

# Aktie Kompakt



LBBW Research | Corporates

## USU

- Margeneinbruch in Q2
- Guidance reduziert
- Kursziel gesenkt, Votum bestätigt

Der Geschäftsverlauf in Q2 hat uns negativ überrascht. Einbrechende Lizenzerlöse drückten das operative Ergebnis deutlich.

- Das Projektgeschäft mit Kunden aus dem öffentlichen Bereich und mit Finanzdienstleistern entwickelt sich unverändert positiv. Dafür leidet der Lizenzabsatz unter einer von der konjunkturellen Situation verunsicherten Klientel.
- USU investiert zudem in erheblichem Umfang in den Ausbau seines Produktportfolios. Neue Themen wie KI und maschinelles Lernen fließen u.a. in bestehende Kundenservice-Lösungen ein. Die erheblichen Vorleistungen in die Produktentwicklung über die letzten Jahre zahlen sich zunehmend aus.
- Die Transformation hin zu mehr SaaS und dafür weniger Lizenzen im Umsatzmix bremst die Ertragsentwicklung. Im zweiten Halbjahr 2023 dürften Effizienzgewinne aus der One USU-Strategie aber positiv zur Margenentwicklung beitragen. Dennoch hat USU die Ertragsguidance für 2023 deutlich reduziert.
- Wir haben unsere Annahmen insbesondere auf der Ertragsebene deutlich korrigiert. Im Rahmen unserer Bewertung der Aktie mittels DCF-Modell führt dies zu einem deutlich reduzierten Kursziel von 24 EUR. Angesichts des heutigen Kurssturzes belassen wir das Votum auf 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**  
**24,00 EUR**  
(29,00 EUR)



Reuters: OSPGk

Bloomberg: OSP2 GY

<b>AKTUELLER KURS</b>	<b>18,10 EUR</b>
(XETRA; 24.08.2023; 14:17)	
SCHLUSSKURS (21.08.2023)	20,50 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE	17,1 %
MARKTKAPITALISIERUNG	216 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	134	147
EBITDA	17	14	18
EPS bereinigt	0,76	0,63	0,90
Dividende	0,55	0,60	0,70
KGV bereinigt	27,0	32,4	22,9
Dividendenrendite	2,7 %	2,9 %	3,4 %

Quelle: USU, Refinitiv, LBBW Research

**Analyst: Mirko Maier**  
Senior Investment Analyst

ERSTELLT AM: 24.08.2023 16:03

ERSTMALIGE WEITERGABE: 24.08.2023 16:08

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.

## Aktuelle Entwicklung.

**Margeneinbruch in Q2:** Nach dem positiven Jahresauftakt überrascht die Schwäche in Q2. Der Konzernumsatz legte zwar nach den vorläufigen Zahlen mit +3% yoy auf 31,6 Mio. zu, der operative Ertrag (EBITDA) brach aber um 44% auf 2,1 Mio. EUR ein. Hintergrund ist insbesondere ein margenärmerer Umsatzmix. Das mitarbeiterintensive Beratungsgeschäft (+14%) und die anfänglich margenarmen SaaS-Umsätze (+25%) legten überproportional zu. Den Einbruch der Lizenzerlöse (-75%) führt USU auf verunsicherte Unternehmenskunden zurück, was zu verzögerten bzw. gar verschobenen Vertragsabschlüssen führte. Das Plus bei den gleichfalls margenstarken Wartungserlösen (+11%) konnte dies nicht kompensieren. Zudem forciert USU aktuell die Investitionen in KI- und Cloudlösungen, was zwar ab 2024 positiv zur Umsatzentwicklung beitragen dürfte, aber in 2023 auf der Marge lastet.

**Guidance reduziert:** Bei der Umsatzguidance liegt der Worst case nun bei 132 statt bislang 134 Mio. EUR (Range 132 bis 139 Mio. EUR). Für das EBITDA ist USU nun mit 13 bis 15 Mio. EUR (bisher: EUR 16,5 – 18,0 Mio. EUR) deutlich negativer gestimmt. Aufgrund der fortgeführten strategischen Produktinvestitionen scheint der Spielraum für Kostensenkungen in H2 eher gering. Zur Erreichung der Prognose wird damit ein wieder margenträchtigerer Umsatzmix nötig, wodurch trotz der deutlichen Reduktion die Ertragsguidance u.E. mit einer vergleichsweise hohen Unsicherheit behaftet ist. Wir orientieren uns mit deutlich gesenkten Annahmen stark an den unteren Prognosebandbreiten.

## Kursentwicklung und Aktionärsstruktur.



# USU

Unternehmenssitz:  
Möglingen (DE)

Mitarbeiterzahl: 783  
[www.usu.de](http://www.usu.de)

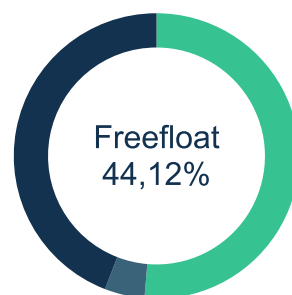


# -75 %

## Lizenzerlöse in Q2

## Nächste Events:

Quartalsbericht  
31. August 2023



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

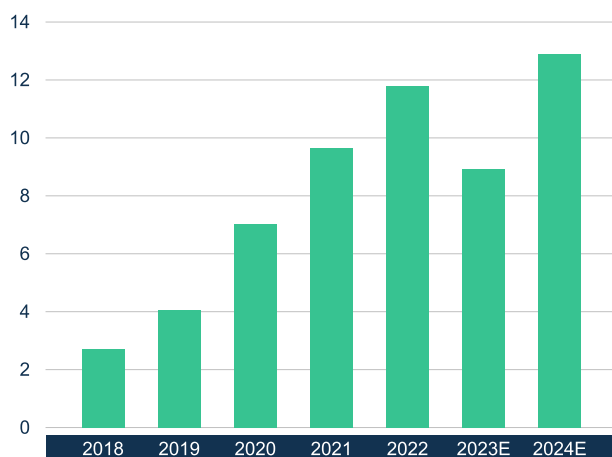
# Ausgewählte Kennzahlen.

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (31.12.)</b>							
Umsatz	90	96	107	112	127	134	147
EBITDA	6	10	13	14	17	14	18
EBIT	3	4	7	10	12	9	13
Vorsteuerergebnis (EBT)	3	4	7	10	12	9	13
Nettoergebnis	1	5	5	7	8	6	9
EPS bereinigt	0,18	0,70	0,72	0,69	0,76	0,63	0,90
Dividende	0,40	0,40	0,40	0,50	0,55	0,60	0,70
<b>WACHSTUMSRATE YOY</b>							
Umsatz	n.v.	5,7 %	12,2 %	4,3 %	13,1 %	6,3 %	9,0 %
EBITDA	n.v.	49,8 %	73,2 %	37,7 %	22,1 %	-24,3 %	44,5 %
EBIT	n.v.	50,9 %	48,5 %	10,2 %	21,0 %	-23,3 %	42,0 %
Vorsteuerergebnis (EBT)	n.v.	44,1 %	67,9 %	43,1 %	23,0 %	-24,9 %	44,4 %
EPS bereinigt	n.v.	281,7 %	3,6 %	-4,7 %	9,8 %	-16,4 %	41,7 %
Dividende	n.v.	0,0 %	0,0 %	25,0 %	10,0 %	9,1 %	16,7 %
<b>UMSATZMARGEN</b>							
EBITDA-Marge	6,1 %	10,4 %	12,5 %	12,9 %	13,3 %	10,3 %	12,2 %
EBIT-Marge	4,6 %	6,5 %	8,6 %	9,1 %	9,7 %	7,0 %	9,2 %
Vorsteuerergebnis (EBT)	3,1 %	4,2 %	6,3 %	8,7 %	9,5 %	6,7 %	8,9 %
Nettoergebnismarge	1,1 %	5,5 %	5,1 %	6,2 %	6,0 %	4,7 %	6,2 %
<b>BEWERTUNGSKENNZAHLEN</b>							
Unternehmenswert / Umsatz	1,7	1,6	2,6	2,0	1,6	1,5	1,3
Unternehmenswert / EBITDA	28,5	15,6	20,5	15,7	11,8	14,1	10,9
Unternehmenswert / EBIT	58,1	38,1	39,0	23,3	16,9	21,9	15,2
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	86,2	22,7	38,3	35,2	27,0	32,4	22,9
Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)	2,8	2,8	4,7	4,0	3,8	3,8	3,7
Dividendenrendite	2,5 %	2,5 %	1,4 %	2,1 %	2,7 %	2,9 %	3,4 %

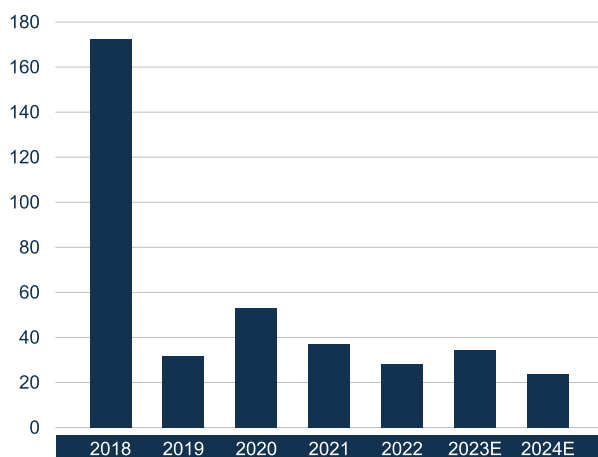
Quelle: USU, Refinitiv, LBBW Research

## 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 keinster 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	24.08.2023	24,00 EUR
		25.05.2023	29,00 EUR
		15.09.2022	24,50 EUR
		20.05.2022	25,50 EUR