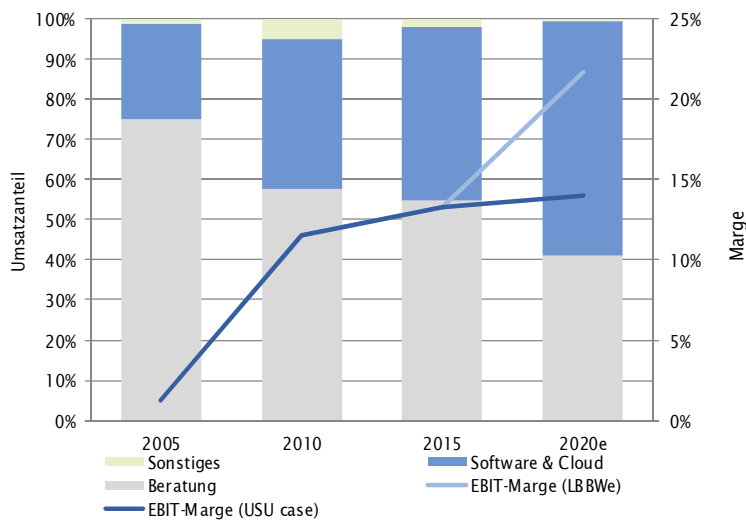
Konservatives Margenziel 2020

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

USU Software

Entwicklung der Segmente



Quelle: USU Software AG, LBBW Research

Zahlen sich die Vertriebsanstrengungen aus, sind mehr als nur 14% Marge möglich

Der Sprung des Umsatzanteils der Software- und Clouderlöse im Zeitraum 2005/10 von knapp 14%-Punkten auf fast 38% hat eine deutliche Margensteigerung ermöglicht. Wir unterstellen, dass USU die Früchte der begonnenen forcierten Auslandsaktivitäten bis 2020 in Form eines vergleichbaren Anstiegs der Software- und Clouderlöse auf rd. 58% (2015: 43,5%) realisieren kann. Der Anteil der niedrigmargigen Serviceerlöse sollte dann nach unseren Planungen auf knapp 41% zurückgehen.

Dies sollte in Summe u.E. eine operative Marge erlauben, die mit knapp 22% deutlich über die Zielgröße von USU (>14%) hinausgeht.

In unseren Planungen haben wir die Annahmen für 2017 auf der Ertragsseite nach unten angepasst (Siehe Tabelle Seite 2). Damit reflektieren wir insbesondere die avisierten forcierten Vertriebsaktivitäten. Für das Jahr 2017 unterstellen wir damit erstmals wieder seit 2013 einen Margenrückgang (Basis EBIT adj.: -60Bp auf 12,6%). Die Vertriebsanstrengungen zahlen sich in unserem Modell ab 2018 in Form höherer Lizenzeinnahmen aus, was den margenstarken Anteil der Software- und Cloudumsätze zu nehmen lässt. Dies sollte sich bis 2020 fortsetzen.

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Finanzkennzahlen
Gewinnperspektiven

USU Software

Bewertung

Berechnung Fairer Wert

USU Software

Wir haben unsere Prognosen hinsichtlich der Umsatzentwicklung und der operativen Ertragsentwicklung überarbeitet. Zur Bewertung von USU verwenden wir primär ein DCF-Modell. Hieraus ergibt sich für die Aktie ein fairer Wert von 27,10 EUR. Unser neues Kursziel beträgt somit gerundet 27,00 EUR (Bislang 24,50 EUR). Auf Basis unserer EPS (adj.)-Prognosen für 2017 und 2018 bedeutet dies KGVs von 29,0 und 20,5, was wir im Verhältnis zur Gewinndynamik des Unternehmens noch als fair betrachten. Unser bisheriges Kauf-rating bestätigen wir.

Unser dreistufiges DCF-Modell, das wir für USU verwenden, ist wie folgt aufgebaut: Die 1. Stufe verwendet unsere detaillierten kurzfristigen Schätzungen für das Unternehmen für das laufende sowie die beiden nächsten Geschäftsjahre. Die 2. Stufe ist die Übergangsphase, in der wir diese Schätzungen den langfristigen Annahmen sukzessive annähern. In der 3. Stufe sind unsere langfristigen Schätzungen erreicht (Steady State) und der Free Cashflow wächst (bzw. fällt) mit dem erwarteten langfristigen Prozentsatz. Hier berechnen wir den Terminal Value. Für USU errechnen wir auf Basis einer WACC von 7,4% einen DCF-Wert von 27,10 EUR je Aktie, woraus wir abgerundet unser neues Kursziel von 27,00 EUR ableiten. Wir stufen die Aktie weiterhin mit Kaufen ein.

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Bewertung DCF-Modell

USU Software

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	0,4 %	Steady State Jahr	2025
Risikoprämie	6,1 %	Wachstum Terminal Value	1,0 %
Beta	1,2	EBIT-Marge	15,0 %
Eigenkapitalkosten	7,4 %	Abschreibungsquote	2,0 %
Fremdkapitalkosten	5,9 %	Investitionsquote	2,0 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	100,0 %	Net Working Capital-Quote	-10,0 %
WACC (in %)	7,4 %	CAGR Umsatz 2016 bis 2025	9,7 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Umsatz	71,9	88,0	101,7	117,1	128,2	138,5	148,2	157,1	163,4	165,0
Wachstum yoy		22,4 %	15,6 %	15,1 %	9,5 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	4,0 %	1,0 %
EBIT vor Goodwill	8,1	11,0	16,1	21,1	19,2	21,5	23,7	25,1	26,1	24,7
EBIT-Marge	11,3 %	12,5 %	15,8 %	18,0 %	15,0 %	15,5 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	15,0 %
- Steuern auf das EBIT	1,5	1,5	2,5	3,3	3,4	4,2	5,3	5,9	7,1	7,4
Steuerquote	18,8 %	13,6 %	15,5 %	15,5 %	17,5 %	19,5 %	22,5 %	23,5 %	27,0 %	30,0 %
= NOPAT	6,6	9,5	13,6	17,8	15,9	17,3	18,4	19,2	19,1	17,3
+ Abschreibungen	2,5	3,0	3,4	4,0	3,8	4,2	4,4	3,9	3,3	3,3
Abschreibungsquote	3,5 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
- Investitionen (CAPEX)	1,2	1,9	2,8	3,6	2,6	4,2	5,2	4,7	4,1	3,3
in % vom Umsatz	1,7 %	2,2 %	2,7 %	3,1 %	2,0 %	3,0 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %
NWC	-4,9	-4,6	-4,2	-3,8	-12,8	-13,8	-14,8	-15,7	-16,3	-16,5
in % vom Umsatz	-6,9 %	-5,2 %	-4,1 %	-3,2 %	-10,0 %	-10,0 %	-10,0 %	-10,0 %	-10,0 %	-10,0 %
delta NWC		0,3	0,4	0,4	-9,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,6	-0,2
FCF to firm	3,8	10,3	13,9	17,8	26,2	18,3	18,6	19,3	18,9	17,5
	5,2 %	11,7 %	13,7 %	15,2 %	20,4 %	13,2 %	12,6 %	12,3 %	11,6 %	10,6 %
Discounted free cashflow	-	9,8	12,4	14,8	20,3	13,2	12,5	12,1	11,0	9,5

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	106,0
+ Barwert Terminal Value	159,0
= Enterprise Value	265,0
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	60,0 %
- Nettofinanzverschuldung	-20,2
= Marktkapitalisierung	285,2
/ Anzahl Aktien (Mio.)	10,52
= Wert je Aktie (EUR)	27,10



Quelle: USU, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

USU Software

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	CAGR 14-18E
Umsatz	58,9	66,1	71,9	88,0	101,7	
Wachstum yoy		12,1 %	8,8 %	22,4 %	15,6 %	14,62 %
Herstellungskosten	-27,7	-31,0	-32,3	-40,6	-44,8	
Bruttoergebnis	31,3	35,1	39,6	47,4	56,9	
Marge	53,1 %	53,1 %	55,1 %	53,9 %	56,0 %	
Vertriebskosten	-8,6	-9,3	-13,3	-15,4	-17,8	
Verwaltungskosten	-6,5	-7,1	-6,7	-9,6	-10,0	
Forschungs-/Entwicklungskosten	-9,6	-10,5	-11,3	-12,7	-14,0	
Sonstige betriebliche Erträge	1,5	1,0	1,3	1,4	1,5	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,8	
Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibung	8,9	9,9	10,6	12,4	18,4	
Marge	15,1 %	14,9 %	14,7 %	14,1 %	18,1 %	
Sachanlagenabschreibungen / Imm.	-0,8	-0,8	-1,2	-3,0	-3,4	
Impairments	0,0	0,0	0,0	-	-	
Abschreibungen	-2,2	-2,3	-2,5	-3,0	-3,4	
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	6,7	7,6	8,1	9,4	14,9	
Marge	11,3 %	11,5 %	11,3 %	10,7 %	14,7 %	
EBIT bereinigt	7,3	8,8	9,4	11,0	16,1	
Marge	12,3 %	13,3 %	13,1 %	12,5 %	15,8 %	
Zinserträge	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	
Zinsaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vorsteuerergebnis (EBT)	6,6	7,9	8,1	9,6	15,2	
Marge	11,2 %	11,9 %	11,3 %	10,9 %	15,0 %	
Ertragsteuern	-1,1	0,5	-1,5	-1,3	-2,4	
Ertragsteuersatz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Nettoergebnis	5,5	8,4	6,6	8,3	12,9	
Marge	9,4 %	12,7 %	9,2 %	9,4 %	12,7 %	
Nettoergebnis bereinigt um ao. Posten	6,0	9,7	7,7	9,7	13,9	
Marge	10,2 %	14,6 %	10,7 %	11,0 %	13,7 %	
Gewinn je Aktie (basic)	0,53	0,80	0,63	0,79	1,22	
EPS bereinigt	0,57	0,92	0,73	0,92	1,32	
Dividende je Aktie	0,30	0,35	0,40	0,45	0,50	

Quelle: USU, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Bilanz

USU Software

BILANZ (Mio. EUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Summe Aktiva	85,2	89,2	91,9	97,7	107,7
Sachanlagen	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2
Geschäfts- oder Firmenwert	34,6	35,6	35,6	37,6	37,6
Übrige immaterielle Vermögenswerte	6,9	6,7	5,4	4,3	3,6
Aktive latente Steuern	4,1	4,2	3,8	3,8	3,8
Sonstige Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Anlagevermögen	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Anlagevermögen	48,3	49,3	47,6	48,5	47,8
Vorräte	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6
Forderungen aus Lief. und Leist. und sonst. Vermögensgegen.	14,8	14,0	18,1	19,9	21,8
Wertpapiere	0,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Kurzfristige Steuerforderungen	0,7	0,4	0,6	0,6	0,6
Liquide Mittel	18,9	20,1	20,2	23,0	31,4
Umlaufvermögen	36,9	39,9	44,3	49,2	59,9
Summe Passiva	85,2	89,2	91,9	97,7	107,7
Grundkapital	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
Kapitalrücklagen	53,3	53,4	53,4	53,4	53,4
Gewinnrücklagen	-8,2	-3,1	-0,3	3,8	12,0
Eigenkapital	55,6	60,8	63,6	67,7	75,9
Langfristige Pensionsrückstellungen	1,9	1,9	2,3	2,3	2,3
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	2,6	2,0	2,3	2,3	2,3
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leist. und sonst. Verbindlich.	12,4	11,5	11,1	12,3	13,5
Kurzfristige Rückstellungen	6,7	8,7	8,4	8,4	8,4
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	4,4	5,3	6,0	6,6	7,2
Kurzfristige Steuerverbindlichkeiten	0,9	0,6	0,5	0,5	0,5
Kurzfristige Verbindlichkeiten	26,9	26,4	26,0	27,7	29,6

Quelle: USU, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

USU Software

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Ergebnis nach Steuern (EAT)	5,5	8,4	6,6	8,3	12,9
Abschreibungen	2,2	2,3	2,5	3,0	3,4
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,8	0,0	0,4	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,2	2,9	-4,1	-0,3	-0,4
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	-1,0	-1,4	-0,2	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	7,7	12,1	5,1	10,9	15,9
Wachstum yoy		57,0 %	-57,8 %	113,0 %	45,8 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-0,9	-2,1	-1,2	-1,9	-2,8
Abgänge/Desinvestitionen	-	0,2	-	-	-
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-1,1	-4,9	-1,2	-1,9	-2,8
Wachstum yoy		n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Mittelabfluss/-zufluss aus Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	-2,6	-3,2	-3,7	-4,2	-4,7
Sonstige Veränderungen finanz. Cash-flow	0,4	-1,0	0,1	0,0	0,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-2,6	-6,4	-3,9	-4,2	-4,7
Wachstum yoy	-	-	-	-	-
Veränderung in den liquiden Mitteln	4,7	1,2	0,1	4,8	8,4
Liquide Mittel am Periodenbeginn	14,2	18,9	20,1	20,2	25,0
Liquide Mittel am Periodenende	18,9	20,1	20,2	25,0	33,4
Freier Cash-flow	6,8	10,0	3,9	9,0	13,2

Quelle: USU, LBBW Research

Anhang-1

1/2

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 1253, 53002 Bonn / Postfach 50 01 54, 60391 Frankfurt.

LBBW Research Rating-Systematik (absolutes Aktienrating-System)

Aktienrating-Definitionen:

Kaufen:	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Kauf der Aktie.
Verkaufen:	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Verkauf der Aktie.
Halten:	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:	Das Rating wird derzeit von uns überarbeitet.
Ausgesetzt:	Eine Beurteilung des Unternehmens ist momentan nicht möglich.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

Kaufen:	33,2%
Verkaufen:	6,3%
Halten:	60,5%
Unter Beobachtung:	0,0%
Ausgesetzt:	0,0%

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

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 oder völlig einzustellen.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

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.

Ausführliche Informationen zur Bewertung, den Bewertungsmethoden und den ihnen zu-grunde gelegten Annahmen gemäß DVO 2016/958 Artikel 4, Abs. 1 lit. c) sowie den Erläuterungen gemäß DVO 2016/958 Artikel 4, Abs. 1 lit. e) finden Sie unter <https://www.lbbw-research.de/publicdisclaimer>.

Aktuelle Angaben gemäß DVO 2016/958 Artikel 6, Abs. 3 finden Sie unter <https://www.lbbw-research.de/publicdisclaimer>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

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

Anhang-1

2/2

