OTRS AG

montega

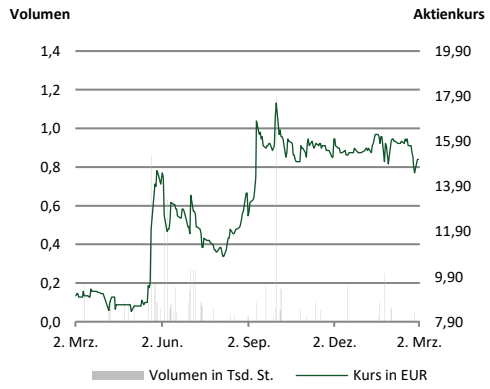
Empfehlung:	**Kaufen**
Kursziel:	**24,00 Euro**
Kurspotenzial:	**+60 Prozent**

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	15,00 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	1,92
Marktkap. (in Mio. Euro)	28,7
Enterprise Value (in Mio. Euro)	24,9
Ticker	TR9
ISIN	DE000A0S9R37

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	17,60
52 Wochen-Tief (in Euro)	8,35
3 M relativ zum CDAX	+3,2%
6 M relativ zum CDAX	+27,2%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	30,0%
VBGM GmbH	40,0%
UX3 GmbH	30,0%

Termine

GB 2021	9. Juni 2022
HV	21. Juli 2022

Prognoseanpassung

	2021e	2022e	2023e
Umsatz (alt)	**10,7**	**11,8**	**13,4**
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	**1,5**	**1,5**	**1,7**
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	**0,55**	**0,55**	**0,60**
Δ in %	-	-	-

Analysten

Sebastian Weidhüner
+49 40 41111 37 82
s.weidhuener@montega.de

Publikation

Erststudie	3. März 2022

Clean up the mess – structure your service with OTRS

Ein Software-Anbieter mit einer global verbreiteten Servicedesk-Lösung, **wiederkehrenden Erlösen von über 90%** sowie einer Netto-Liquidität in Höhe von 13% der Marktkapitalisierung: Die OTRS AG gehört u.E. zu den noch unentdeckten Perlen am deutschen Aktienmarkt. Als Hersteller und weltweit größter Dienstleister der gleichnamigen Helpdesk- und IT-Service-Management-Suite bringt der B2B-Anbieter Struktur in den internen ebenso wie externen Kommunikationsfluss von Unternehmen und ermöglicht zudem eine Automatisierung sowie Digitalisierung von Geschäftsprozessen. OTRS adressiert damit verschiedenste Endmärkte, die allesamt attraktive Wachstumschancen aufweisen.

OTRS wurde 2001 als Open-Source-Projekt initiiert und findet daher international in Unternehmen verschiedenster Größe Anwendung. In den letzten Jahren vollzog die Gesellschaft dann einen **Strategiewechsel**. Dieser sieht die ausschließliche Weiterentwicklung der kostenpflichtigen Business-Version sowie eine vertriebsseitige Fokussierung auf die skalierbaren Managed-Verträge vor. Infolgedessen erhöhten sich die Erlöse aus Jahresverträgen mit Software-Zugang überproportional von 2017 bis 2020 mit einer CAGR von 15,0% und der Anteil wiederkehrender Umsätze stieg von 76,3% auf 91,2%.

Die alleinige Kennzahlenanalyse der OTRS AG bietet jedoch eine äußerst begrenzte Aussagekraft. Zum einen offenbart erst die Eliminierung der bislang recht unregelmäßig aktivierten Eigenleistungen den sukzessiven **Margenaufwärtstrend seit 2018, der sich u.E. unvermindert fortsetzen dürfte**. Zum anderen bedient das Unternehmen die Märkte außerhalb der EMEA-Region durch eigene Vertriebsgesellschaften. Diese erzielen zwar ein anteiliges Konzern-Vertragsvolumen von 16%, werden jedoch in den bislang ausschließlich auf AG-Ebene publizierten Jahresabschlüssen nicht einbezogen. Dies führt folglich zu **einem unterschätzten Umsatz- und Ergebnispotenzial** sowie optisch höheren Multiples.

Die operative Entwicklung in **H1/21 (Umsatz +10,2% yoy; adj. EBIT +120,1% yoy)** sowie die infolgedessen **erhöhte Top-Line-Prognose** stellen einen ungebrochen erfreulichen Newsflow auch im Zuge der Veröffentlichung des Geschäftsberichts (09. Juni) in Aussicht. Weitere Impulse für die Aktie erwarten wir u.a. durch eine intensivierte Internationalisierung sowie den Aufbau eines Netzwerks aus Implementierungs- und Vertriebspartnern. Zusätzlicher Rückenwind könnte aus einer von uns bisher noch nicht berücksichtigten Monetarisierung der bereits fast finalisierten, aber noch nicht aktiv vertriebenen Softwarelösungen ADVANCED ANALYTICS und CONTROL resultieren.

Auf Basis unserer DCF-Bewertung weist die Aktie eine **deutliche Unterbewertung** auf, die sich in einer **Free-Cashflow-Yield 2023e von 7,3%** manifestiert. Ebenso liegt das adj. EV/EBIT 2023e von 14,9x unter dem Multiple der Peergroup von im Inland gelisteten Software-Herstellern (17,5x) – selbst ohne Einbezug der Wertbeiträge der ausländischen Töchter.

Fazit: Die erfolgte Transformation zum Lösungsanbieter mit wiederkehrenden Erlösen von > 90% ist u.E. nur unzureichend im Aktienkurs reflektiert. OTRS verfügt historisch bedingt über eine breite, noch nicht monetarisierte Nutzerbasis. Das strukturell intakte Marktumfeld bietet ausreichend Rückenwind für ein ertragsstarkes Wachstum. Wir nehmen die Aktie mit einer **Kaufempfehlung** sowie einem Kursziel von **24,00 Euro** in die Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	9,2	9,7	10,7	11,8	13,4
Veränderung yoy	10,4%	5,8%	10,2%	10,3%	13,4%
EBITDA	1,6	2,3	2,2	2,3	2,6
EBIT	1,1	1,8	1,5	1,5	1,7
Jahresüberschuss	0,8	1,2	1,1	1,1	1,1
Rohertragsmarge	96,0%	94,5%	89,7%	89,5%	89,0%
EBITDA-Marge	17,7%	23,8%	20,4%	19,6%	19,1%
EBIT-Marge	12,3%	18,2%	14,1%	12,8%	12,4%
Net Debt	-2,4	-2,7	-4,0	-5,3	-6,7
Net Debt/EBITDA	-1,5	-1,2	-1,9	-2,3	-2,6
ROCE	469,2%	224,1%	138,1%	197,4%	733,4%
EPS	0,41	0,63	0,55	0,55	0,60
FCF je Aktie	0,38	0,72	0,67	0,77	0,95
Dividende	0,00	0,07	0,11	0,19	0,24
Dividendenrendite	0,0%	0,5%	0,7%	1,3%	1,6%
EV/Umsatz	2,7	2,6	2,3	2,1	1,9
EV/EBITDA	15,4	10,7	11,4	10,8	9,7
EV/EBIT	22,1	14,1	16,4	16,4	15,1
KGV	36,6	23,8	27,3	27,3	25,0
KBV	10,5	7,3	5,7	4,9	4,3

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ; Töchter sind nicht konsolidiert — Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 15,00

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	**3**
Aussichtsreiche Perspektiven in strukturellen Wachstumsmärkten	5
Wettbewerbsvorteile und Abgrenzung durch hohe Flexibilität der Software-Suite	9
Erhöhtes Wachstumstempo aus der ersten Jahreshälfte 2021 dürfte anhalten	11
Weitere Ergebnissteigerungen und Margenverbesserung in Sichtweite	14
Hohe Bilanzqualität dank Vorfinanzierung der Umsätze von Kundenseite	16
Verbessertes Cash-Flow-Profil stellt zweistellige FCF-Yield in Aussicht	16
Anhaltend guter Newsflow zu erwarten	17
Wachstumspotenzial wird in aktueller Bewertung nicht angemessen reflektiert	18
Fazit	18
Timing und Sentiment	**19**
Positiver Newsflow und intensivere Kapitalmarktkommunikation erwartet	19
SWOT	**20**
Stärken	20
Schwächen	20
Chancen	20
Risiken	21
Bewertung	**22**
DCF-Modell	22
Peergroup-Vergleich	24
Unternehmenshintergrund	**27**
Key Facts	27
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	27
Konsolidierungskreis	28
Geschäftsmodell und Segmentbetrachtung	28
Zielmärkte, Vertriebsstruktur und Absatzregionen	33
Management	34
Aktionärsstruktur	35
Anhang	**36**
Disclaimer	**40**

INVESTMENT CASE

OTRS ist der Hersteller und weltweit größte Dienstleister der gleichnamigen Helpdesk- und IT-Service-Management-Suite (ITSM). Das Ticketing-System strukturiert die in- und externe Unternehmenskommunikation. Zudem ermöglicht es eine Automatisierung, Digitalisierung und Professionalisierung von wiederkehrenden Geschäftsabläufen und Aufgaben. Die OTRS AG bündelt die Produktentwicklung und die globale Vertriebssteuerung. Sie verfügt angesichts fünf aktiver Tochtergesellschaften mit Niederlassungen in den USA, Mexiko, Brasilien, Ungarn und Singapur über eine internationale Präsenz. Das operative Geschäft gliedert sich derzeit in folgende vier Segmente:

1) „Managed IT-Services und Support“ (Umsatzanteil 2020: 91,2%)

- Derzeit ausschließlich Umsätze der Softwareprodukte OTRS und STORM
- Zwei weitere Lösungen (ADVANCED ANALYTICS und CONTROL) wurden zwar bereits fast finalisiert, aber unternehmensseitig noch nicht aktiv vertrieben

  - **OTRS (Segmentanteil: ~ 95%):** Die Service-Management-Suite wird vor allem von Support-Mitarbeitern und Call-Center-Agenten genutzt. Ihr Einsatz erfolgt überwiegend als ITSM-Tool (ca. 60%) sowie im externen Kundenservice (ca. 40%). ITSM ist ein allgemeiner Begriff, der Systeme und Prozesse beschreibt, mit denen Unternehmen durch Service-Management die Art und Weise ihrer IT-Nutzung verbessern. Er fasst wichtige Anwendungen wie z.B. Knowledge-, Incident-, Change-, Problem- und Request-Management zusammen. Grundsätzlich stellt das Ticketsystem Mitarbeitern und Kunden eines Unternehmens eine Kommunikationsplattform für die Meldung von Störungen und Service-Anfragen zur Verfügung. Durch den breiten Funktionsumfang (z.B. Ticket-Klassifizierungen, Service-Level-Agreements, Wissensdatenbank-Artikel, Statistiken und Chat-Verfügbarkeit) können Kunden optimal betreut und durch ein eigenes Interface jederzeit über den aktuellen Bearbeitungsstatus informiert werden. Der strukturierte, transparente und revisionssichere Kommunikationsfluss soll zu einer nachhaltigen Steigerung der Service-Qualität beitragen. Die modulare Konzeption von OTRS ermöglicht eine flexible Anbindung externer Systeme.
  - **STORM (~ 5%)**: Dieses Produkt ist eine um Sicherheitserweiterungen angereicherte Variante des Kernprodukts „OTRS“. Die Security-Incident-Management-Software unterstützt Unternehmen bei der Einrichtung und Umsetzung von End-to-End-Prozessen zur Bewältigung sicherheitsrelevanter Vorfälle. So können Sicherheitsteams (CERT) schneller und einfacher auf Hacker und sonstige Cyberkriminalität reagieren. Erweiterte Funktionalitäten des sogenannten „SOAR“-Tools (Security Orchestration, Automation and Response) liegen beispielsweise in der automatisierten Virenprüfung von Anhängen und dem Blacklist-Check sämtlicher IP-Adressen. Auch STORM ist als Managed- und On-Premises-Lösung verfügbar.
  - **CONTROL (noch 0%)**: Diese Software ermöglicht den dokumentierten Betrieb eines Information-Security-Management-Systems (ISMS) gemäß dem Standard ISO/IEC 27001. Ein ISMS definiert Regeln und Methoden, um die Informations-sicherheit in einer Organisation zu gewährleisten. Die ISO/IEC-Norm legt dabei Anforderungen fest, die an die Einführung, Umsetzung, Dokumentation und Verbesserung eines ISMS gestellt werden. CONTROL bietet u.a. eine Archivierung wichtiger Dokumente und automatisierte Audit-Erinnerungen.
  - **ADVANCED ANALYTICS (noch 0%)**: Die Analyse-Plattform wird an ein installiertes OTRS-System angeschlossen. Durch permanente Datenanalysen sollen proaktiv Echtzeiterkenntnisse übermittelt werden. Die Auswertungen beziehen sich z.B. auf Tickettrends sowie die Nützlichkeit hinterlegter Wissensdatenbank-Artikel.

2) „Consulting Services“ (Umsatzanteil 2020: 8,2%)

- Beratungen, die OTRS überwiegend im Zuge von Neuvertragsabschlüssen leistet
- Tragen somit mittelbar auch zur Steigerung der „Recurring Revenues“ bei

3) „Custom Engineering“ (Umsatzanteil 2020: 0,4%)

- Kundenspezifische Anpassungen und Entwicklungsleistungen
- Werden angesichts einer unzureichenden Skalierbarkeit nur noch in Ausnahmen erbracht

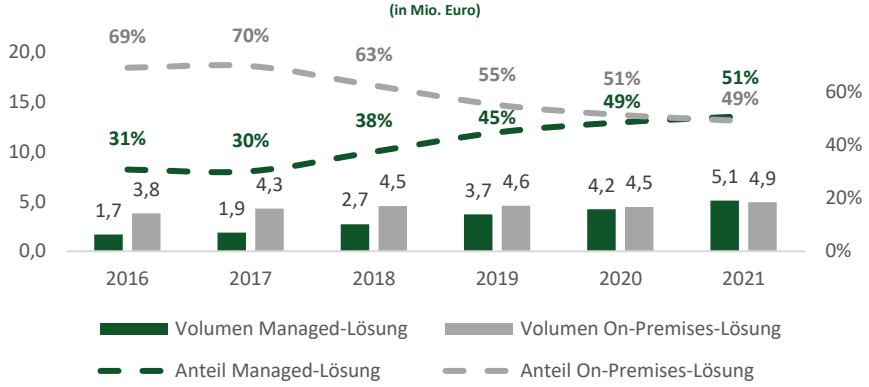
4) „Übriges“ (Umsatzanteil 2020: 0,2%)

- Ist für die weitere Betrachtung nicht relevant

Die OTRS-Suite fungiert durch das integrierte Prozessmanagement mittels Drag & Drop z.T. auch als Enterprise-Service-Management-Lösung (ESM). Das Anwendungsgebiet von OTRS geht diesbezüglich durch die ticketbasierte Digitalisierung von abteilungsübergreifenden Geschäftsabläufen und Aufgaben (z.B. Mitarbeiter-Onboarding, Versand und Auswertung von Kundenbefragungen sowie Rechnungsmanagement) über IT-Service-Prozesse hinaus. Ein Ticket verhält sich dabei wie ein Begleitdokument, das Veränderungen als Notizen empfängt. Der Ticketpfad und die Zuständigkeit der Prozessschritte werden vorab definiert.

Angesichts der zunehmenden Nutzung von Cloud Computing und eines vertrieblichen Strategiewechsels von OTRS ist das Gesamtvertragsvolumen (Total Contract Value, „TCV“) der Managed-Lösung in den vergangenen Jahren sukzessive angestiegen und lag 2021 erstmals über dem der On-Premises-Verträge. OTRS übernimmt im Zuge dessen auch das Plattform-Management in zertifizierten Provider-Rechenzentren, die Fernüberwachung und -verwaltung sowie die Durchführung von Updates, Upgrades und Backups.

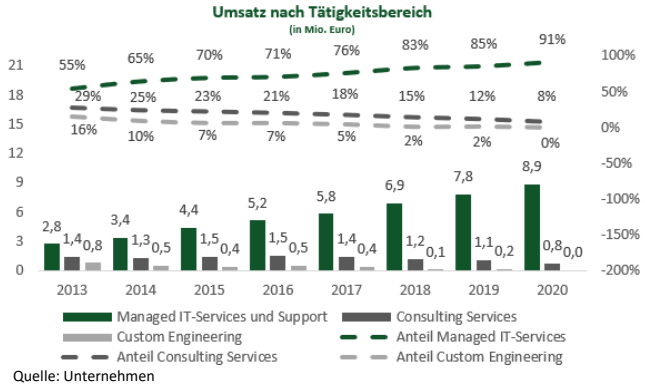
Managed- und On-Premises-Vertragsvolumen der OTRS AG
(in Mio. Euro)

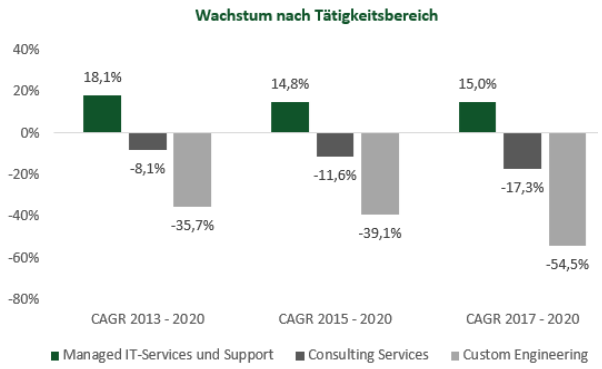


Quelle: Unternehmen

Aufgrund der strategischen Ausrichtung auf wiederkehrende Erlöse stellt das Segment „Managed IT-Services und Support“ gegenwärtig den einzigen Wachstumsbereich dar. Die Einjahresverträge der Software-Lösungen OTRS und STORM verlängern sich im Falle einer ausbleibenden Kündigung überwiegend automatisch.

Segmentberichterstattung der OTRS AG

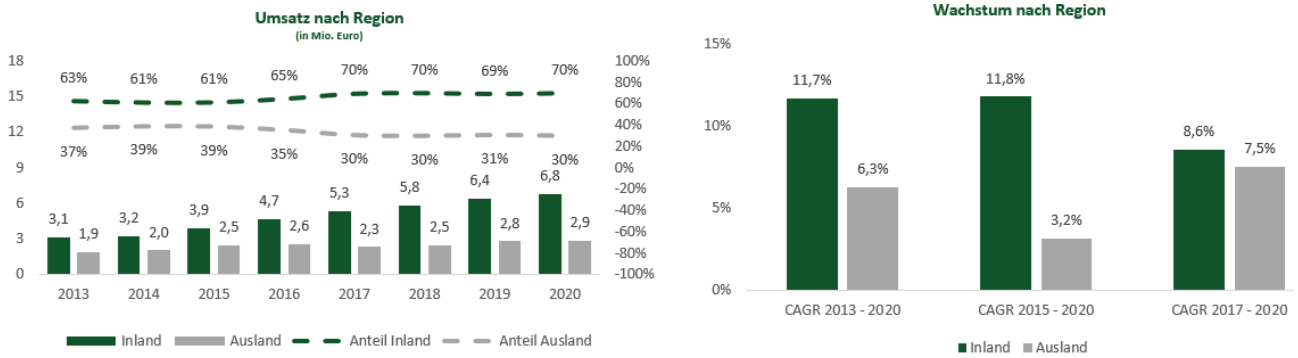




Quelle: Unternehmen

Regional betrachtet entfällt der größte Umsatzanteil auf Deutschland. Da derzeit noch keine Veröffentlichung von Konzernabschlüssen erfolgt, werden Daten zu den Töchtern in den USA, Brasilien, Ungarn, Mexiko und Singapur bislang nicht stringent publiziert. Das Gros der Vertragsanzahl (MONe: 80%) entfällt zwar auf die OTRS AG (Deutschland + EMEA-Region), der ausländische Erlösanteil liegt demnach jedoch über den von der AG berichteten 30%. In 2020 lag der konzernweite Auslandsumsatz bei 4,6 Mio. Euro bzw. einem Anteil von 40%.

Regionale Umsatzverteilung der OTRS AG



Quelle: Unternehmen

Laut OTRS erzielten die Töchter in 2020 einen Erlös in Höhe von 1,7 Mio. Euro. Ihr Vertragsvolumen lag zum Jahresende ebenso bei 1,7 Mio. Euro, was einen Konzern-Anteil von 16,0% bzw. einen Aufschlag auf den AG-Wert in Höhe von 19,0% widerspiegelt. Diese Gesellschaften sind bei einer Bewertung der OTRS AG gesondert zu berücksichtigen.

Tochtergesellschaften der OTRS AG – Externe Umsätze & Vertragsvolumen
(in Mio. Euro)

Umsatz*	2017	2018	2019	2020	CAGR 17-20	Anteil 2017	Anteil 2020
USA	0,70	0,64	0,62	0,68	-1,0%	53,5%	39,4%
Mexiko	0,46	0,49	0,41	0,48	1,5%	35,4%	28,1%
Brasilien	0,10	0,08	0,11	0,17	21,0%	7,4%	9,9%
Ungarn	-	-	0,19	0,15	-	-	8,8%
Singapur	0,05	0,20	0,18	0,24	70,8%	3,6%	13,7%
Summe	**1,31**	**1,42**	**1,52**	**1,72**	**9,7%**		

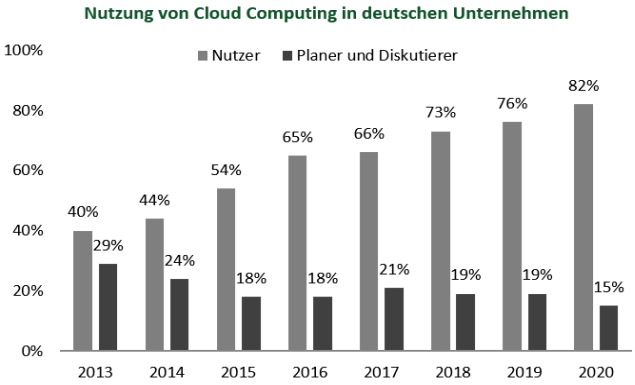
	2016	2017	2018	2019	2020
Vertragsvolumen (TCV) OTRS AG	5,5	6,2	7,3	8,3	8,7
Vertragsvolumen (TCV) OTRS AG Töchter	1,2	1,2	1,4	1,6	1,7
Aufschlag durch TCV der Töchter	***22,0%***	***19,0%***	***18,8%***	***18,8%***	***19,0%***
Umsatz OTRS AG	7,3	7,6	8,3	9,2	9,7
Umsatz OTRS AG Töchter*		1,3	1,4	1,5	1,7
Aufschlag durch Umsatz der Töchter		***17,1%***	***17,0%***	***16,5%***	***17,7%***

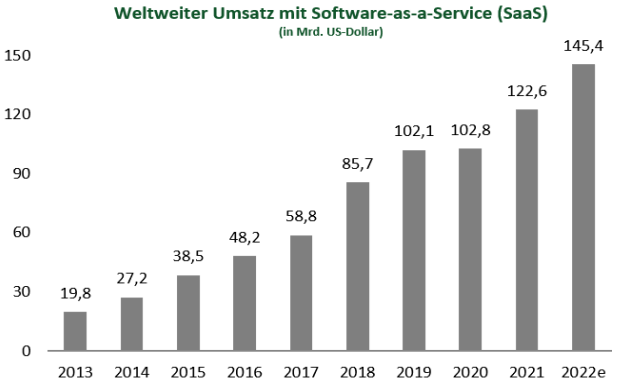
Quelle: Unternehmen; * Für die Umrechnung wurde einheitlich der Wechselkurs vom 31.12.20 (1 USD = 0,819 Euro) verwendet.

Aussichtsreiche Perspektiven in strukturellen Wachstumsmärkten

Aufgrund der langjährigen Branchenerfahrung und kombinierten Lösungskompetenz ist OTRS in verschiedensten Bereichen aktiv. Das SaaS-Kernprodukt **OTRS** bedient insbesondere die Märkte IT-Service-Management (ITSM), Enterprise-Service-Management (ESM), Helpdesk Automation und Prozessmanagement. Das SOAR-Tool **STORM** ist vor allem für ein sogenanntes CERT (Computer Emergency Response Team) relevant und adressiert die Branche Cybersecurity bzw. IT-Sicherheit. Das Information Security Management-System (ISMS) **CONTROL** ist hingegen im Zuge von ISO-27001-Zertifikaten bedeutsam. **ADVANCED ANALYTICS** ist aufgrund der proaktiven Überlieferung von Echtzeiterkenntnissen infolge analytischer Auswertungen auf dem Business Intelligence (BI)-Markt aktiv. Die aufgelisteten Bereiche sehen sich allesamt attraktiven Wachstumsraten gegenüber.

Durch einen starken Fokus auf die Managed-Verträge profitiert OTRS von dem Trend der zunehmenden Nutzung von Cloud Computing und SaaS-Software. Die Bereitstellung sicherer Dienste und Daten in der Cloud ist u.E. gegenwärtig einer der bedeutendsten Wachstumstreiber in der IT-Industrie. Das Modell überzeugt durch seine nutzungsabhängige Leistungsabrechnung mit einer bedarfsgerechten und flexiblen Gestaltung. Durch die Hinfälligkeit von Betrieb und Wartung eigener IT-Ressourcen sowie Investitionen in Server-Hardware lassen sich auf Kundenseite oftmals Einsparpotenziale realisieren. Im globalen SaaS-Markt sind die Gesamterlöse in den vergangenen sieben Jahren mit einer durchschnittlichen jährlichen Rate von 24,0% gewachsen. Dieser Trend soll sich nach Angabe von Gartner im laufenden Kalenderjahr mit einem erwarteten Anstieg von 18,6% fortsetzen. Zudem nutzen laut einer von Bitkom und KPMG durchgeführten Umfrage in 2020 bereits 82% der deutschen Unternehmen Cloud-Dienste. Weitere 15% evaluieren eine Implementierung.

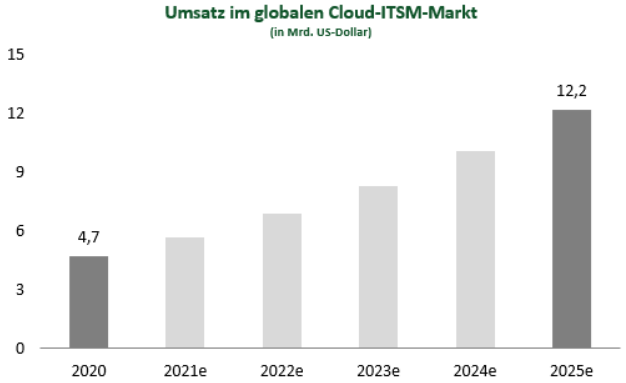


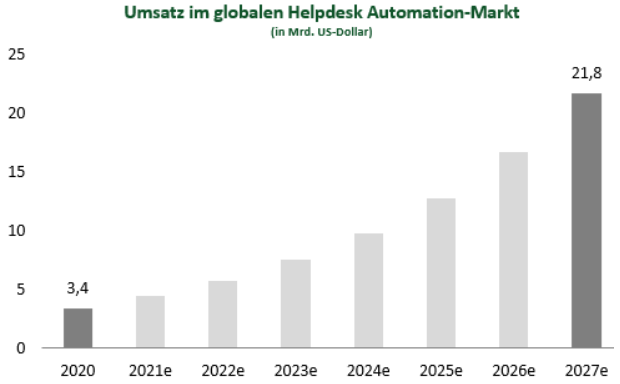


Quelle: Bitkom, KPMG, Gartner

Im Zuge der steigenden Akzeptanz von Cloud Computing haben sich entsprechend auch die Möglichkeiten für Cloud-basierte ITSM-, ESM- sowie Helpdesk-Anbieter wie OTRS verbessert. Laut der von IDG Research Services publizierten Studie "IT-Service-Management 2021" liegen die Hauptziele bei der Einführung eines ITSM-Tools in der Optimierung von IT-Prozessen, einer Steigerung der Mitarbeiter- und Kundenzufriedenheit, der Etablierung von Service-Katalogen und der Erfüllung von Service-Level-Agreements. ESM stellt die Erweiterung von ITSM-Prinzipien dar und widmet sich einer abteilungsübergreifenden Verbesserung der Servicebereitstellung. Daher handelt es sich bei ITSM und ESM um ergänzende Konzepte. Während sich ein Servicedesk (ITSM/ESM) grundsätzlich auf die fortlaufende Bereitstellung von Services fokussiert, steht beim Helpdesk wiederum die Behebung von aufgetretenen Problemen im Mittelpunkt. Durch den Einsatz einer dedizierten Helpdesk-Software kann ein Kundensupport beispielsweise transparenter, kollaborativer und effizienter arbeiten.

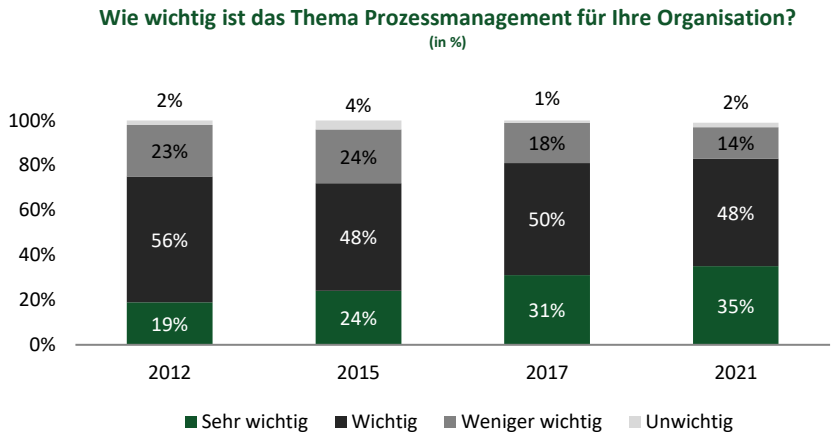
Beiden Bereichen liegen attraktive Wachstumschancen zugrunde. So geht etwa MarketsandMarkets davon aus, dass der Umsatz im globalen **Cloud-ITSM-Markt** von rund 4,7 Mrd. USD in 2020 bis 2025 mit einer jährlichen Rate von 21,2% auf ein Niveau von etwa 12,2 Mrd. USD steigen wird. Das starke Cloud-Wachstum wird durch Analysen von kbv research (CAGR 2019-2025e: 20,3%) und Fortune Business Insights (CAGR 2019-2027e: 18,2%) bekräftigt. Der ITSM-Gesamtmarkt inkl. On-Premises-Installationen soll insofern nach Angabe von Verified Market Research im Zeitraum 2019 bis 2026 „nur“ mit einer CAGR von 11,2% zulegen. Diese Dimensionen stützen das divergierende Wachstum des Vertragsvolumens bei OTRS. Während die CAGR der Managed-Lösung von 2016 bis 2020 bei 25,8% liegt, beträgt die der On-Premises-Verträge 4,2%. Für den globalen **Helpdesk Automation-Markt** prognostizieren die Marktforschungsunternehmen Global Industry Analysts (CAGR 2020-2027e: 30,4%), Market Research Engine (CAGR 2018-2025e: 32,0%) und IMARC (CAGR 2021-2026e: 23,6%) eine noch höhere Wachstumsdynamik. Getrieben wird der Markt v.a. durch eine steigende Nachfrage nach einem automatisierten Routineprozess in der Lösung von Kundenanfragen.





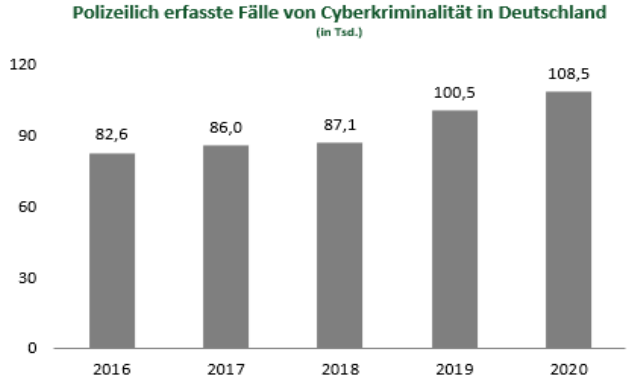
Quelle: MarketsandMarkets, Global Industry Analyst

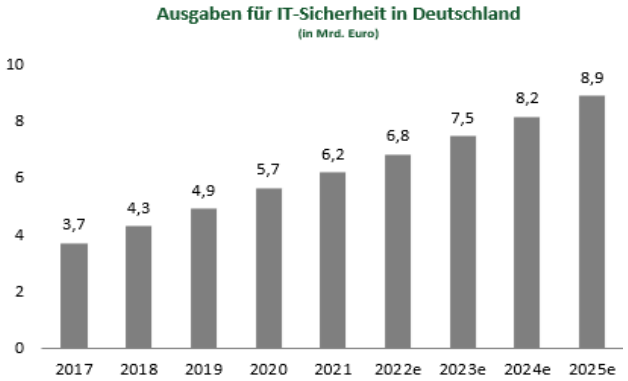
Die Nutzung einer Lösung wie OTRS fußt oft auf der strategischen Entscheidung eines Unternehmens, ITSM gemäß ITIL einzuführen. ITIL steht für „Information Technology Infrastructure Library“ und hat sich als De-facto-Standard im Bereich ITSM etabliert. Das Framework setzt sich aus einer Reihe von Prozessen zusammen, die ein effektives ITSM ermöglichen sollen. Durch ITSM-Software erzielte Effizienzsteigerungen erlangen u.E. jedoch erst durch die Harmonisierung der involvierten Geschäftsprozesse an Gewicht. Getrieben durch die digitale Transformation hat das Prozessmanagement in den letzten Jahren bereits spürbar an Bedeutung gewonnen. Eine aktuelle Studie von BearingPoint und BPM&O offenbart, dass der Nutzen des Prozessmanagements oft auf Basis qualitativer Vorteile begründet wird. Dabei sind vor allem eine gesteigerte Transparenz, die bessere Zusammenarbeit zwischen den Mitarbeitern sowie ein verstärktes Rollen- und Aufgabenverständnis wichtige Absichten. Die OTRS-Software bedient diesen Markt durch das integrierte Prozessmanagement mittels Drag & Drop.



Quelle: BearingPoint, BPM&O

Zudem verstärken sich die Sicherheits- und Datenschutzbedenken von Unternehmen sukzessive, wodurch Cybersecurity-Awareness zur unternehmensweiten Herausforderung wird. Der Stellenwert von IT-Sicherheit hat sich ebenfalls durch die Verlagerung einer Vielzahl von Büromitarbeitern in das Home-Office stark erhöht. Das gewachsene Risiko für Angriffe auf IT-Systeme verdeutlicht sich angesichts der Anzahl polizeilich erfasster Fälle von Cyberkriminalität. So ist diese in Deutschland von ca. 86,0 Tsd. im Jahr 2017 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 8,1% auf rund 108,5 Tsd. im Jahr 2020 gestiegen. Im selben Zeitraum erhöhten sich die inländischen Ausgaben für IT-Sicherheit mit einer CAGR von 15,2% überproportional. Nach Angabe von Bitkom soll die Wachstumsdynamik bis 2025 mit einem sicherheitsorientierten IT-Ausgabenanstieg von 9,5% p.a. auf einem hohen Niveau verbleiben.



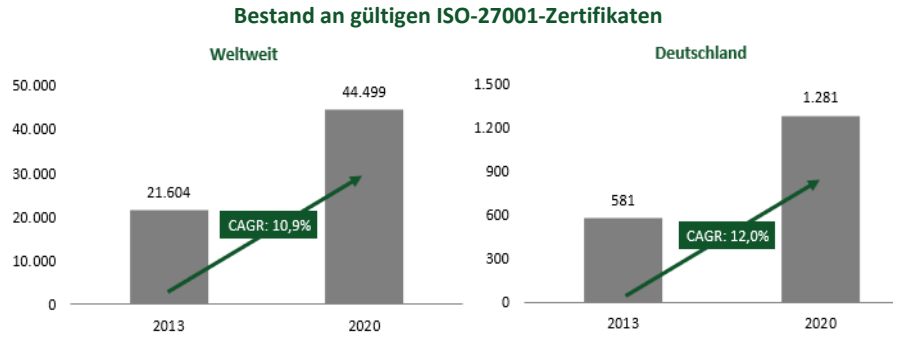


Quelle: Bundeskriminalamt, Bitkom

Mit STORM offeriert OTRS in diesem Bereich eine Security-Incident-Management-Software. Das SOAR-Tool unterstützt Unternehmen bei der Einrichtung und Umsetzung von End-to-End-Prozessen zur Bewältigung sicherheitsrelevanter Vorfälle. So sollen Sicherheitsteams (CERT) schneller und einfacher auf Hacker und sonstige Cyberkriminalität reagieren können.

Die beiden bisher noch nicht monetarisierten Softwarelösungen CONTROL und ADVANCED ANALYTICS agieren ebenso in Märkten mit dynamischen Wachstumsraten.

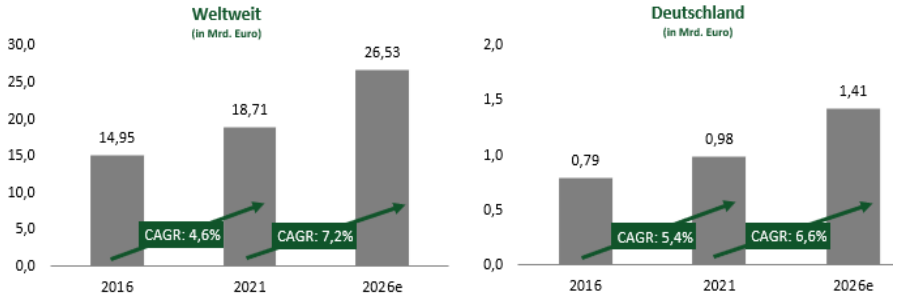
CONTROL ermöglicht B2B-Kunden einen vollumfassend dokumentierten Betrieb ihres Information-Security-Management-Systems (ISMS) gemäß dem weltweit anerkannten Standard ISO/IEC 27001. Die internationale Norm definiert die Anforderungen, die an die Einführung, Umsetzung, Dokumentation und Verbesserung eines ISMS gestellt werden. CONTROL verschafft somit Struktur in den Abläufen, ermöglicht eine revisionssichere Archivierung wichtiger Dokumente und beinhaltet u.a. automatisierte Erinnerungen. Die Zeitersparnis in der Verwaltung sowie im Zuge von Audits gegenüber eines in Excel administrierten ISMS beträgt nach Unternehmensangaben etwa 35%. Eine ISMS-Zertifizierung nach ISO 27001 ist oft auf Vorgaben von Kooperationspartnern und Kunden zurückzuführen. Während die Anzahl der Zertifikate von 2013 bis 2020 weltweit um 10,9% p.a. angestiegen ist, liegt die jährliche Wachstumsrate in Deutschland bei 12,0%. Infolge erhöhter IT-Sicherheitsausgaben erwarten wir auch einen anhaltend wachsenden Bestand der gegenwärtig weltweit einzig auditierbaren ISMS-Norm.



Quelle: Internationale Organisation für Normung (ISO)

Die Plattform ADVANCED ANALYTICS wird an ein Managed-OTRS angeschlossen. Indem kontinuierlich Daten in Relationen gesetzt, Vergleiche gezogen und Abhängigkeiten ersichtlich gemacht werden, soll der Kunde proaktiv Echtzeiterkenntnisse übermittelt bekommen. Die analytischen Auswertungen wirken somit in den Bereichen Entscheidungsfindung, Risikominimierung und Chancenerkennung unterstützend. Vorgesehene Anwendungsfälle liegen beispielsweise in Analysen zu Tickettrends sowie einer Auswertung hinsichtlich der Nützlichkeit von in OTRS hinterlegten Wissensdatenbank-Artikeln. Das Produkt profitiert u.a. von ungebremst wachsenden Datenbeständen, die oft erst infolge einer Vereinheitlichung und strukturierten Auswertung effektiv zur Entscheidungsfindung herangezogen werden können. Nach Angaben von Statista soll der Umsatzanstieg mit Business-Intelligence-Software im Zeitraum 2021 bis 2026 sowohl weltweit (7,2% p.a.) als auch in Deutschland (6,6% p.a.) über dem historischen Niveau von 2016 bis 2021 liegen.

Umsatz mit Business-Intelligence-Software

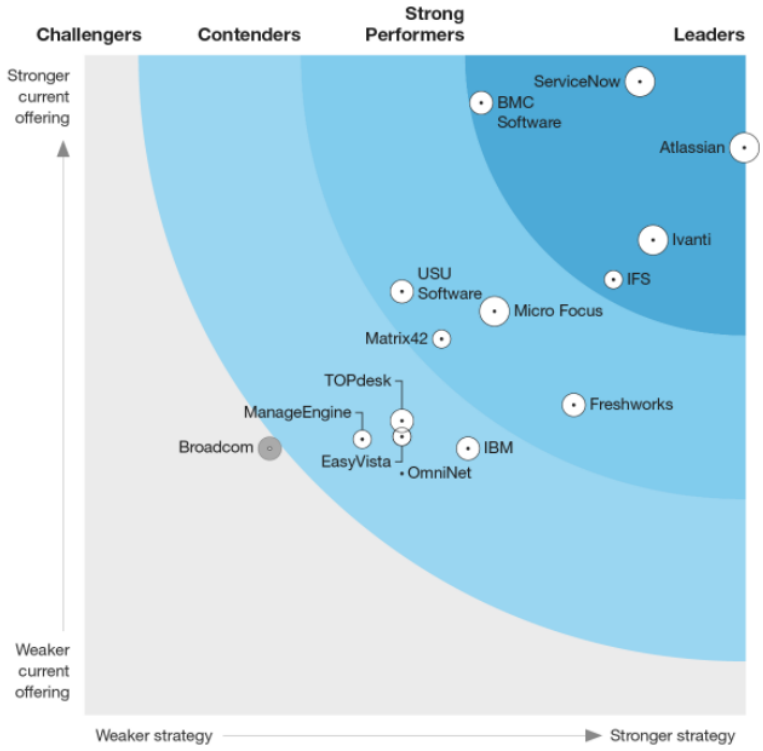


Quelle: Statista, Finanzberichterstattung der Key Player, Nationale Statistikämter

Wettbewerbsvorteile und Abgrenzung durch hohe Flexibilität der Software-Suite

Infolge einer ausgeprägten Attraktivität der adressierten Marktsegmente ist u.E. auch das Wettbewerbsumfeld als kompetitiv zu beurteilen. Darin agieren sowohl große US-Konkurrenten (u.a. ServiceNow, Atlassian, BMC Software, Ivanti) als auch inländische Wettbewerber (z.B. USU Software und Serviceware).

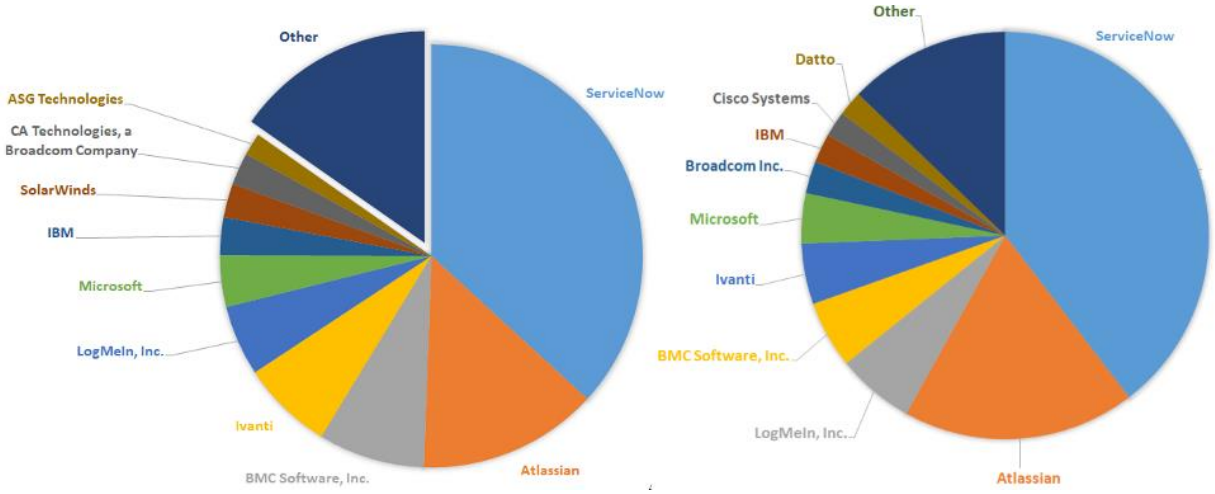
Gartner Magic Quadrant (ITSM-Tools 08/21) und Forrester Wave (ESM-Anbieter 12/21)



Quelle: Gartner, Forrester

Nach Angabe des Marktforschungsunternehmens „Apps Run The World“ sind die Marktanteile in der fragmentierten Anbieterstruktur relativ stabil. Für den ITSM-Markt stellen sie sich im Zeitverlauf z.B. folgendermaßen dar:

Marktanteile von ITSM-Anwendungen 2018 (links) vs. 2020 (rechts)



Quelle: Apps Run The World

So vereinten ServiceNow, Atlassian, LogMeIn, BMC Software und Ivanti sowohl 2018 als auch 2020 bereits knapp drei Viertel des weltweiten ITSM-Marktvolumens auf sich. In der Erhebung wurden zuletzt insgesamt 5.440 Gesellschaften berücksichtigt, wobei 87,2% der Umsätze auf die 10 führenden Anbieter entfiel. ServiceNow ist mit einem Anteil von 39,6% klarer Marktführer.

Die Darstellung der Wettbewerbssituation deckt sich mit der Aussage des OTRS-Vorstands, dass sich das Unternehmen im Zuge von Auswahlverfahren sowie Zugängen und Abwanderungen in der Kundenstruktur überwiegend ServiceNow, Atlassian und BMC Software gegenübersieht. Überraschend erscheint hingegen, dass OTRS der inländischen Peergroup (USU Software, Serviceware) bisher kaum begegnete. Jedoch ist dies im IT-Sektor aufgrund der hohen Marktgröße einzelner Segmente nicht unüblich, sodass z.B. auch eine Vielzahl stark wachsender SAP- und Microsoft-Dienstleister parallel erfolgreich agieren.

OTRS verfügt heute über einen breiten Kundenstamm von rund 700 Unternehmen. Dazu zählen auch Geschäftseinheiten internationaler Konzerne wie Lufthansa, TUI Cruises, Bayer, Porsche und T-Systems. Angesichts dessen kann sich OTRS offensichtlich nicht zuletzt auch regelmäßig gegen seine überwiegend deutlich größeren Kontrahenten sowie insbesondere ServiceNow behaupten. Das führen wir im Wesentlichen auf fünf Aspekte zurück:

- **Wahlfreiheit beim Nutzungs- bzw. Lizenzmodell**: Laut KPMG und Bitkom gibt es bei der Nutzung von unternehmensinternen IT-Systemen sogar mehr Sicherheitsvorfälle als bei der Verwendung von Public-Cloud-Lösungen. Dennoch präferieren einige Unternehmen die On-Premises-Nutzung, bei der die Software-Installation in der eigenen IT-Umgebung erfolgt. Während der Marktführer ServiceNow dieses Betriebsmodell nur in Ausnahmefällen exklusiv für strategisch wichtige Kunden (z.B. Bundesbehörden) bereitstellt, bietet OTRS seinen Kunden durchweg völlige Entscheidungsfreiheit. Auch die Anwendung Jira von Atlassian wird seit Februar 2021 nicht mehr in der On-Premises-Variante vertrieben. Im Februar 2024 steht das Supportende („End of Life“) der Lösung an.
- **Datenschutzbedenken belasten US-Unternehmen**: Die wichtigsten Kriterien bei der Auswahl eines Cloud-Providers sind für deutsche Unternehmen laut Bitkom die Konformität mit der EU-DSGVO (96% Must-have) sowie eine transparente Sicherheitsarchitektur mitsamt regelmäßigen Kontrollen (88% Must-have). Nachdem der Europäische Gerichtshof 2020 das Privacy Shield-Abkommen für ungültig erklärte, hat die Unsicherheit bei europäischen B2B-Kunden hinsichtlich eines Datentransfers in die USA nochmals zugenommen. Daher halten wir es für wahrscheinlich, dass inländische Geschäftseinheiten teilweise in ihrer Auswahl per se europäische Software-Anbieter bevorzugen. Im Rahmen der Managed-Verträge betreibt OTRS Rechenzentren über Service-Provider, die allesamt über eine DSGVO-konforme Zertifizierung (ISO/IEC 27001) verfügen.

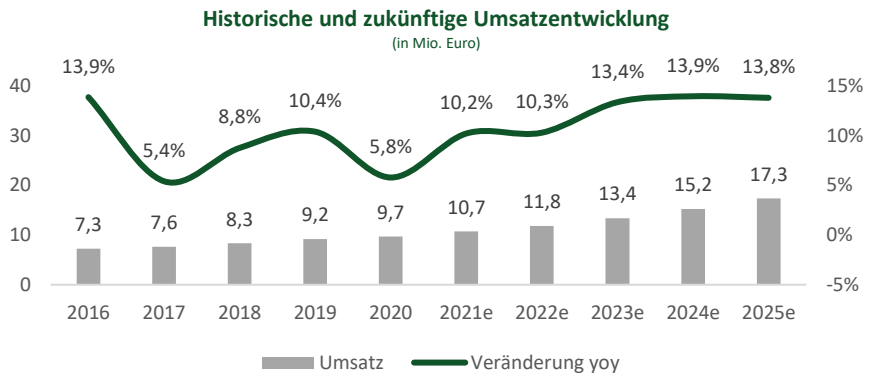
- **Adressierung des ITSM- und Helpdesk-Marktes in gleichem Maße**: Helpdesk-Anbieter wie Zendesk, Freshworks, Help Scout und LiveAgent fokussieren sich mit ihrem Angebot fast ausschließlich auf den externen Kundenservice. Branchen-player wie ServiceNow, Ivanti und Serviceware erzielen hingegen den Großteil ihrer Erlöse mit ITSM- bzw. ESM-Modulen. Es gibt u.E. nur wenige Anbieter wie z.B. OTRS und USU Software, die in ihrer externen Kommunikation stringent beide Bereiche gleichermaßen herausstellen. Laut Vorstand erzielt OTRS derzeit im Helpdesk-Markt ca. 40% der Erlöse und die übrigen 60% im ITSM/ESM-Bereich.
- **Preisgestaltung auf Basis gleichzeitiger Benutzer**: Je nach OTRS-Leistungspaket kann die Software pro Kundenvertrag von einer bestimmten Anzahl sogenannter „Concurrent Agents“ genutzt werden (Silber = 10, Gold = 50, Titan = 100, Platin > 200). Bei einigen Wettbewerbern wie z.B. ServiceNow basiert die Lizenzvergabe hingegen teilweise auf der Anzahl der gesamten Abteilungsmitarbeiter und ist somit personenbezogen. Das nimmt den Unternehmenskunden einen massiven Grad an Flexibilität und führt u.E. nicht zuletzt in vielen Anwendungsfällen zu einem nachteiligen Preis-Leistungs-Verhältnis.
- **Wertschätzung und Betreuung von Kunden jeder Größe**: Durch die mittelständische Struktur und Prägung kann OTRS auch die Anforderungen von kleinen und mittleren Unternehmen wirksam nachvollziehen und eine gezielte Implementierung des Produktportfolios realisieren. In dieser Hinsicht verschafft sich OTRS insbesondere gegenüber großen US-Konzernen einen Vorteil, die vertriebsseitig vorwiegend auf größtmögliche Vertragsvolumina ausgerichtet sind.

Trotz der Expertise mit zahlreichen namhaften Kunden dürfte der Wettbewerb im ITSM- und Helpdesk-Markt u.E. jedoch anhaltend hoch bleiben und gelegentlich auch zum Verlust eines relevanten Kunden führen.

Erhöhtes Wachstumstempo aus der ersten Jahreshälfte 2021 dürfte anhalten

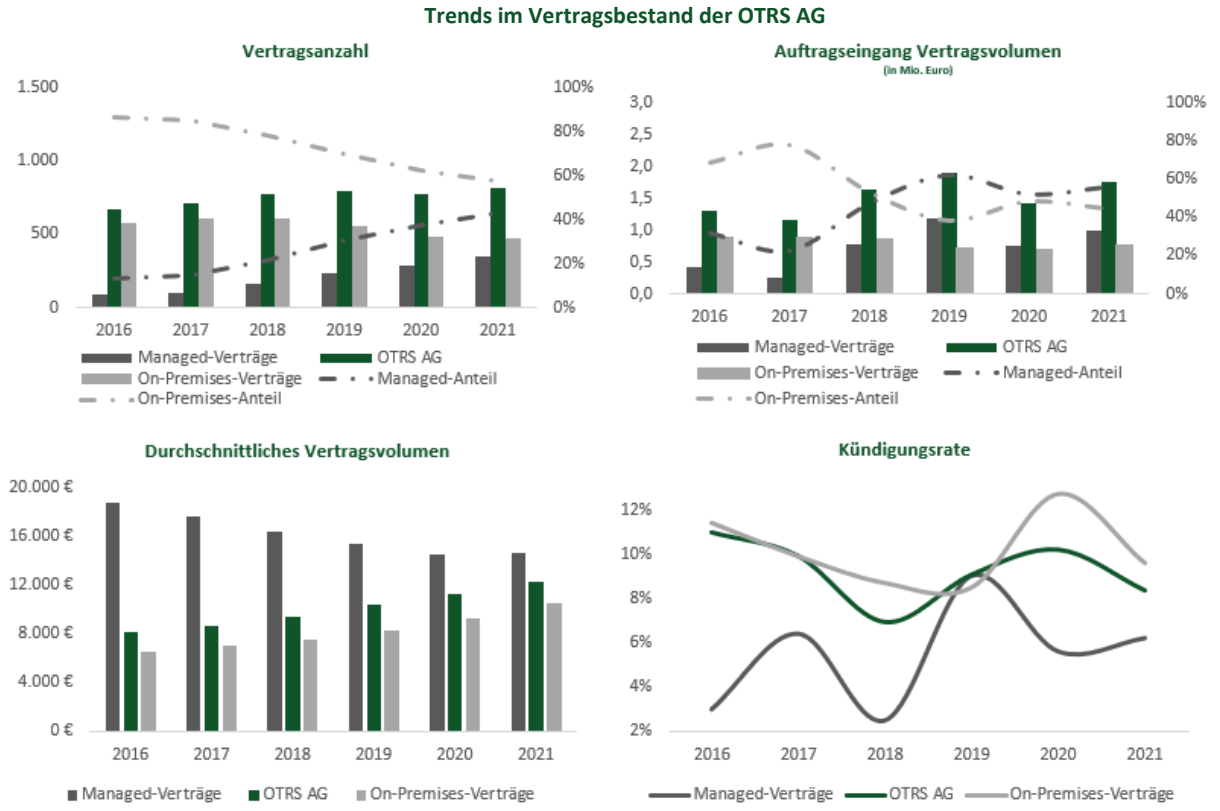
Anmerkung: Bisher veröffentlicht OTRS noch keinen Konzernabschluss. Daher basieren sämtliche Geschäftszahlen lediglich auf der OTRS AG, die von 2017 bis 2020 durchgängig ein anteiliges Konzern-Vertragsvolumen in Höhe von 84% erzielte. Die aktiven Tochtergesellschaften außerhalb der EMEA-Region (USA, Brasilien, Mexiko, Ungarn und Singapur) werden im Zuge der Unternehmensbewertung unsererseits separat berücksichtigt.

Im ersten Halbjahr 2021 konnte die OTRS AG ein Umsatzwachstum von 10,2% yoy erzielen und damit die bereits dynamische Entwicklung der vergangenen Jahre nochmals übertreffen (CAGR 2015 bis 2020: 8,8%). Mit einem Beitrag von 88,5% (-2,4 PP yoy) entfiel auf die wiederkehrenden Erlöse trotz eines Wachstums von 7,3% yoy erstmals wieder ein verringerter Anteil. Das ist auf den überproportionalen Anstieg der Beratungsumsätze (+11,0% yoy auf 0,6 Mio. Euro) zurückzuführen, die zuvor von 2017 bis 2020 mit -17,3% p.a. rückläufig waren. Einerseits beruht die gegenwärtige Trendumkehr auf Nachholeffekten, da Consulting-Leistungen in H1/20 teilweise corona-bedingt verschoben und nun remote nachgeholt wurden. Andererseits signalisiert die Entwicklung eine gute Auftragspipeline, da Beratungsleistungen zumeist im Zusammenhang mit Neuvertragsabschlüssen stehen. Dadurch werden mittelbar ebenso wiederkehrende Umsätze initiiert. Angesichts der erfreulichen ersten Jahreshälfte erhöhte OTRS mit Veröffentlichung des H1-Berichts die erwartete Umsatzwachstumsrate für das FY 2021 auf 10% (zuvor: 5%). Wir avisieren für das bereits abgeschlossene Geschäftsjahr einen Erlösanstieg um 10,2% yoy auf 10,7 Mio. Euro. Die Veröffentlichung des Jahresberichts erfolgt am 09. Juni 2022. Anschließend rechnen wir bis 2025 mit Wachstumsraten im niedrigen zweistelligen Bereich (CAGR: 12,8%). Unsere Prognosen resultieren in einem Umsatzniveau von 17,3 Mio. Euro.



Quelle: Unternehmen, Montega

Unsere Annahmen basieren auf folgenden Trends im Vertragsbestand:



Quelle: Unternehmen

- Neben dem Ziel der Erhöhung wiederkehrender Erlösströme fußt die Vertriebsstrategie von OTRS seit 2017 auf der Maxime „Managed first“.
- OTRS profitiert bei einem Managed-Vertrag gegenüber einer On-Premises-Installation von mehreren Vorteilen: Datenhoheit führt zu Erkenntnisgewinnen hinsichtlich des Nutzerverhaltens, geringere Churn-Rate, höherer Customer Lifetime Value (CLV), größeres durchschnittliches Vertragsvolumen (TCV) sowie vereinfachte Installation und Wartung.
- Der Rückgang im Durchschnittsvolumen eines Managed-Vertrags von 18,7 Tsd. Euro in 2016 auf 14,5 Tsd. Euro in 2020 ist lediglich auf eine temporär bewusste Preisgestaltung zurückzuführen, um Anreize für einen Wechsel auf der Kundenseite zu schaffen. Während wir diesbezüglich eine Trendumkehr erwarten, sollte sich die überproportionale Erhöhung der On-Premises-Preise fortsetzen.

- Trotz der Rückgänge von 2016 bis 2020 liegt das Managed-Vertragsvolumen im Durchschnitt noch etwa 40% über dem TCV der On-Premises-Verträge. Daher entfällt auf die Managed-Variante in 2021 zwar 50,9% des Vertragsvolumens, jedoch „nur“ ein nominaler Anteil der Verträge von 42,6%.
- Die Strategie manifestiert sich nicht zuletzt in einer deutlich erhöhten Quote der Managed-Verträge am TCV-Auftragseingang (56,0% in 2021 vs. 22,5% in 2017).

Umsatzplanung OTRS AG (in Mio. Euro)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
	Managed-Verträge								
Vertragsvolumen Jahresanfang	1,7	1,9	2,7	3,7	4,2	5,1	6,3	7,7	9,4
Kündigungsrate (Vertragsvolumen)	6,4%	2,5%	9,0%	5,6%	6,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Preisänderung					*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*
Anzahl der Neuvertragsabschlüsse	**23**	**71**	**98**	**83**	**76**	**92**	**106**	**121**	**134**
yoy Anzahl der Neuvertragsabschlüsse		*208,7%*	*38,0%*	*-15,3%*	*-8,4%*	*20,8%*	*15,0%*	*15,0%*	*10,0%*
Durchschnittsvolumen eines Neuvertrags (in Euro)					14.400	15.218	15.827	16.460	17.118
Vertragsvolumen Jahresende	**1,9**	**2,7**	**3,7**	**4,2**	**5,1**	**6,3**	**7,7**	**9,4**	**11,3**
	On-Premises-Verträge								
Vertragsvolumen Jahresanfang	3,8	4,3	4,5	4,6	4,5	4,9	5,0	5,1	5,2
Kündigungsrate (Vertragsvolumen)	*9,9%*	*8,7%*	*8,5%*	*12,7%*	*9,6%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*
Preisänderung					*10,0%*	*7,0%*	*7,0%*	*7,0%*	*7,0%*
Anzahl der Neuvertragsabschlüsse	**114**	**55**	**32**	**39**	**40**	**25**	**25**	**25**	**25**
yoy Anzahl der Neuvertragsabschlüsse		*-51,8%*	*-41,8%*	*21,9%*	*2,6%*	*-37,5%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Durchschnittsvolumen eines Neuvertrags (in Euro)					10.500	10.895	11.331	11.784	12.255
Vertragsvolumen Jahresende	**4,3**	**4,5**	**4,6**	**4,5**	**4,9**	**5,0**	**5,1**	**5,2**	**5,3**
	Summe OTRS AG								
Summe Vertragsvolumen Jahresende	6,2	7,3	8,3	8,7	10,0	11,3	12,8	14,6	16,6
Abschlag für Umsatzermittlung	5,3%	5,0%	5,7%	-2,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Segmentumsatz "Managed IT-Services und Support"	**5,8**	**6,9**	**7,8**	**8,9**	**9,6**	**10,9**	**12,3**	**14,0**	**16,0**
zzgl. Beratungserlöse	**1,4**	**1,2**	**1,1**	**0,8**	**1,1**	**0,9**	**1,1**	**1,2**	**1,4**
Beratungsanteil am Gesamtumsatz	*18,4%*	*14,9%*	*12,4%*	*8,2%*	*10,0%*	*8,0%*	*8,0%*	*8,0%*	*8,0%*
Gesamtumsatz					**10,7**	**11,8**	**13,4**	**15,2**	**17,3**

Quelle: Unternehmen, Montega

Durch das zuletzt stark überproportionale Wachstum der wiederkehrenden Erlöse (Anteil: 91,2% in 2020 vs. 69,7% in 2015) in Verbindung mit der leicht rückläufigen Churn-Rate gewinnt die Geschäftsentwicklung der OTRS AG spürbar an Planungssicherheit. Aufgrund der gestärkten Visibilität hält es der Vorstand derzeit für realistisch, 2023 ein Umsatzniveau in Höhe von 14,0 Mio. Euro zu erreichen. Zumindest hinsichtlich der Top-Line-Prognosen wurden in der Vergangenheit veröffentlichte Zielsetzungen überwiegend erreicht:

Umsatz- und EBITDA-Prognosen des OTRS-Managements

Geschäftsjahr	GuV-Position	Zielsetzung	Quelle	Ergebnis
2014	Umsatz	5,5	Geschäftsbericht 2013	5,3
2015	Umsatz EBITDA	6,3 0,58	Geschäftsbericht 2014	6,4 0,47
2016	Umsatz EBITDA	7,2 0,49	Geschäftsbericht 2015	7,3 0,54
2017	Umsatz EBITDA	7,8 "moderater Anstieg"	Geschäftsbericht 2016	7,6 0,52
2018	Umsatz	> 8,0	Geschäftsbericht 2017	8,3
2019	Umsatz	> 9,0	Geschäftsbericht 2018	9,2
2020	Umsatz	n.a. (corona-bedingt)	n.a.	9,7
2021 (alt)	Umsatz	> 10,0	Geschäftsbericht 2020	
2021 (neu)	Umsatz	"annähernd 11,0"	Halbjahresbericht 2021	

Quelle: Unternehmen

Angesichts der starken H1/21-Zahlen als Nachweis der operativen Fortschritte, einer Vielzahl potenzieller Wachstumstreiber (u.a. Etablierung eines Partnernetzwerks, Ausweitung des Leistungsportfolios, weitere Internationalisierung) sowie des vollumfänglich intakten Sentiments in den adressierten Märkten erachten wir das kommunizierte Umsatzziel grundsätzlich als gut erreichbar. Aufgrund der bestehenden Unsicherheit bezüglich weiterer Virusvarianten, die infolge von Kontaktbeschränkungen u.E. zu einer zurückhaltenden Aktionsbereitschaft bei Vertragsabschlüssen führen könnten, positionieren wir uns jedoch unter der Guidance (MONe Erlös 2023: 13,4 Mio. Euro).

Im Hinblick auf die potenzielle Erweiterung des Produktangebots avisiert OTRS mittelfristig den Ausbau der Managed-Lösung bzw. der Produktentwicklung hin zu einem sogenannten „Solution Management". Dank einer zunehmenden Einbindung auch externer Technologien sollen zusätzliche Kundenbedürfnisse adressiert werden. Dies könnte z.B. die Optimierung der Marketingstrategie auf Grundlage von im OTRS-System gespeicherten Daten umfassen. Da von OTRS hinsichtlich dieser Pläne noch keine konkreten Entwicklungsergebnisse offengelegt wurden, haben wir daraus bislang keine Erlöse berücksichtigt.

Weitere Ergebnissteigerungen und Margenverbesserung in Sichtweite

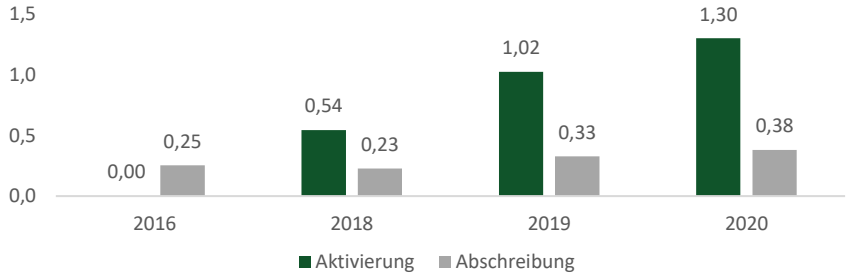
Auf Ergebnisebene rechnen wir im Vergleich zu der Erlösentwicklung infolge von Skaleneffekten mit einem überproportionalen Aufwärtstrend, der entsprechend in einer sukzessiven Margenausweitung resultiert. So können die internationale Expansion sowie Beratungsleistungen angesichts der zunehmenden Virtualisierung z.B. zunächst vom Headquarter gesteuert werden. Während der Remote-Anteil lt. Management im Consulting-Bereich 2019 nur bei 9% lag, hat er sich Corona-bedingt im Jahr 2021 auf 92% erhöht. Außerdem nimmt der Ressourceneinsatz u.a. für Serverleistungen nur unterproportional zu.

Wie bei Software-Herstellern üblich wird die OTRS-Kostenbasis von den Personalaufwendungen dominiert. Aufgrund der Wachstumsinvestitionen ist die Aufwandsquote zuletzt sogar angestiegen (60,3% in 2020 vs. 56,9% in 2017). Da OTRS auch mittelfristig den strategischen Fokus noch auf die Gewinnung einer größtmöglichen Kundenanzahl legt, sind zwar keine großen Profitabilitätssprünge zu erwarten. Wir gehen angesichts der vorteilhaften Trends im Vertragsbestand dennoch jeweils von einem Margenniveau über dem Vorjahr aus.

Um eine bestmögliche Vergleichbarkeit der historischen und von uns in Aussicht gestellten Margenstruktur zu gewährleisten, erscheint eine Eliminierung der bislang recht unregelmäßig aktivierten Eigenleistungen sinnvoll. Grundsätzlich führt eine Aktivierung dazu, dass die normalerweise GuV-wirksamen Aufwendungen erst im Zeitverlauf über die Abschreibungsdauer der jeweiligen Vermögenswerte erfasst werden. Bei OTRS beträgt diese Periode fünf Jahre. Aufgrund der langjährigen Verfügbarkeit der OTRS-Software als Open-Source-Variante waren die Voraussetzungen zur Aktivierung selbst geschaffener Software bis 2018 nicht erfüllt. Daher wurden bis dato lediglich Entwicklungskosten für die Technologie-Plattform SaaS/IaaS erfasst, mittels der die OTRS-Software den Kunden „On Demand" zur Verfügung gestellt wurde. Von einem Niveau i.H.v. 0,9 Mio. Euro in 2010 sind die Aktivierungen infolgedessen zunächst sukzessive auf 0 Euro in 2016 gesunken. Das aktivierte Volumen von 2018 bis 2020 entfällt auf die abgeschlossene Entwicklung der mittlerweile monetarisierten OTRS-Software in den Versionen 7 und 8.

Historische Aktivierung und Abschreibung von aktivierten Eigenleistungen

(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Mittelfristig hält das Management aktivierte Eigenleistungen in Höhe von 0,5 bis 1,0 Mio. Euro p.a. (MONe: 0,8 Mio. Euro) hinsichtlich neuer Funktionalitäten für realistisch. Diese Annahme ist in unseren Prognosen entsprechend reflektiert, sodass die von uns dargestellten Ergebnisschätzungen im Anhang sämtliche Aktivierungen inkludieren, die jeweils entsprechend auch im Cashflow aus der Investitionstätigkeit enthalten sind. Aufgrund der rollierenden Abschreibung verringert sich der divergierende EBIT-Effekt aus der Aktivierung im Zeitverlauf und eliminiert sich schließlich im Geschäftsjahr 2026 erstmals vollständig. In den kommenden Jahren liegt jedoch zunächst noch eine Verzerrung der Ergebnisentwicklung vor, die in 2020 bereits ihr höchstes Ausmaß erreichte.

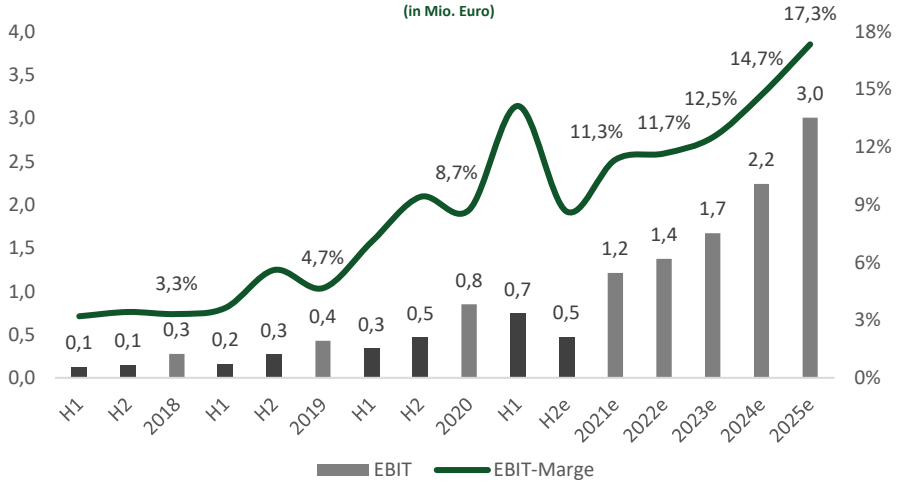
EBIT-Entwicklung inklusive und exklusive aktivierter Entwicklungskosten
(in Mio. Euro)

	Aktivierte Eigenleistungen	Abschreibung auf Eigenleistungen	Effekt auf das EBIT	EBIT inkl. Aktivierung	EBIT-Marge	EBIT exkl. Aktivierung	EBIT-Marge	Differenz EBIT-Marge
FY 2016	0,00	0,25	-0,25	0,14	1,9%	0,39	5,4%	+350 BP
FY 2017	0,00	0,22	-0,22	0,13	1,7%	0,35	4,6%	+290 BP
FY 2018	0,54	0,23	0,32	0,59	7,1%	0,28	3,3%	-380 BP
FY 2019	1,02	0,33	0,70	1,12	12,3%	0,43	4,7%	-760 BP
FY 2020	1,30	0,38	0,92	1,77	18,2%	0,85	8,7%	-950 BP
FY 2021e	0,80	0,50	0,30	1,51	14,1%	1,21	11,3%	-280 BP
FY 2022e	0,80	0,66	0,14	1,52	12,8%	1,38	11,7%	-120 BP
FY 2023e	0,80	0,82	-0,02	1,65	12,4%	1,67	12,5%	+10 BP
FY 2024e	0,80	0,86	-0,05	2,19	14,3%	2,24	14,7%	+40 BP
FY 2025e	0,80	0,97	-0,17	2,84	16,4%	3,01	17,3%	+100 BP
FY 2026e	0,80	0,80	0,00	3,89	19,8%	3,89	19,8%	+/-0 BP

Quelle: Unternehmen, Montega

Bereinigt um die Aktivierung und Abschreibung von Eigenleistungen zeigt sich bei OTRS infolge der neuausgerichteten Vertriebsstrategie bereits seit 2018 ein spürbarer Aufwärtstrend, der sich u.E. nach einem vergleichsweise erhöhten Personalaufbau in H2/21 sukzessive fortsetzen wird. Ohne Bereinigung der Ergebnisgrößen dürfte hingegen sogar im gesamten Geschäftsjahr 2021 ein nicht aussagekräftiger Profitabilitätsrückgang sichtbar werden, da u.E. nur 0,8 Mio. Euro Eigenleistungen aktiviert werden (vs. 1,3 Mio. in 2020).

EBIT-Entwicklung exklusive aktivierter Eigenleistungen
(in Mio. Euro)

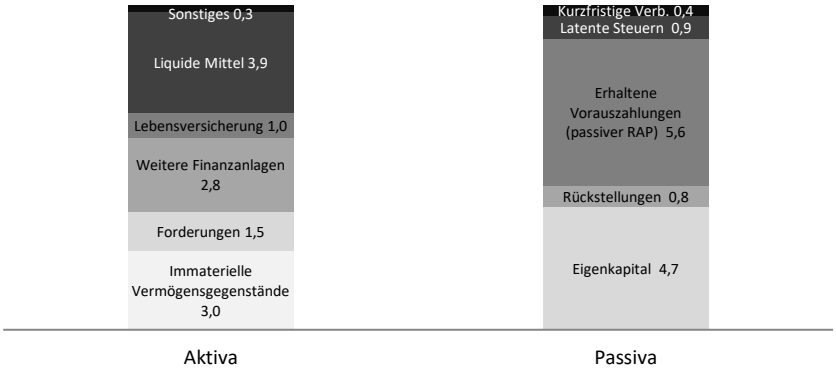


Quelle: Unternehmen, Montega

Hohe Bilanzqualität dank Vorfinanzierung der Umsätze von Kundenseite

Die insgesamt äußerst solide Bilanzstruktur eröffnet OTRS einen hohen Handlungsspielraum bei der Erreichung der ambitionierten Wachstumsziele.

Bilanzstruktur
(per 30.06.2021; in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Die **Eigenkapitalquote** auf der Passivseite (38,0%) ist zwar attraktiv, wirkt angesichts nicht vorhandener Finanzverbindlichkeiten dennoch zunächst verhältnismäßig gering. Dies ist jedoch bedingt durch ein außerordentlich starkes Working-Capital-Management. So wies OTRS zuletzt einen **passiven Rechnungsabgrenzungsposten** in Höhe von 5,6 Mio. Euro (45,1%) aus. Diese Bilanzposition umfasst Vorauszahlungen für Managed- und On-Premises-Verträge, die entsprechend der Umsatzrealisierung erst im Folgejahr als Erlös verbucht werden können. Da die B2B-Kunden grundsätzlich zur Vorauszahlung ihrer Jahresgebühr verpflichtet sind, ist das negative Betriebskapital von OTRS u.E. vielmehr ein Indikator der überaus positiven geschäftlichen Effizienz. In den letzten Jahren sind die Vorauszahlungen im Zuge eines stark wachsenden Vertragsbestands sogar überproportional angestiegen. Betrug ihr Anteil am Umsatz noch 36,8% in 2015 bzw. 45,9% in 2017, lag er in 2020 bereits bei 52,9%.

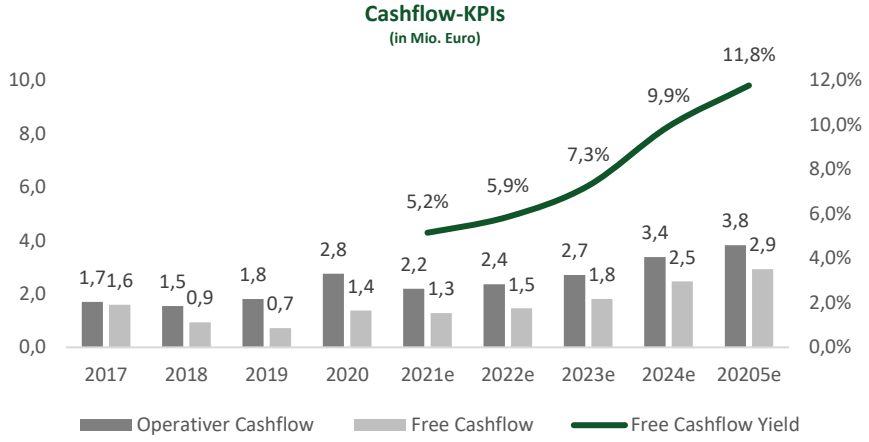
Die Aktivseite der Bilanz ist von dem hohen **Liquiditätsbestand** i.H.v. 3,9 Mio. Euro (31,0%) geprägt, der OTRS die Realisierung von Wachstumschancen auch ohne Fremdkapitalaufnahme ermöglicht. Weitere 1,0 Mio. Euro (7,9%) entfallen auf **Rückdeckungsansprüche** aus einer in 2020 abgeschlossenen Lebensversicherung auf den CEO André Mindermann. Letztlich stellt die Position eine Finanzanlage zur Vermeidung von Negativzinsen dar. Die **weiteren Finanzanlagen** von 2,8 Mio. Euro (22,5%) stellen Anteile an verbundenen Unternehmen dar. Der Betrag setzt sich aus den Anschaffungskosten (initiales Grundkapital sowie Kapitalerhöhungen) der im AG-Abschluss nicht konsolidierten Tochtergesellschaften außerhalb der EMEA-Region zusammen. Die **immateriellen Vermögensgegenstände** (24,3%) werden überwiegend durch die aktivierten Eigenleistungen abgedeckt.

Verbessertes Cash-Flow-Profil stellt zweistellige FCF-Yield in Aussicht

Aufgrund der Aktivierung von Eigenleistungen ermöglichen berichtete Ergebniskennziffern (z.B. EBIT oder EPS) bei OTRS keine aussagekräftigen Rückschlüsse auf die operative Unternehmensentwicklung. Daher sollte der Fokus entweder auf bereinigte Kennziffern oder auf Free-Cashflow-KPIs gerichtet werden.

Der insbesondere durch Skaleneffekte überproportionale Anstieg des bereinigten operativen Ergebnisses dürfte u.E. auch zu einem entsprechenden Wachstum der Kapitalzuflüsse führen. Ebenso trägt das hervorragende Working-Capital-Management infolge des negativen Betriebskapitals spürbar zu höheren Cashflows bei. Hinsichtlich einer sukzessiven Verbesserung der Working-Capital-Quote (-38,5% in 2020 vs. -33,2% in 2017) positionieren wir uns bereits konservativ und berücksichtigen mittelfristig (Ø 2023 bis 2025: -41,2%) nur noch ein geringfügig verändertes Niveau.

Da die aktivierten Eigenleistungen den CAPEX zugeordnet werden, führt die Thematik auch zu entsprechend volatilen und verfälschten operativen Cashflows. Daher erachten wir bei OTRS neben bereinigten Kennzahlen ausschließlich den Free Cashflow als aussagekräftig.



Quelle: Unternehmen, Montega

Weitere CAPEX bzw. Investitionsausgaben entfallen überwiegend auf IT-Equipment sowie sonstiges Bürozubehör und betragen jährlich lediglich rund 100 Tsd. Euro. Eine ausbleibende Verbesserung des Free Cashflows in 2021 ergibt sich u.E. lediglich aufgrund eines Forderungsabbaus im Vorjahr. So betrug der Cashflow-Effekt hinsichtlich der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen +0,2 Mio. in 2020, während wir in 2021 eine Auswirkung in Höhe von -0,1 Mio. Euro erwarten.

In Anbetracht eines positiven Geschäftsverlaufs in strukturell wachsenden Märkten erwarten wir eine stetige Verbesserung des Free Cashflows. Die Free-Cashflow-Yield auf den heutigen Enterprise Value von 9,9% bereits in 2024 ist u.E. ein erster Indikator für eine recht attraktive Kaufgelegenheit der OTRS-Aktie.

Anhaltend guter Newsflow zu erwarten

Die operative Entwicklung der letzten Quartale verdeutlicht eindrucksvoll, dass es der richtige Schritt von OTRS war, den vertrieblichen Fokus auf die Business-Version sowie Managed-Verträge und somit verstärkt auf wiederkehrende Erlösquellen zu legen. Die starken Halbjahreszahlen für das Geschäftsjahr 2021 (Umsatz +10,2% yoy; EBIT exkl. aktivierte Entwicklungskosten +120,1% yoy) sowie die Anhebung der Jahresziele (Erlös +10% yoy; zuvor: +5% yoy) stellen eine erfreuliche zweite Jahreshälfte in Aussicht. Das positive Sentiment spiegelt sich nicht zuletzt in der erheblichen Outperformance der Aktie in 2021 wider (+80,1% vs. CDAX +13,6%).

Wenngleich potenzielle Neukunden infolge der Kontaktbeschränkungen teilweise noch eine zurückhaltende Aktionsbereitschaft bei Vertragsabschlüssen zeigen, wirkt die Corona-Pandemie grundsätzlich als Treiber der digitalen Transformation. Die Attraktivität des OTRS-Angebots dürfte insbesondere mit einem dauerhaften Abklingen der gesetzlich auferlegten Einschränkungen u.E. nochmals zulegen. Das gilt v.a. hinsichtlich der direkten Ansprache von Softwarenutzern der mittlerweile nicht mehr unterstützten Open-Source-Variante. Diese Unternehmen wurden bisher gar nicht oder nur in Form von temporären Dienstleistungen (z.B. Beratung, kundenspezifische Anpassung) monetarisiert. Weitere Impulse für die Aktie erwarten wir durch die voranschreitende Internationalisierung sowie den Aufbau eines Partnernetzwerks. Ebenso würde OTRS im Zuge eines erfolgreichen Markteintritts der Softwarelösungen ADVANCED ANALYTICS und CONTROL zusätzliche Erlösquellen erschließen, die in unseren Prognosen noch nicht berücksichtigt sind.

Wachstumspotenzial wird in aktueller Bewertung nicht angemessen reflektiert

Wir haben die OTRS-Aktie auf Basis eines DCF-Modells bewertet und das Ergebnis anhand einer Peergroup-Analyse plausibilisiert. Beide Bewertungsverfahren deuten auf eine Unterbewertung der Aktie hin.

DCF-Szenario: Angesichts des strukturellen Nachfragewachstums in den adressierten Zielmärkten avisieren wir mittelfristig eine anhaltend dynamische Entwicklung der Top-Line (organische Umsatz-CAGR 2021e-2026e: 12,9%). In Kombination mit Skaleneffekten führt dies u.E. zu einem positiven Verlauf des Free Cashflows. Unter Annahme eines Betas von 1,6 und eines WACC von 9,0% ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 24,00 Euro. Auf Basis des letzten Schlusskurses impliziert dies ein attraktives Upside von 60%.

Peergroup: Unser zweigeteilter Peergroup-Vergleich untermauert das Ergebnis der DCF-Bewertung. Derzeit handelt OTRS mit einem EV/Umsatz 2023e von 1,9x bzw. einem EV/EBIT 2023e von 14,9x unterhalb der durchschnittlichen Multiples der Vergleichsgruppen (EV/Umsatz 2023e 2,1x bzw. 6,5x und EV/EBIT 2023e 17,5x bzw. 32,7x).

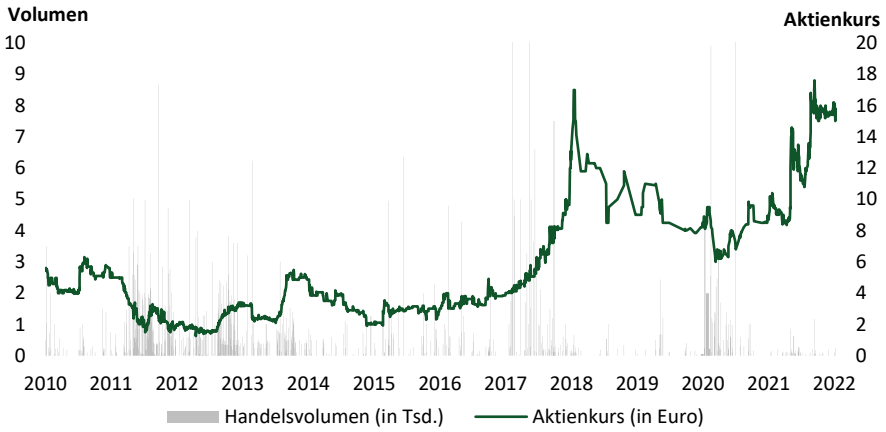
Fazit

Infolge der 20-jährigen Markterfahrung findet OTRS mit seiner Helpdesk- und ITSM-Suite weltweit in Unternehmen verschiedenster Größe Anwendung. Zur Kundenstruktur gehören namhafte Referenzen wie Lufthansa, die NASA, Airbus und das BSI. Die noch weitestgehend unbekannte Equity Story von OTRS bietet u.E. vor allem angesichts eines in 2020 vollzogenen Strategiewechsels eine attraktive Kaufgelegenheit der Aktie. So wurde die professionelle Unterstützung der Open-Source-Variante eingestellt und der strategische Fokus auf die im Rahmen von Einjahresverträgen erwerbbare Business-Suite gelegt. In 2020 betrug der Anteil der wiederkehrenden Umsätze bereits 91,2%. Die Top-Line-CAGR in dem stark skalierbaren Segment liegt von 2017 bis 2020 bei 15,0% und wird u.E. mittelfristig durch intensivierte Marketingkampagnen, die Initiierung eines Netzwerks von Implementierungs- und Vertriebspartnern sowie die voranschreitende Internationalisierung im zweistelligen Bereich verbleiben. Angesichts einer Netto-Liquidität je Aktie von 2,02 Euro ist OTRS für eine Weiterentwicklung des Geschäfts solide aufgestellt. Eintretende Skaleneffekte dürften u.E. dazu führen, dass die um aktivierte Entwicklungskosten bereinigte EBIT-Marge sukzessive ansteigt und 2023 bereits 12,5% (vs. 8,7% in 2020) beträgt. Die aktuelle Bewertung reflektiert die Aussichten von OTRS unserer Ansicht nach nicht ausreichend, weshalb wir die Aktie mit einem Kursziel von 24,00 Euro (Upside: 60%) und dem Rating „Kaufen“ in die Coverage aufnehmen.

TIMING UND SENTIMENT

Die OTRS-Aktie wurde am 23.12.2009 im Open Market gelistet. Nach dem All-Time-High von 17,00 Euro im Februar 2018 folgte ein stufenweiser Abwärtstrend auf 6,00 Euro, der bis zum Corona-bedingten Markteinbruch im März 2020 anhielt. Anschließend setzte eine deutliche Kursbelebung ein. Mit einem Niveau von derzeit 15,00 Euro nähert sich die Aktie wieder ihrem historischen Höchststand. Getrieben wurde sie dabei vor allem durch verbesserte operative Fundamentaldaten infolge eines Strategiewechsels. Dieser sieht die ausschließliche Weiterentwicklung der kostenpflichtigen Business-Version sowie eine vertriebsseitige Fokussierung auf die skalierbaren Managed-Verträge vor. So hat der Anteil der „Recurring Revenues" bei OTRS seit 2017 von 76,3% auf 91,2% zugelegt. Gleichzeitig entfiel im ersten Halbjahr 2021 erstmals ein größerer Anteil (51%) des gesamten Vertragsvolumens auf die Managed-Verträge. In 2017 dominierten noch die On-Premises-Verträge mit einem Beitrag von 70% deutlich. Dieser Trend stärkt sowohl die mittelfristige Visibilität der Geschäftsentwicklung als auch die Ermöglichung von Skaleneffekten immens. Zudem resultierte der Kurssprung im Mai 2021 vermutlich aus einer Vielzahl von erstmaligen Investorenkontakten, die OTRS wenige Tage zuvor auf einer Kapitalmarktkonferenz knüpfte.

Kursentwicklung der OTRS AG



Quelle: Capital IQ

Positiver Newsflow und intensivere Kapitalmarktkommunikation erwartet

Die Service-Desk-Lösung OTRS ist seit rund 20 Jahren am Markt verfügbar und findet infolgedessen international in Unternehmen verschiedenster Größe Anwendung. Die insgesamt sehr breite Nutzerbasis manifestiert sich seit 2013 in steigenden Umsätzen (CAGR 2013-2020: 9,9%). Durch die herstellerseitig ausschließliche professionelle Unterstützung der kostenpflichtigen Version seit Anfang 2021 wird OTRS u.E. zunehmend weitere Vertragsabschlüsse mit bislang nicht beziehungsweise nur sporadisch monetarisierten Softwarenutzern erzielen. Die Intensivierung von Marketingaktivitäten, der Aufbau eines Partnernetzwerks sowie die Fortsetzung der Expansionsstrategie bergen zudem aussichtsreiche Potenziale im Neukundengeschäft. Daher erwarten wir auch in den Folgequartalen steigende Erlöse. In Verbindung mit überproportionalen Ergebniszuwächsen infolge einsetzender Skaleneffekte wird der Newsflow u.E. weiterhin positiv ausfallen. Gemeinsam mit der vom Management geplanten Intensivierung der IR-Aktivitäten in Form von Roadshows und Konferenzteilnahmen dürfte dies zu einer spürbar erhöhten Sichtbarkeit des Unternehmens führen, wovon u.E. folglich auch der Aktienkurs stärker profitiert.

Fazit: Bislang bewegt sich OTRS vor allem aufgrund der geringen Marktkapitalisierung sowie der defensiv strukturierten IR-Aktivitäten außerhalb des Radars vieler institutioneller Investoren. Der Software-Hersteller verfügt über komplementäre und bereits international verbreitete Helpdesk- und ITSM-Lösungen. Angesichts der aussichtsreichen Wachstumsperspektiven, des allgemein intakten Branchensentiments sowie der beabsichtigten Intensivierung der Kapitalmarktkommunikation gehen wir von einem anhaltend positiven Newsflow aus. Dies dürfte unserer Ansicht nach entsprechend in einer Fortsetzung des Kursanstiegs resultieren.

SWOT

Die Stärken von OTRS liegen u.E. vor allem in dem ausgeprägten Know-how im Helpdesk- und ITSM-Markt infolge der rund 20-jährigen Sektorexpertise, einer äußerst diversifizierten und branchen- sowie größenunabhängigen Kundenstruktur sowie der grundsoliden Bilanzrelation. Das Marktumfeld bietet unter anderem durch die zunehmende Akzeptanz Cloud-basierter Technologien und die dynamische Nachfrage nach Automatisierungsdiensten in Geschäftsprozessen sowie einem effizienten Routineprozess in der Lösung von Service-Anfragen weiterhin erhebliche Wachstumschancen.

Die größten Schwächen und Risiken sehen wir vor allem im wettbewerbsintensiven Marktumfeld. Dies könnte für die Erreichung charakteristischer „SaaS-Margen" zum Risiko werden. Hinsichtlich des Eintritts in neue Märkte ergeben sich zudem Ausführungsrisiken, insbesondere angesichts eines derzeit nicht vorhandenen Vertriebs- und Partnernetzwerks.

Stärken

- Wiederkehrende „as-a-Service-Umsätze" von bereits 91,2% in 2020 sorgen für Stabilität und eine hohe Planbarkeit der Zahlungsströme.
- Das Produkt- und Leistungsportfolio von OTRS adressiert eine größen- und branchenunabhängige Kundenstruktur. Auf Konzernebene bedient die Gesellschaft über 700 B2B-Kunden mit rund 1.000 Verträgen. Auf die zehn größten Kunden entfällt lediglich ein Anteil des Vertragsvolumens (TCV) in Höhe von 9,5%.
- Die bereits vollzogene Internationalisierung mit fünf aktiven Töchtern außerhalb der EMEA-Region offenbart die unternehmerische Flexibilität von OTRS.
- OTRS ist zur Weiterentwicklung des Geschäfts bilanziell äußerst solide aufgestellt. Das Unternehmen verfügt über eine hohe Netto-Liquidität je Aktie von 2,02 Euro zuzüglich 0,51 Euro Rückdeckungsversicherung. Durch das rein organische Wachstum enthält die Bilanz zudem keinen akquisitionsbedingten Goodwill.
- Das weitgehend konjunkturunabhängige Geschäftsmodell und die finanzstarke Positionierung mit hoher Cash-Generation untermauern die Krisenfestigkeit.

Schwächen

- Im internationalen Helpdesk- und ITSM-Markt gehört OTRS zu den kleineren Wettbewerbern. Daher verfügen viele Konkurrenten über eine breitere Kundenbasis, höhere Bekanntheit sowie größere Finanzkraft. Trotz renommierter Referenzen begrenzt dies u.E. die Preissetzungsmacht der Gesellschaft.
- Ebenso ist das Leistungsangebot einiger Wettbewerber umfassender. Beispielsweise offeriert OTRS noch kein Financial Management im ITSM-Bereich oder Chatbots im digitalen Kundenservice.
- Viele B2B-Kunden wählen ihre Software-Anbieter auf der Grundlage von Markt- und Wettbewerbsstudien aus (z.B. Gartner, Forrester Research). Bislang konnte OTRS über diese Kanäle noch keine Visibilität erlangen.
- Bislang erfolgen nahezu sämtliche Verkäufe direkt, da OTRS noch über kein konzeptionelles Netzwerk von Vertriebs- und Implementierungspartnern verfügt.
- Der geringe Streubesitz und die vergleichsweise niedrige Marktkapitalisierung führen zu einer eingeschränkten Liquidität in der Aktie.

Chancen

- Aufgrund einer veränderten Erwartungshaltung für Service-Management-Prozesse, der zunehmenden Nutzung von Cloud Computing sowie einer stärkeren Bedeutung von IT-Sicherheit dürften die für OTRS relevanten Marktsegmente weiterhin mit attraktiven Raten wachsen.
- Angesichts des strukturell intakten Marktwachstums, der internationalen Unternehmenspräsenz sowie des steigenden Anteils wiederkehrender Umsätze sollte das Geschäftsmodell weiter skalieren und eine signifikant höhere Marge ermöglichen.

- Die erfolgreiche Implementierung eines Partner- und Kooperationsnetzwerks könnte dazu führen, dass die Bekanntheit und Marktakzeptanz der OTRS-Software zunehmen. Letztlich würde dies zu einem stärkeren Kundenwachstum sowie damit einhergehenden Umsatzsteigerungen führen.
- Aufgrund des umfangreichen IT-Know-hows und der noch geringen Marktkapitalisierung ist OTRS ein Übernahmekandidat für andere Branchenplayer und Marktkonsolidierer, zumal die beiden Ankeraktionäre André Mindermann (CEO) und Burchard Steinbild (AR-Vorsitzender) ca. 70% der Unternehmensanteile halten. Insbesondere angesichts der umfassenden Wachstumschancen ist diese Maßnahme laut Management jedoch keine relevante Handlungsoption.
- Die weitere Internationalisierung und Ausweitung der bestehenden ausländischen Geschäftsbeziehungen bieten erhebliches Umsatzpotenzial. OTRS ist weltweit verfügbar und wird bereits in einer Vielzahl von Ländern genutzt.
- Mit der erstmaligen Dividendenzahlung (0,07 Euro je Aktie für das Geschäftsjahr 2020) könnte die OTRS-Aktie zunehmend in den Fokus dividendenaffiner Investoren rücken. Aufgrund der Wachstumspläne und damit einhergehender Investitionen dürfte die Dividendenrendite u.E. jedoch zumindest kurz- bis mittelfristig keine enormen Sprünge vollziehen.

Risiken

- Im Bereich der Helpdesk- und ITSM-Tools bestehen für B2B-Kunden teilweise geringere Wechselkosten als bei anderen Software-Lösungen (z.B. ERP-Systemen). In Verbindung mit der überwiegend homogenen Software-Funktionalität im fragmentierten Marktumfeld liegt eine hohe Wettbewerbsintensität vor.
- OTRS versteht sich als direkter Wettbewerber von den „Big Five des ITSM-Marktes“ (u.a. ServiceNow, Atlassian und BMC Software). Gleichzeitig sieht sich die Branche immer komplexeren und aufwändigeren Auswahlverfahren auf Kundenseite gegenüber. Dadurch verfügen Interessenten u.E. über eine ausgeprägte Preis- und Markttransparenz. Konkurrenten mit größeren finanziellen Ressourcen könnten Marktanteile zu Lasten von OTRS gewinnen.
- Lösungen zum Prozess- und Kommunikationsmanagement sind einer hohen Geschwindigkeit des technologischen Wandels ausgesetzt. Disruptive Neuerungen mit einer sich verschärfenden Wettbewerbssituation erscheinen möglich. Die Forschungs- und Entwicklungskosten (R&D) sind bei OTRS bereits von 13,7% des Umsatzes in 2015 sukzessive auf 27,0% der Erlöse in 2020 angestiegen.
- Um die Kundenbindungsrate weiterhin hochzuhalten, ist die Bereitstellung einer performanten Software-Plattform unabdingbar. Technische Probleme, Systemausfälle oder Cyber-Angriffe auf die OTRS-Systeme könnten zu einer steigenden Kündigungsrate und deutlichen Umsatzeinbußen führen.
- Wenngleich die Corona-Pandemie grundsätzlich eine Sonderkonjunktur bei der Implementierung digitaler Prozesse und Cloud-Lösungen bewirkt, reduzieren viele Unternehmen infolge der Kontaktbeschränkungen Investitionen für auf Wachstum oder Transformation abzielende Initiativen. Die teilweise verhaltene Aktionsbereitschaft könnte vor allem in Zeiten neuer Virusvarianten und Lockdowns in einer geringeren Wachstumsdynamik resultieren.
- In 2021 gab es nach Angabe von Bitkom 96.000 offene IT-Stellen in Deutschland (vs. 43.000 in 2015). Bereits 65% der Unternehmen (+10 PP vs. 2015) bestätigen den Fachkräftemangel. Auch für OTRS stellt dies eine Herausforderung dar.
- Hinsichtlich des Aufbaus weiterer Auslandsmärkte ergeben sich Ausführungsrisiken, insbesondere wenn die Kunden ausschließlich über eigene Ressourcen adressiert werden.

BEWERTUNG

Wir haben die Bewertung von OTRS anhand eines DCF-Modells durchgeführt und zur Plausibilisierung eine Peergroup-Analyse herangezogen. Die Annahmen des DCF-Modells und die Peergroup werden im Folgenden dargestellt.

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die attraktiven Wachstumsperspektiven von OTRS. In den kommenden Jahren wird das Unternehmen u.E. insbesondere von einem strukturellen Nachfragewachstum nach Automatisierungsdiensten in Geschäftsprozessen sowie einem effizienten Routineprozess in der Lösung von Service-Anfragen profitieren. Ebenso bieten der Aufbau eines Partnernetzwerks sowie die weitere Internationalisierung erhebliches Erlöspotenzial. Wir erwarten jeweils Umsatzanstiege im niedrigen zweistelligen Prozentbereich (CAGR 2021e-2026e: 12,9%). Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,2% unterstellt. Unsere Planungen beinhalten dabei lediglich das organische Wachstumspotenzial. Grundsätzlich halten wir es für möglich, dass OTRS zur Erschließung weiterer Regionen, zur Erweiterung des Produktportfolios oder für die Gewinnung von Fachkräften das operative Geschäft auch durch Übernahmen stärkt.

Ergebnisseitig gehen wir davon aus, dass sich trotz einer zunächst noch erhöhten Personalkostenquote von > 60% Skaleneffekte realisieren lassen. Dadurch sollte sich das EBIT-Margenniveau, bereinigt um aktivierte Eigenleistungen, in Anbetracht des auf absehbare Zeit sehr vorteilhaften Marktumfelds sukzessive erhöhen. Zur Berechnung des Terminal Value legen wir eine EBIT-Marge von 20,0% zugrunde.

Aufgrund einer vergleichsweise eingeschränkten Datenbasis infolge noch nicht publizierter Konzernabschlüsse berücksichtigen wir die fünf aktiven **Tochtergesellschaften** lediglich mit einem Wertansatz in Höhe des 2,5-fachen des zuletzt berichteten Umsatzes. Das Multiple stellt sowohl einen Bewertungsabschlag auf die zur Plausibilisierung herangezogenen Vergleichsunternehmen als auch auf die intrinsische Bewertung der OTRS AG dar. Angesichts von Gesamterlösen i.H.v. 1,7 Mio. Euro in 2020 leisten die Töchter somit derzeit einen **positiven Wertbeitrag von 4,2 Mio. Euro**. Der bislang von den Vertriebseinheiten an die OTRS AG geleistete Verrechnungspreis (Transfer Pricing) ist mit 214 Tsd. Euro in 2020 bzw. 108 Tsd. Euro in 2019 noch recht gering und wurde von uns auf AG-Ebene bewusst nicht eliminiert. Demnach leisten im Gegenzug Mitarbeiter auf der Payroll der OTRS AG teilweise Entwicklungs- und Serviceleistungen für die Töchter. Sonstige direkt zurechenbare OPEX wie z.B. Server- und Reisekosten werden von den Auslandsgesellschaften jedoch nahezu in äquivalenter Höhe über die Position „sonstige betriebliche Erträge“ an die AG erstattet (Anteil der Kostenweiterbelastungen an diesem GuV-Posten: 23,7% in 2020). Von der OTRS AG geleistete Kapitalzuführungen (z.B. Kapitalerhöhung oder Darlehensvergabe) werden im Investitions-Cashflow unter „Finanzanlageinvestitionen“ ausgewiesen. Weitere Cash-Abflüsse sind für die bestehenden Auslandsgesellschaften nach Unternehmensangaben aufgrund der nun etablierten Marktstellung nicht zu erwarten.

Das verwendete Beta von 1,6 reflektiert einerseits das weitgehend konjunkturunabhängige Geschäftsmodell sowie die solide Bilanzstruktur des Unternehmens. Andererseits wird die im Vergleich zu anderen Anbietern geringere Bekanntheit der Helpdesk- und IT-Service-Management-Suite und die derzeit niedrige Handelsliquidität der OTRS-Aktie berücksichtigt.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 40% ergibt sich ein WACC von 9,0%.

Für die OTRS AG ermittelt sich aus dem DCF-Modell ein **fairer Wert je Aktie von 24,00 Euro,** was ein **Upside von rund 60%** impliziert. Auf die fünf Tochtergesellschaften entfällt dabei ein Eigenkapitalwert von 2,19 Euro je Aktie. Das entspricht einen Anteil am Kursziel von 9,1%, obwohl die Vertriebsgesellschaften einen konzernweiten TCV-Beitrag von etwa 16% leisten. Somit lässt sich deren Berücksichtigung u.E. als konservativ beurteilen. Auch das EV/EBIT 2023e von 14,9x sowie die FCF-Yield 2023e von 7,3% lassen die derzeitige Bewertung nicht teuer erscheinen.

DCF Modell

Angaben in Mio. Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Terminal Value
Umsatz	**10,7**	**11,8**	**13,4**	**15,2**	**17,3**	**19,6**	**22,2**	**22,7**
Veränderung	*10,2%*	*10,3%*	*13,4%*	*13,9%*	*13,8%*	*13,3%*	*13,0%*	*2,2%*
EBIT	**1,5**	**1,5**	**1,7**	**2,2**	**2,8**	**3,9**	**5,0**	**4,5**
EBIT-Marge	14,1%	12,8%	12,4%	14,3%	16,4%	19,8%	22,3%	20,0%
NOPAT	**1,0**	**1,0**	**1,1**	**1,5**	**2,0**	**2,7**	**3,4**	**3,2**
Abschreibungen	**0,7**	**0,8**	**0,9**	**0,9**	**0,9**	**0,9**	**0,9**	**0,9**
in % vom Umsatz	*6,3%*	*6,7%*	*6,7%*	*6,2%*	*5,2%*	*4,4%*	*4,0%*	*4,0%*
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	0,5	0,5	0,7	0,9	0,9	1,0	1,1	0,0
- Investitionen	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Investitionsquote	*8,4%*	*7,6%*	*6,7%*	*5,9%*	*4,9%*	*4,4%*	*4,0%*	*4,0%*
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	**1,3**	**1,5**	**1,8**	**2,5**	**2,9**	**3,7**	**4,5**	**3,2**
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Present Value	1,3	1,4	1,5	1,9	2,1	2,4	2,7	25,9
Kumuliert	**1,3**	**2,7**	**4,2**	**6,1**	**8,2**	**10,7**	**13,4**	**39,3**

Wertermittlung (Mio. Euro)	
Total present value (Tpv)	39,3
Terminal Value	25,9
Anteil vom Tpv-Wert	66%
Verbindlichkeiten	0,0
Liquide Mittel	2,7
Eigenkapitalwert	42,1
inkl. Aufschlag Töchter	**46,3**
Aktienzahl (Mio.)	1,92
Wert je Aktie (Euro)	**24,14**
+Upside / -Downside	**61%**
Aktienkurs (Euro)	15,00

Modellparameter	
Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	4,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,60
WACC	9,0%
ewiges Wachstum	2,2%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen		
Kurzfristiges Umsatzwachstum	2021-2024	12,5%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2021-2027	12,9%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2028	2,2%
EBIT-Marge	2021-2024	13,4%
EBIT-Marge	2021-2027	16,0%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2028	20,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum

WACC	1,45%	1,95%	**2,20%**	2,45%	2,95%
9,50%	21,58	22,32	22,72	23,15	24,12
9,25%	22,17	22,97	23,41	23,88	24,93
9,00%	22,80	23,66	**24,14**	24,66	25,82
8,75%	23,47	24,41	24,93	25,50	26,78
8,50%	24,19	25,21	25,79	26,41	27,83

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2028e

WACC	19,50%	19,75%	**20,00%**	20,25%	20,50%
9,50%	20,22	20,38	20,53	20,68	20,83
9,25%	20,89	21,05	21,21	21,37	21,53
9,00%	21,61	21,78	**24,14**	22,12	22,29
8,75%	22,39	22,56	22,74	22,92	23,10
8,50%	23,22	23,41	23,60	23,79	23,97

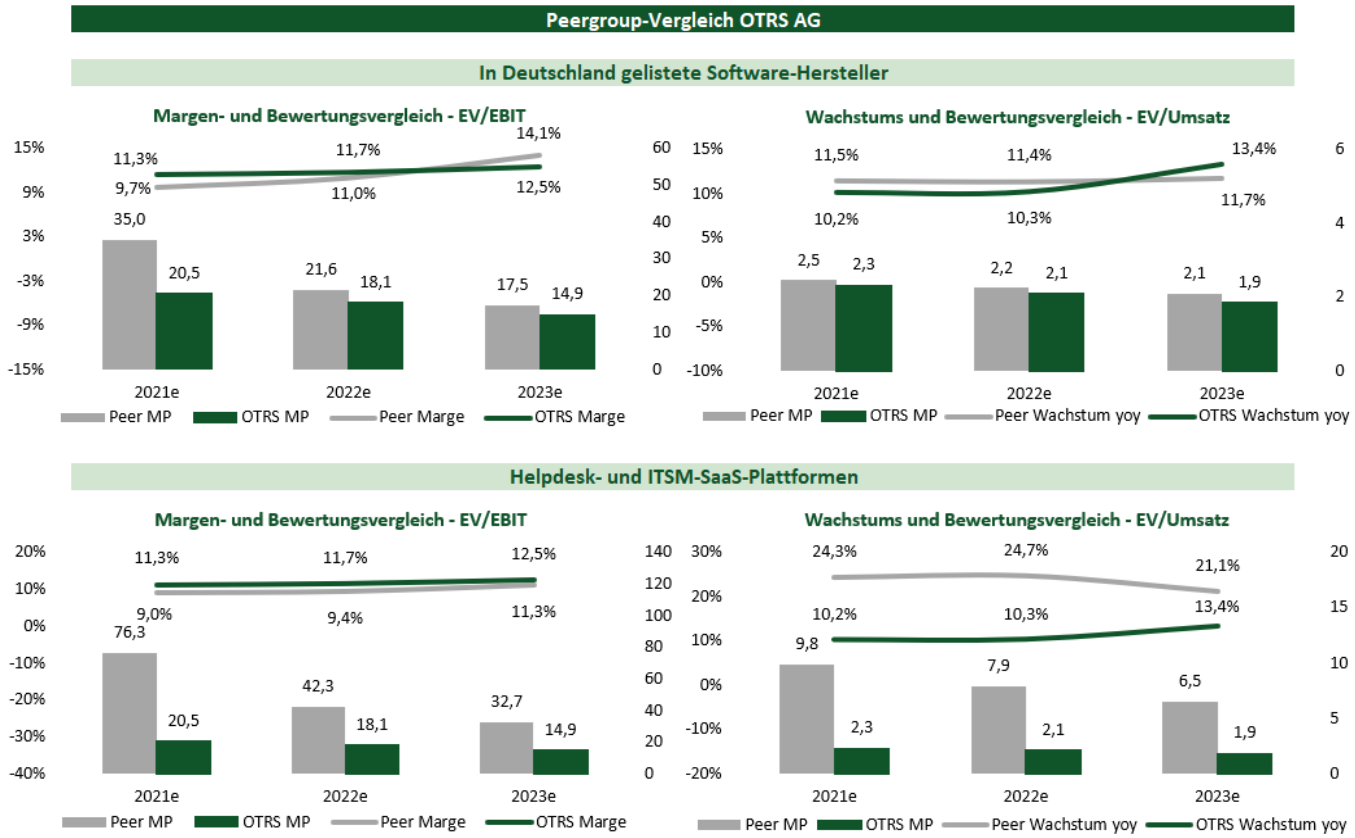
Peergroup-Vergleich

Die ganzheitliche Beurteilung der Branchenverhältnisse wird durch verschiedene Aspekte erschwert. So sind z.B. viele direkte Konkurrenten von OTRS nicht oder nur in einem anderen Land börsennotiert oder weisen ein Exposure in weiteren Geschäftsbereichen auf. Daher haben wir uns für eine zweigeteilte Peergroup entschieden.

(1) Zunächst vergleichen wir OTRS mit anderen in der DACH-Region beheimateten und profitablen Software-Herstellern. Die Vergleichsgruppe besteht aus 13 Gesellschaften.

(2) In einem weiteren Vergleich ziehen wir ergänzend sieben Software-Unternehmen heran, die zumindest überwiegend im Helpdesk- und ITSM-Bereich tätig sind bzw. hohe Berührungspunkte zu diesem Bereich aufweisen.

Die Peergroup-Analyse bestätigt die gegenwärtige Unterbewertung von OTRS. So notiert die Aktie hinsichtlich der Kennziffer EV/Umsatz mit einem Verhältnis von 1,9x auf Basis des Jahres 2023 unterhalb des durchschnittlichen Multiples der Wettbewerber von 2,1x (Peergroup 1) bzw. 6,5x (Peergroup 2). Auch bei Betrachtung der Kennzahl EV/EBIT lässt sich eine u.E. günstige Bewertung der Aktie erkennen (OTRS 2023e: 14,9x vs. Peergroup: 17,5x bzw. 32,7x).



Quelle: Capital IQ, Unternehmen, Montega; MP = Multiple

Insbesondere angesichts stark divergierender Top-Line Wachstumsraten sollte der Fokus u.E. auf die niedriger bewertete erste Vergleichsgruppe gerichtet werden. Unser DCF-basierter fairer Wert von rund 22,00 Euro (exklusive des Wertbeitrags der hier ebenso unberücksichtigten Tochtergesellschaften) lässt sich unter Hinzuziehung des negativen Working Capitals und somit eines vorfinanzierten operativen Wachstums untermauern.

Peergroup OTRS AG - in Deutschland gelistete Software-Hersteller

Unternehmen	Kurs	EV / Umsatz			Umsatzwachstum yoy		
	(LW)	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
USU Software AG	21,60	2,02	1,81	1,62	4,3%	11,3%	12,0%
Serviceware SE	12,15	1,23	1,08	0,93	10,4%	13,8%	15,4%
EQS Group AG	31,00	6,93	4,95	3,87	33,1%	40,0%	27,9%
GK Software SE	123,50	1,99	1,72	1,54	12,8%	15,5%	11,7%
SNP Schneider-Neureither & Partner SE	30,98	1,82	1,61	1,45	15,5%	13,4%	11,0%
CompuGroup Medical SE & Co. KGaA	49,32	3,20	3,03	2,89	22,0%	5,5%	4,8%
ATOSS Software AG	168,60	13,57	11,93	10,16	12,8%	13,8%	17,4%
Fabasoft AG	26,75	4,93	4,64	4,11	7,9%	6,2%	12,9%
Nemetschek SE	80,02	13,58	12,19	10,89	13,7%	11,4%	11,9%
Mensch und Maschine Software SE	54,40	3,51	3,15	2,85	9,0%	11,5%	10,5%
B+S Banksysteme Aktiengesellschaft	2,54	2,37	2,21	2,10	6,0%	7,3%	5,4%
INTERSHOP Communications Aktiengesellschaft	3,87	1,56	1,41	1,27	7,1%	10,4%	10,7%
PSI Software AG	35,90	2,46	2,25	2,10	11,5%	9,3%	7,4%
Median		2,46	2,25	2,10	11,5%	11,4%	11,7%
OTRS AG	**15,00**	**2,33**	**2,11**	**1,86**	**10,2%**	**10,3%**	**13,4%**
Potenzial/Differenz		6%	7%	13%	-1,3 PP	-1,1 PP	1,7 PP
Fairer Wert je Aktie (in Euro)		**15,75**	**15,87**	**16,65**			

Unternehmen	EV	EV/EBIT			EBIT-Marge		
	(Mio. LW)	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
USU Software AG	225,53	22,67	19,24	14,34	8,9%	9,4%	11,3%
Serviceware SE	98,17	81,81	24,54	13,83	1,5%	4,4%	6,8%
EQS Group AG	347,17	neg.	176,05	27,46	-7,1%	2,8%	14,1%
GK Software SE	263,58	12,66	11,83	10,12	15,7%	14,5%	15,2%
SNP Schneider-Neureither & Partner SE	302,04	61,73	21,62	15,25	2,9%	7,4%	9,5%
CompuGroup Medical SE & Co. KGaA	3.266,71	23,41	20,19	17,46	13,7%	15,0%	16,6%
ATOSS Software AG	1.317,15	48,60	45,69	36,84	27,9%	26,1%	27,6%
Fabasoft AG	271,50	19,55	21,13	16,88	25,2%	22,0%	24,4%
Nemetschek SE	9.217,58	53,68	50,18	42,51	25,3%	24,3%	25,6%
Mensch und Maschine Software SE	933,92	26,99	23,00	19,10	13,0%	13,7%	14,9%
B+S Banksysteme Aktiengesellschaft	24,74	118,93	35,34	24,74	2,0%	6,3%	8,5%
INTERSHOP Communications Aktiengesellschaft	56,01	43,09	21,56	16,26	3,6%	6,5%	7,8%
PSI Software AG	597,14	25,37	20,50	17,53	9,7%	11,0%	11,9%
Median		35,04	21,62	17,46	9,7%	11,0%	14,1%
OTRS AG	**24,9**	**20,51**	**18,08**	**14,88**	**11,3%**	**11,7%**	**12,5%**
Potenzial/Differenz		71%	20%	17%	1,6 PP	0,7 PP	-1,6 PP
Fairer Wert je Aktie (in Euro)		**24,19**	**17,54**	**17,26**			

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Peergroup OTRS AG - Helpdesk- und ITSM-SaaS-Plattformen

Unternehmen	Kurs	EV / Umsatz			Umsatzwachstum yoy		
	(LW)	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
USU Software AG	21,60	2,02	1,81	1,62	4,3%	11,3%	12,0%
Serviceware SE	12,15	1,23	1,08	0,93	10,4%	13,8%	15,4%
Zendesk, Inc.	123,88	10,36	8,18	6,54	30,0%	26,6%	25,0%
ServiceNow, Inc.	582,28	19,19	15,25	12,22	30,5%	25,8%	24,7%
salesforce.com, inc.	210,88	9,84	7,90	6,52	24,3%	24,7%	21,1%
HubSpot, Inc.	528,63	19,12	14,40	11,38	47,3%	32,8%	26,5%
Micro Focus International plc	3,79	1,56	1,68	1,74	-3,4%	-7,0%	-3,6%
Median		9,84	7,90	6,52	24,3%	24,7%	21,1%
OTRS AG	**15,00**	**2,33**	**2,11**	**1,86**	**10,2%**	**10,3%**	**13,4%**
Potenzial/Differenz		323%	274%	250%	-14,1 PP	-14,4 PP	-7,8 PP
Fairer Wert je Aktie (in Euro)		**56,97**	**50,64**	**47,51**			

Unternehmen	EV	EV/EBIT			EBIT-Marge		
	(Mio. LW)	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
USU Software AG	225,53	22,67	19,24	14,34	8,9%	9,4%	11,3%
Serviceware SE	98,17	81,81	24,54	13,83	1,5%	4,4%	6,8%
Zendesk, Inc.	13.862,21	137,71	107,61	69,69	7,5%	7,6%	9,4%
ServiceNow, Inc.	113.124,00	76,33	60,88	47,13	25,1%	25,0%	25,9%
salesforce.com, inc.	209.200,65	55,55	42,25	32,68	17,7%	18,7%	19,9%
HubSpot, Inc.	24.869,48	211,53	159,11	111,76	9,0%	9,0%	10,2%
Micro Focus International plc	4.533,41	5,06	5,62	5,59	30,9%	29,9%	31,2%
Median		76,33	42,25	32,68	9,0%	9,4%	11,3%
OTRS AG	**24,9**	**20,51**	**18,08**	**14,88**	**11,3%**	**11,7%**	**12,5%**
Potenzial/Differenz		272%	134%	120%	2,3 PP	2,2 PP	1,2 PP
Fairer Wert je Aktie (in Euro)		**50,33**	**32,36**	**30,53**			

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

OTRS strukturiert als Anbieter der gleichnamigen Helpdesk- und IT-Service-Management-Lösung (ITSM) die in- und externe Unternehmenskommunikation. Die Ticketing-Software war früher unter dem Namen „Open Ticket Request System“ bekannt und wurde bis Anfang 2021 mit einem begrenzten Leistungsumfang auch herstellerseitig als Open-Source-Variante unterstützt. OTRS ermöglicht B2B-Kunden insbesondere die performante Bearbeitung und Lösung von Service-Anfragen sowie eine Automatisierung und Digitalisierung von Geschäftsprozessen. Der Umsatzanteil des Kernprodukts beträgt etwa 95%. Das Portfolio wird um eine Security-Incident-Management-Software mit Sicherheitserweiterungen, ein Information-Security-Management-System (ISMS) sowie ein Advanced Analytics-Tool ergänzt. Durch eine zunehmende Einbindung externer Technologien avisiert OTRS den Ausbau hin zu einem Solution Management, infolgedessen weitere Kundenbedürfnisse adressiert werden sollen. Derzeit hat die OTRS AG 819 kostenpflichtige Kundenverträge mit einem jährlichen Vertragsvolumen von insgesamt 10,0 Mio. Euro abgeschlossen.

Key Facts

Ticker	TR9	**Umsatz**	9,7 Mio. Euro
Sektor	Anwendungssoftware	**EBIT***	0,8 Mio. Euro
Mitarbeiter	73	**EBIT-Marge***	8,7%
Kernkompetenz	Hersteller und weltweit größter Dienstleister der Helpdesk- und IT-Service-Management-Suite OTRS		
Aktive Standorte	Oberursel (Hauptsitz in Deutschland), Cupertino (USA), Mexiko-City (Mexiko), São Paulo (Brasilien), Budapest (Ungarn) und Singapur		
Kundenstruktur	Internationales sowie größen- und branchenunabhängiges B2B-Geschäft mit derzeit rund 700 Unternehmen (u.a. Deutsche Bahn, Lufthansa, TUI Cruises, ARD, BSI, Airbus, Bundeswehr, Doppelmayr, NASA, ENAV, GÉANT)		

Quelle: Unternehmen * exkl. aktivierte Eigenleistungen; Zahlen nur auf AG-Ebene; Stand: Geschäftsjahr 2020

Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

2001 Start des Open-Source-Projekts OTRS

2003 Gründung der OTRS GmbH und Erschließung des Wirtschaftsraums EMEA

2006 Gründung der OTRS Inc. im Zuge der US-Expansion

2007 Umfirmierung in OTRS AG

2009 Listing im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse

Erschließung des lateinamerikanischen Marktes

2010 Gründung einer Tochtergesellschaft in Mexiko

2011 Markteintritt in die Region Asien-Pazifik

2015 Zusätzliche Einführung der kostenpflichtigen OTRS Business Solution™ mit exklusiven Features und Service-Leistungen sowie einer Managed-Option

2016 Gründung von Tochtergesellschaften in Hongkong und São Paulo

2017 Gründung einer Niederlassung in Singapur

Produkt-Launch: STORM powered by OTRS

2018 Gründung einer Tochtergesellschaft in Ungarn

Umbenennung der kostenpflichtigen OTRS Business Solution™ in OTRS

Umbenennung der freien Variante in „Community-Edition“

Produkt-Launch: CONTROL powered by OTRS

2020 Release von OTRS 8 mit neuer und individualisierbarer Agenten-Oberfläche sowie direkten Schnittstellen zu Facebook, Twitter und LinkedIn

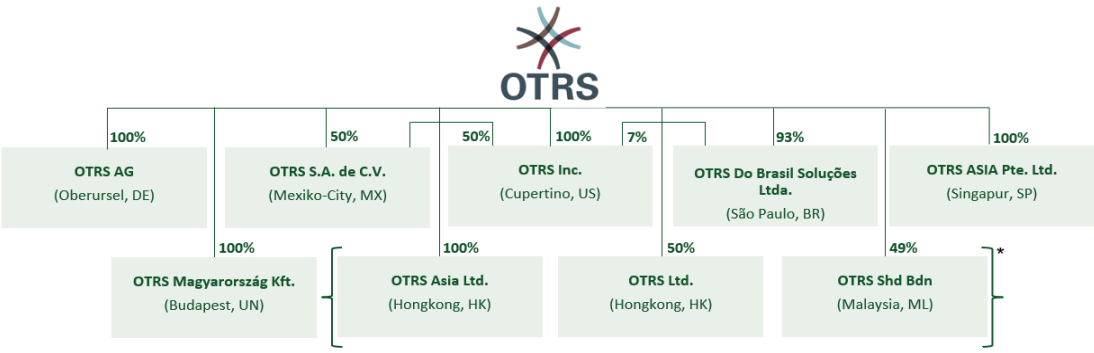
End-of-Life (EOL) der Community-Edition wird kurzfristig am 23. Dezember zum 01. Januar 2021 angekündigt

2021 Erstmalige Dividendenzahlung in der Unternehmenshistorie

Konsolidierungskreis

In der Organisationsstruktur des Unternehmens nimmt die OTRS AG die zentrale Rolle ein. Die inländische Gesellschaft bündelt sowohl die Produktentwicklung als auch die globale Vertriebssteuerung. Sämtliche verbundene Auslandseinheiten agieren vorwiegend als Vertriebsgesellschaft für ihre jeweilige Region. Aufgrund regulatorischer Vorschriften benötigen die Tochterunternehmen in Mexiko und Brasilien einen weiteren Gesellschafter, den die OTRS Inc. darstellt. Das operative Geschäft der Töchter OTRS Ltd. (50%), OTRS Shd Bdn (49%) und OTRS Asia Ltd. (100%) wurde infolge nicht erfolgreicher Partnerkonzepte bereits eingestellt. Daher wird die Region Asien-Pazifik zukünftig ausschließlich aus Singapur gesteuert. Für die Vermittlung eines den tatsächlichen Verhältnissen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Konzerns entsprechenden Bildes sind die drei Gesellschaften somit bedeutungslos.

Organisationsstruktur der OTRS AG



Quelle: Unternehmen; *operativer Geschäftsbetrieb bereits eingestellt

Geschäftsmodell und Segmentbetrachtung

Im Zentrum des Geschäftsmodells steht die Service-Management-Suite OTRS, die seit März 2020 in ihrer achten Version verfügbar ist. Im Zuge ihrer Entwicklung wurde ein besonderer Fokus auf vielfältige Personalisierungsmöglichkeiten und eine optimierte Benutzerführung gelegt. Die mögliche Vernetzung mit anderen Systemen (z.B. Projektmanagement- und CRM-Anwendungen) gewährleistet eine prozessübergreifende Bearbeitung und Verfolgung von Service-Anfragen. Das Hauptanwendungsgebiet des Kernprodukts OTRS erstreckt sich vor allem auf zwei Bereiche:

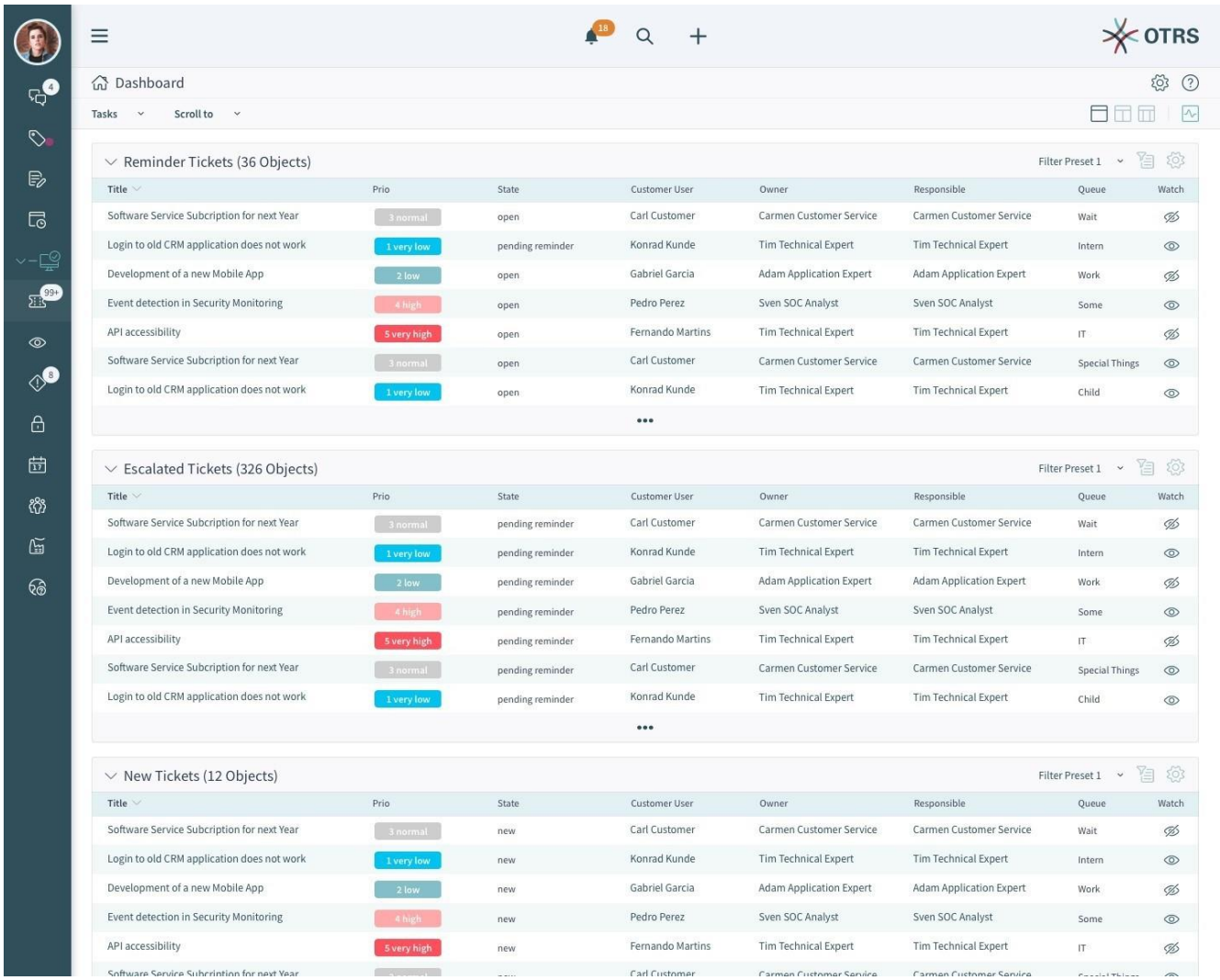
(1) Helpdesk- und Service-Management-Lösung für die Verwaltung von Tickets, Beschwerden, Support-Anfragen und anderen Arten von Berichten

OTRS legt insbesondere die Grundlage für eine effiziente Abarbeitung von IT-Service-Anfragen über verschiedene Kanäle hinweg. Das schließt beispielsweise sowohl die innerbetriebliche Arbeitsstrukturierung als auch die Abwicklung eines Reklamationsservices ein. So können IT-Servicemitarbeiter (Agenten) per E-Mail, Telefon, Social Media, Notizen oder SMS mit ihren Kunden (Benutzer) und anderen Agenten kommunizieren. Durch die hohe Flexibilität der OTRS-Software wurden repräsentative Kundenprojekte unter anderem in folgenden Anwendungsszenarien implementiert:

- Deutsche Bahn: Interne Verarbeitung und Visualisierung von Zugsverspätungen als Informationsgrundlage für die Schaffner
- ARD-Gruppe: Abwicklung interner Service-Anfragen bzgl. der Sendungsproduktion

- Lufthansa: Koordination von Kundenreklamationen sowie der Rückerstattung von gebuchten Flugtickets
- TUI Cruses: Mängeldokumentation mitsamt automatisierter Bestellauslösung der Ersatzteile und Ressourcenplanung für die Instandhaltung von Kreuzfahrtschiffen
- Mack Rides: Datenaggregation der Fahrgeschäfte inkl. ticketbasiertem Reporting von Störungen und ggf. Auslösung vorab definierter Eskalationsstufen

User Interface von OTRS 8



Quelle: Unternehmen

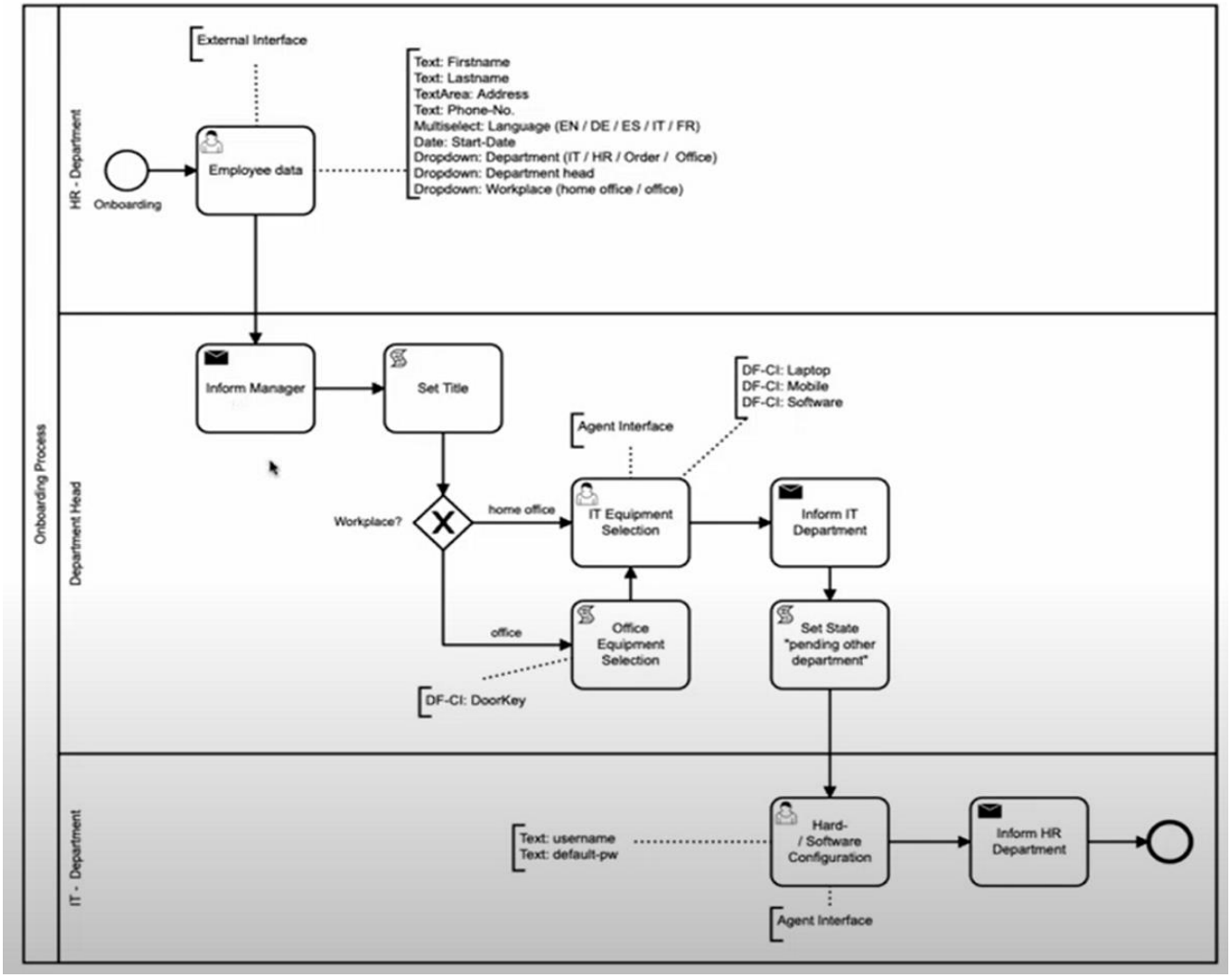
OTRS verfügt über eine modulare Struktur, sodass sämtliche Objekte, Listen, Widgets und Übersichten kundenseitig konfiguriert werden können. Die für ein effizientes Vorfall- und Problem-Management notwendigen Anforderungen werden durch den breiten Funktionsumfang abgedeckt. Dieser umfasst z.B. Prioritätskennzeichnung, Berücksichtigung von Service-Level-Vereinbarungen (SLAs), Wissensdatenbank-Artikel, Statistiken und Berichte, Rechtemanagement, revisionssichere Kommunikationsprotokolle, datei-übergreifende Anhänge, Benachrichtigungsservice für mehrere Agentengruppen oder Einzelpersonen, kalenderbasierte Terminverwaltung sowie eine Chat-Verfügbarkeit.

Die in Perl und Javascript geschriebene Software unterstützt darüber hinaus verschiedene Datenbanksysteme wie MySQL, PostgreSQL, Oracle sowie SQL Server und ist in nahezu sämtlichen Unternehmensbereichen einsetzbar. Der Log-in erfolgt über eine Web-Anwendung oder die für Android und iOS entwickelten Apps.

(2) Prozessdesign für eine Automatisierung und Digitalisierung von Geschäftsprozessen

Das Prozessmanagement wird zur übergreifenden Steuerung sämtlicher Service-Prozesse genutzt und dient vor allem der strukturierten Automatisierung, Digitalisierung und Professionalisierung von wiederkehrenden Geschäftsabläufen sowie Aufgaben. In dieser Hinsicht wird OTRS auch als Enterprise-Service-Management (ESM)- bzw. Business-Process-Management-Tool (BPM) eingesetzt. Anhand einer Prozesszeichnung, die mittels Drag & Drop erfolgt, sollen Workflows beschleunigt und menschliche Fehler verringert werden. Ein Ticket verhält sich in diesem Szenario wie ein Begleitdokument, das Veränderungen als Notizen empfängt. So wird vorab festgelegt, welchen Pfad die Tickets zurücklegen und welchem Agenten die Zuständigkeit der jeweiligen Prozessschritte obliegt. Exemplarisch folgt der in OTRS gezeichnete Prozesspfad eines Mitarbeiter-Onboardings:

Prozessdesign in OTRS 8



Quelle: Unternehmen

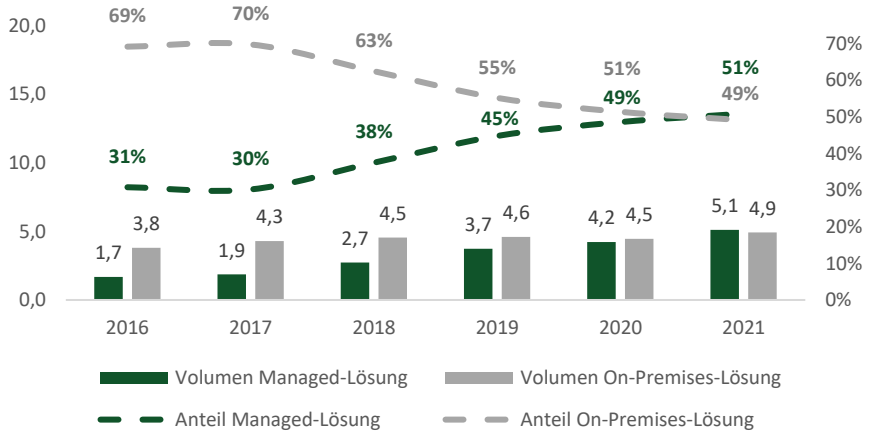
Grundsätzlich können durch das Prozessdesign sämtliche Betriebsabläufe verbessert werden. Dazu gehören z.B. Versand und Auswertung von Kundenbefragungen, Administration von Meetingräumen, Bearbeitung von Reiseanträgen oder IT-Ausrüstungsanfragen sowie das Rechnungsmanagement.

OTRS ist sowohl als gemanagte Cloud-Lösung als auch als On-Premises-Lösung verfügbar. Die gemanagte Version geht deutlich über das reine Hosting hinaus, bei der ein Software-Anbieter seinen Kunden meist nur Serverplatz zur Verfügung stellt, und umfasst folgenden Leistungsumfang:

- Hardwareseitiges Plattform-Management in zertifizierten Provider-Rechenzentren nach ISO/IEC 27001 und mit DSGVO-konformem Datenschutz
- Fernüberwachung und -verwaltung (Monitoring)
- Durchführung von Updates & Upgrades sowie Backups (z.B. für das verwendete Betriebssystem und die zugrundeliegenden Datenbanken)
- Vollständiges Applikations-Management für die Anwendung (u.a. Administration sowie Implementierung erforderlicher Patches)

Im Falle der On-Premises-Variante obliegt das Netzwerk-Management, die Verpflichtung und Einhaltung des Datenschutzes, die Erstellung von Backups sowie die Sicherstellung der Datenintegrität dem Kunden. Da die Software auf seinen Servern läuft, ist er auch für dessen Administration zuständig, was entsprechend mit zusätzlichen Kosten für Hardware-Anschaffung, Betrieb, Wartung und ggf. weiteren IT-Dienstleistungen verbunden ist. In 2021 erlangte das Vertragsvolumen der Managed-Lösung erstmals die Mehrheit am Total Contract Value (TCV) von OTRS. Aufgrund der zunehmenden Nutzung von Cloud Computing gehen wir von einer Fortsetzung dieser Entwicklung aus.

Managed- und On-Premises-Vertragsvolumen der OTRS AG
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Neben OTRS verfügt das Unternehmen noch über drei weitere Produkte:

Erweitertes Leistungsportfolio von OTRS

STORM powered by OTRS

CONTROL powered by OTRS

ADVANCED ANALYTICS

Quelle: Unternehmen

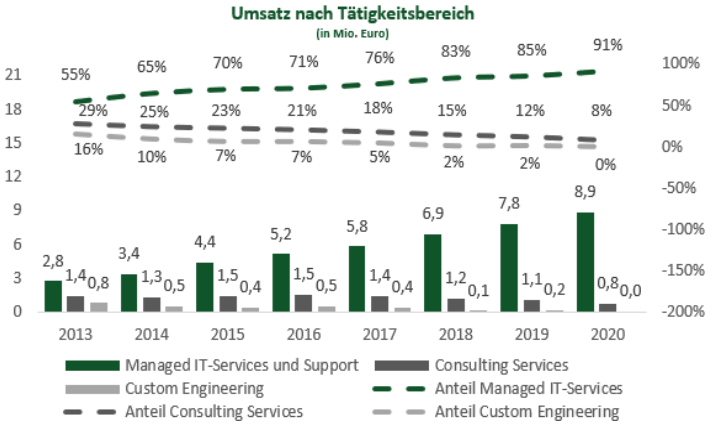
Die Security-Incident-Management-Software **STORM** ist ein SOAR-Tool (Security Orchestration, Automation and Response). Es ermöglicht seinen Kunden die Bedrohungserkennung aus verschiedenen Datenquellen und automatisierte Reaktionen auf definierte Sicherheitsereignisse. Die verbesserte Effizienz von Sicherheitsoperationen ist insbesondere für ein sogenanntes CERT (Computer Emergency Response Team) relevant. STORM ist somit eine um verschiedene Sicherheitserweiterungen angereicherte Variante des Kernprodukts „OTRS“. Dazu zählt beispielsweise die automatisierte Virenprüfung der Dateianhänge oder der Blacklist-Check von sämtlichen IP-Adressen. Der Umsatzanteil des Produkts liegt derzeit laut Management bei rund 5%. Kundenbeispiele sind die Bundeswehr, Airbus und das BSI.

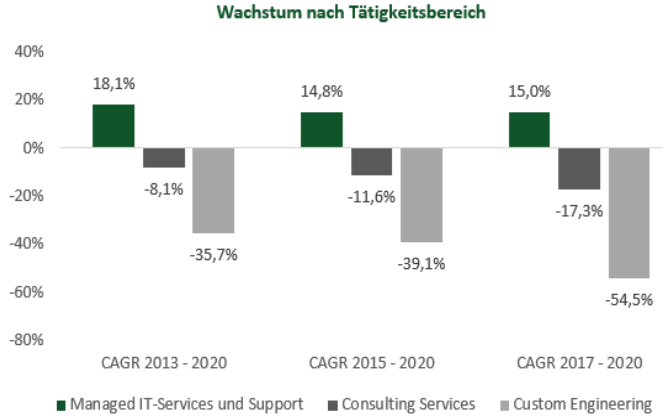
Das Information-Security-Management-System (ISMS) **CONTROL** richtet sich an Unternehmen, welche die ISO/IEC-Zertifizierung 27001 durchlaufen haben und somit Dokumentationen vorhalten müssen. Der internationale ISO-Standard umfasst Empfehlungen für verschiedenste Kontrollmechanismen im Bereich der Informationssicherheit. CONTROL verschafft Struktur in den Abläufen, ermöglicht eine revisionssichere Archivierung der Unterlagen und beinhaltet automatisierte Erinnerungen. Das Produkt durchläuft derzeit die letzten Entwicklungsschritte und erbringt somit bislang keine Erlöse.

ADVANCED ANALYTICS ruft kontinuierlich Daten aus dem angeschlossenen OTRS-System ab und wirkt durch eine analytische Auswertung in den Bereichen Entscheidungsfindung, Risikominimierung und Chancenerkennung unterstützend. Der Leistungsumfang geht über die bereits im Kernprodukt enthaltenen Reporting- und Statistikfunktionalitäten hinaus und liefert vielmehr nützliche Echtzeiterkenntnisse. Dafür werden die in OTRS registrierten Daten in Relationen gesetzt, Vergleiche gezogen und Abhängigkeiten ersichtlich gemacht. Praxisrelevante Anwendungsfälle liegen in Analysen zu Tickettrends, den getätigten Kommunikationsrunden, der Nützlichkeit von hinterlegten Wissensdatenbank-Artikeln, den Terminen sowie dem Kundenverhalten. Das Produkt befindet sich bei verschiedenen Kunden in der Testphase und erzielt somit ebenso noch keine externen Umsätze.

OTRS klassifiziert seine Geschäftstätigkeit in vier Segmente, wobei der Bereich „Übriges“ mit einem durchgängigen Umsatzanteil von unter 1% im Folgenden unberücksichtigt bleibt:

Segmentberichterstattung der OTRS AG





Quelle: Unternehmen

Das Segment **Managed IT-Services und Support (Anteil: 91%)** umfasst bislang ausschließlich Umsätze aus den Jahresverträgen von OTRS und STORM. Je nach ausgewähltem Leistungspaket erhält der Kunde pro Vertragsperiode u.a. eine divergierende Anzahl gleichzeitiger Benutzer und parallel installierbarer Feature-Add-Ons sowie verfügbarer Service-Anfragen. Für das Kernprodukt OTRS kann z.B. zwischen den Varianten Silber, Gold, Titan und Platin gewählt werden. STORM stellt mit AMBER und Red zwei Versionen bereit. Aufgrund der strategischen Maxime, sich überwiegend auf die wiederkehrenden Erlöse (Recurring Revenues) zu fokussieren, stellte das Segment zuletzt den einzigen Wachstumsbereich dar.

Die **Consulting Services (Anteil: 8%)** sind als unterstützende Hilfsumsätze zu sehen. So wird ein gewisser Beratungsumfang gewöhnlicherweise im Zusammenhang mit Neuvertragsabschlüssen geleistet. Dadurch wird mittelbar auch die künftige Steigerung der wiederkehrenden Erlöse initiiert.

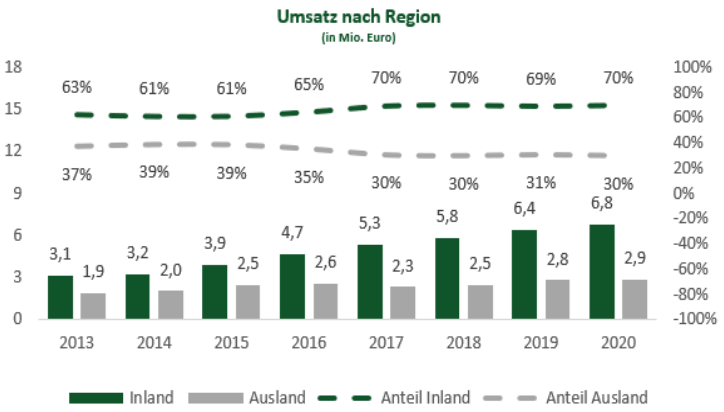
Im Geschäftsbereich **Custom Engineering (Anteil: 0%)** werden kundenspezifische Anpassungen und Entwicklungen durchgeführt. Dies geschieht aufgrund der unzureichenden Skalierbarkeit jedoch nur noch in Ausnahmefällen.

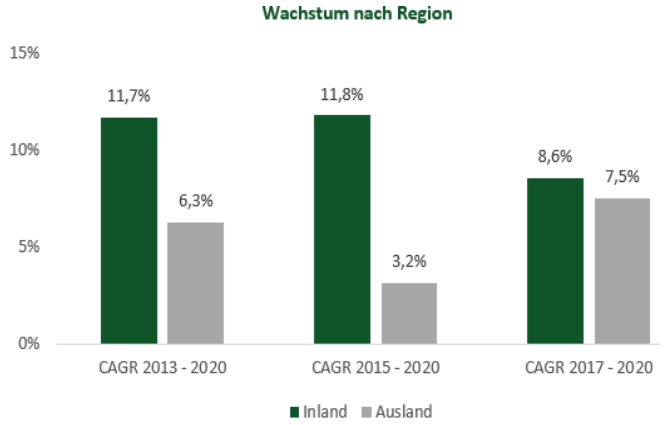
Zielmärkte, Vertriebsstruktur und Absatzregionen

Das OTRS-Portfolio ist bei den B2B-Kunden unabhängig von ihrer Größe und Branchenzugehörigkeit einsetzbar. Der Vertrieb erfolgt derzeit fast ausschließlich durch eigene Ressourcen, wenngleich die Initiierung eines Partnerkonzeptes Bestandteil der strategischen Agenda ist.

Bereits zwei Jahre nach dem Projektstart von OTRS wurde im Jahr 2003 die internationale Expansion mit Erschließung der EMEA-Region eingeläutet. Durch den offiziellen Einsatz als Helpdesk-System bei der NASA in 2005 gewann das Produkt spürbar an Popularität. Die Downloadstatistiken der Open-Source-Variante offenbarten laut Vorstand bereits frühzeitig die internationale Verwendung u.a. in Call- und Service-Centern. Mit heute fünf aktiven ausländischen Vertriebsgesellschaften wurde der Expansionskurs sukzessive fortgeführt. Folgende Geschäftsergebnisse bilden zunächst nur die Erlösverteilung der OTRS AG ab, weshalb sich der Auslandsumsatz ausschließlich auf die EMEA-Region bezieht.

Regionale Umsatzverteilung der OTRS AG





Quelle: Unternehmen

Daten zu den aktiven ausländischen Tochtergesellschaften in den USA, Brasilien, Ungarn, Mexiko und Singapur wurden aufgrund eines noch nicht vorhandenen Konzernabschlusses bislang nicht stringent publiziert. Das Gros der Verträge (MONe: 80%) entfällt zwar auf die OTRS AG, der ausländische Erlösanteil liegt demnach jedoch über den dargestellten 30%.

OTRS AG - Tochtergesellschaften		2017	2018	2019	2020	CAGR 17-20	Anteil 2017	Anteil 2020
OTRS Inc. (USA)	Umsatz extern	0,70	0,64	0,62	0,68	-1,0%	53,5%	39,4%
	EBT	-0,23	-0,30	-0,16	-0,04			
	EBT-Marge	*-33,2%*	*-46,3%*	*-25,4%*	*-5,9%*			
OTRS S.A. (Mexiko)	Umsatz extern	0,46	0,49	0,41	0,48	1,5%	35,4%	28,1%
	EBT	0,04	0,11	0,04	0,11			
	EBT-Marge	*7,6%*	*22,3%*	*8,7%*	*22,3%*			
OTRS Do (Brasilien)	Umsatz extern	0,10	0,08	0,11	0,17	21,0%	7,4%	9,9%
	EBT	-0,11	-0,06	-0,02	0,03			
	EBT-Marge	*-117,8%*	*-70,9%*	*-18,6%*	*18,7%*			
OTRS Magv. (Ungarn)	Umsatz extern			0,19	0,15	-	-	8,8%
	EBT			0,08	0,08			
	EBT-Marge			*43,6%*	*52,7%*			
OTRS Asia Pte. (Singapur)	Umsatz extern	0,05	0,20	0,18	0,24	70,8%	3,6%	13,7%
	EBT	-0,01	-0,11	-0,16	0,04			
	EBT-Marge	*-24,1%*	*-56,5%*	*-89,1%*	*16,3%*			
Summe	**Umsatz extern**	**1,31**	**1,42**	**1,52**	**1,72**	**9,7%**		
	EBT	**-0,32**	**-0,36**	**-0,22**	**0,22**			
	EBT-Marge	**-24,7%**	**-25,3%**	**-14,6%**	**12,7%**			

Quelle: Unternehmen; in Mio. Euro; * Für die Umrechnung wurde einheitlich der Wechselkurs vom 31.12.20 (1USD = 0,819 Euro) verwendet.

Laut OTRS erzielten die Töchter in 2020 einen Umsatz von 1,7 Mio. Euro. Das Vertragsvolumen lag zum Jahresende ebenso bei 1,7 Mio. Euro, was einen Konzern-Anteil von 16,0% bzw. einen Aufschlag auf den AG-Wert in Höhe von 19,0% widerspiegelt. Diese Parameter sind im Zuge einer Unternehmensbewertung der OTRS AG separat zu berücksichtigen.

	2016	2017	2018	2019	2020
Vertragsvolumen (TCV) OTRS AG	5,5	6,2	7,3	8,3	8,7
Vertragsvolumen (TCV) OTRS AG Töchter	1,2	1,2	1,4	1,6	1,7
Aufschlag durch TCV der Töchter	***22,0%***	***19,0%***	***18,8%***	***18,8%***	***19,0%***
Umsatz OTRS AG	7,3	7,6	8,3	9,2	9,7
Umsatz OTRS AG Töchter*		1,3	1,4	1,5	1,7
Aufschlag durch Umsatz der Töchter		***17,1%***	***17,0%***	***16,5%***	***17,7%***

Quelle: Unternehmen; * Für die Umrechnung wurde einheitlich der Wechselkurs vom 31.12.20 (1USD = 0,819 Euro) verwendet.

Management

Das operative Geschäft wird derzeit von einem dreiköpfigen Vorstand geführt.

André Mindermann ist seit August 2005 Vorstandsvorsitzender (CEO) der OTRS AG. Ebenso war er von 1998 bis 2009 Mitbegründer und Geschäftsführer der Enterprise Consulting GmbH, einer internationalen Beratungsgesellschaft für Informationsmanagement und Unternehmensorganisation. Eine starke Software-Expertise erlangte Herr Mindermann bereits in den Jahren 2001 bis 2003 als CEO von Techspan Enterprise, einem deutsch-indisch-amerikanischen Gemeinschaftsunternehmen mit Fokus auf Offshore-Software-Entwicklung.

Christopher Kuhn verantwortet seit Oktober 2011 als Chief Operations Officer (COO) die Bereiche Managed Services, Consulting sowie Sales von OTRS. Zuvor war er seit seinem Unternehmenseintritt im September 2005 als Vice President Global Consulting für den Vertrieb von Softwareberatung zuständig. Ebenso trieb Herr Kuhn in dieser Position durch das strategische Key-Account-Management die internationale Expansion der OTRS AG sukzessive voran.

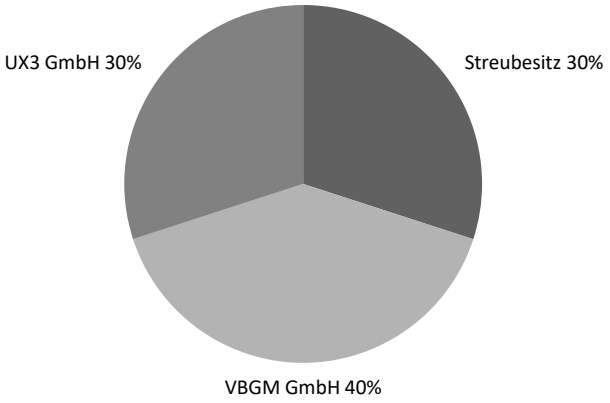
Sabine Riedel ist seit Juli 2012 Vorstandsmitglied der OTRS AG. Sie verantwortet die Bereiche Marketing und Personal. Nach ihrem Unternehmenseintritt in 2006 hatte Frau Riedel zuvor bei OTRS die Position des Vice President Global Human Resources inne. Umfangreiche Erfahrungen in den Themengebieten Unternehmensentwicklung und Führungskommunikation erlangte Frau Riedel auch durch die Leitung einer eigenen Trainings- und Beratungsgesellschaft in den Jahren 2003 bis 2012.

Aktionärsstruktur

Die Aktien der OTRS AG wurden im Dezember 2009 zum Handel im First Quotation Board der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen und anschließend im Juni 2012 in den Entry Standard einbezogen. Seit März 2017 notiert die Aktie im Basic Board (Freiverkehr), das als Auffangsegment für die Teilnehmer des eingestellten Entry Standards fungiert. Das Grundkapital des Unternehmens beträgt 1.916.300 Euro und ist dabei in ebenso viele Inhaberaktien eingeteilt.

Die Aktionärsstruktur ist im Wesentlichen von den Beteiligungen des Vorstandsvorsitzenden André Mindermann (VBGM GmbH) sowie des Aufsichtsratsvorsitzenden und Mitbegründers Burchard Steinbild (UX3 GmbH) geprägt. Die übrigen 30% befinden sich im Streubesitz.

Aktionärsstruktur der OTRS AG



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) OTRS AG*	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	**8,3**	**9,2**	**9,7**	**10,7**	**11,8**	**13,4**
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	0,5	1,0	1,3	0,8	0,8	0,8
Gesamtleistung	**8,8**	**10,2**	**11,0**	**11,5**	**12,6**	**14,2**
Materialaufwand	1,5	1,4	1,8	1,9	2,0	2,3
Rohertrag	**7,3**	**8,8**	**9,2**	**9,6**	**10,6**	**11,9**
Personalaufwendungen	4,8	5,6	5,9	6,5	7,2	8,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,9	1,9	1,4	1,3	1,5	1,7
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
EBITDA	**1,0**	**1,6**	**2,3**	**2,2**	**2,3**	**2,6**
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EBITA	**0,9**	**1,5**	**2,2**	**2,1**	**2,2**	**2,5**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
EBIT	**0,6**	**1,1**	**1,8**	**1,5**	**1,5**	**1,7**
Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	**0,6**	**1,1**	**1,8**	**1,5**	**1,5**	**1,7**
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**0,6**	**1,1**	**1,8**	**1,5**	**1,5**	**1,7**
EE-Steuern	0,1	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,4	0,8	1,2	1,1	1,1	1,1
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**0,4**	**0,8**	**1,2**	**1,1**	**1,1**	**1,1**
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	**0,4**	**0,8**	**1,2**	**1,1**	**1,1**	**1,1**

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

* Tochtergesellschaften werden nicht im AG-Abschluss konsolidiert

G&V (in % vom Umsatz) OTRS AG*	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
Bestandsveränderungen	-0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierte Eigenleistungen	6,5%	11,2%	13,4%	7,5%	6,8%	6,0%
Gesamtleistung	**106,4%**	**111,2%**	**113,5%**	**107,5%**	**106,8%**	**106,0%**
Materialaufwand	18,5%	15,1%	19,1%	17,8%	17,3%	17,0%
Rohertrag	**87,9%**	**96,0%**	**94,5%**	**89,7%**	**89,5%**	**89,0%**
Personalaufwendungen	57,5%	61,4%	60,3%	60,4%	60,9%	60,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	22,9%	20,6%	14,3%	12,5%	12,5%	12,5%
Sonstige betriebliche Erträge	4,3%	3,6%	4,0%	3,6%	3,5%	3,4%
EBITDA	**11,8%**	**17,7%**	**23,8%**	**20,4%**	**19,6%**	**19,1%**
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%
EBITA	**11,0%**	**16,9%**	**23,1%**	**19,7%**	**18,9%**	**18,5%**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,7%	3,6%	3,9%	4,7%	5,6%	6,1%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,5%	0,0%
EBIT	**7,1%**	**12,3%**	**18,2%**	**14,1%**	**12,8%**	**12,4%**
Finanzergebnis	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	**7,2%**	**12,3%**	**18,3%**	**14,2%**	**12,9%**	**12,5%**
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	**7,2%**	**12,3%**	**18,3%**	**14,2%**	**12,9%**	**12,5%**
EE-Steuern	1,8%	3,8%	5,8%	4,4%	4,0%	3,9%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	5,4%	8,5%	12,5%	9,8%	8,9%	8,6%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**5,4%**	**8,5%**	**12,5%**	**9,8%**	**8,9%**	**8,6%**
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	**5,4%**	**8,5%**	**12,5%**	**9,8%**	**8,9%**	**8,6%**

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

* Tochtergesellschaften werden nicht im AG-Abschluss konsolidiert

Bilanz (in Mio. Euro) OTRS AG*	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	1,9	2,7	2,9	3,0	3,0
Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Finanzanlagen	2,5	2,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Anlagevermögen	**4,0**	**4,8**	**6,7**	**6,9**	**7,0**	**7,0**
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,2	1,3	1,2	1,3	1,4	1,6
Liquide Mittel	1,9	2,4	2,7	4,0	5,3	6,7
Sonstige Vermögensgegenstände	0,3	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Umlaufvermögen	**3,4**	**4,2**	**4,5**	**5,9**	**7,2**	**8,9**
Bilanzsumme	**7,4**	**9,1**	**11,1**	**12,8**	**14,2**	**15,9**
PASSIVA						
Eigenkapital	**2,0**	**2,7**	**4,0**	**5,0**	**5,9**	**6,6**
Anteile Dritter	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Rückstellungen	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Sonstige Verbindlichkeiten	4,9	5,6	6,4	7,0	7,6	8,4
Verbindlichkeiten	**5,4**	**6,3**	**7,2**	**7,8**	**8,4**	**9,2**
Bilanzsumme	**7,4**	**9,1**	**11,1**	**12,8**	**14,2**	**15,9**

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

* Tochtergesellschaften werden nicht im AG-Abschluss konsolidiert

Bilanz (in % der Bilanzsumme) OTRS AG*	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	17,5%	20,9%	24,5%	22,9%	21,2%	18,8%
Sachanlagen	2,0%	1,5%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%
Finanzanlagen	34,3%	30,8%	34,1%	29,6%	26,7%	23,8%
Anlagevermögen	**53,8%**	**53,1%**	**59,9%**	**53,8%**	**49,2%**	**43,9%**
Vorräte	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16,8%	14,2%	10,6%	10,2%	9,9%	10,1%
Liquide Mittel	25,0%	26,2%	24,8%	31,6%	37,3%	42,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	4,5%	6,1%	4,9%	4,3%	3,9%	3,4%
Umlaufvermögen	**46,3%**	**46,5%**	**40,4%**	**46,0%**	**51,0%**	**55,9%**
Bilanzsumme	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
PASSIVA						
Eigenkapital	**26,6%**	**30,2%**	**35,7%**	**39,2%**	**41,2%**	**41,7%**
Anteile Dritter	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**
Rückstellungen	5,5%	6,3%	5,4%	4,6%	4,2%	3,7%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,7%	1,1%	1,5%	1,6%	1,4%	1,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	66,2%	62,0%	57,7%	54,4%	53,4%	53,1%
Verbindlichkeiten	**73,4%**	**69,4%**	**64,6%**	**60,6%**	**59,0%**	**58,1%**
Bilanzsumme	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

* Tochtergesellschaften werden nicht im AG-Abschluss konsolidiert

Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) OTRS AG*	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,4	0,8	1,2	1,1	1,1	1,1
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,9	0,5	0,9	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	**1,7**	**1,9**	**2,5**	**1,7**	**1,8**	**2,0**
Veränderung Working Capital	-0,2	-0,1	0,2	0,5	0,5	0,7
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	**1,5**	**1,8**	**2,8**	**2,2**	**2,4**	**2,7**
CAPEX	-0,6	-1,1	-1,4	-0,9	-0,9	-0,9
Sonstiges	-0,2	-0,3	-1,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	**-0,8**	**-1,4**	**-2,4**	**-0,9**	**-0,9**	**-0,9**
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,4
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	**-0,3**	**0,1**	**0,0**	**0,0**	**-0,2**	**-0,4**
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	**0,4**	**0,5**	**0,4**	**1,3**	**1,3**	**1,4**
Endbestand liquide Mittel	**1,9**	**2,4**	**2,7**	**4,0**	**5,3**	**6,7**

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

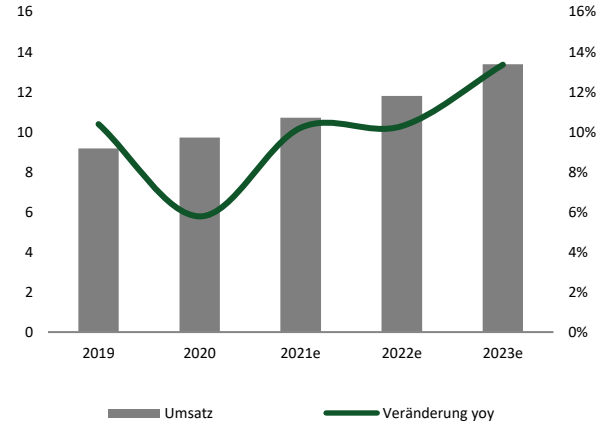
* Tochtergesellschaften werden nicht im AG-Abschluss konsolidiert

Kennzahlen OTRS AG*	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ertragsmargen						
Rohertragsmarge (%)	87,9%	96,0%	94,5%	89,7%	89,5%	89,0%
EBITDA-Marge (%)	11,8%	17,7%	23,8%	20,4%	19,6%	19,1%
EBIT-Marge (%)	7,1%	12,3%	18,2%	14,1%	12,8%	12,4%
EBT-Marge (%)	7,2%	12,3%	18,3%	14,2%	12,9%	12,5%
Netto-Umsatzrendite (%)	5,4%	8,5%	12,5%	9,8%	8,9%	8,6%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	223,6%	469,2%	224,1%	138,1%	197,4%	733,4%
ROE (%)	24,4%	39,7%	44,2%	26,5%	21,0%	19,6%
ROA (%)	6,1%	8,6%	11,0%	8,2%	7,4%	7,2%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-1,9	-2,4	-2,7	-4,0	-5,3	-6,7
Net Debt / EBITDA	-1,9	-1,5	-1,2	-1,9	-2,3	-2,6
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,9	-0,9	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	0,9	0,7	1,4	1,3	1,5	1,8
Capex / Umsatz (%)	10%	15%	24%	8%	8%	7%
Working Capital / Umsatz (%)	-33%	-34%	-36%	-37%	-38%	-38%
Bewertung						
EV/Umsatz	3,0	2,7	2,6	2,3	2,1	1,9
EV/EBITDA	25,3	15,4	10,7	11,4	10,8	9,7
EV/EBIT	42,1	22,1	14,1	16,4	16,4	15,1
EV/FCF	26,5	34,4	18,1	19,3	17,0	13,7
KGV	65,2	36,6	23,8	27,3	27,3	25,0
KBV	14,6	10,5	7,3	5,7	4,9	4,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,5%	0,7%	1,3%	1,6%

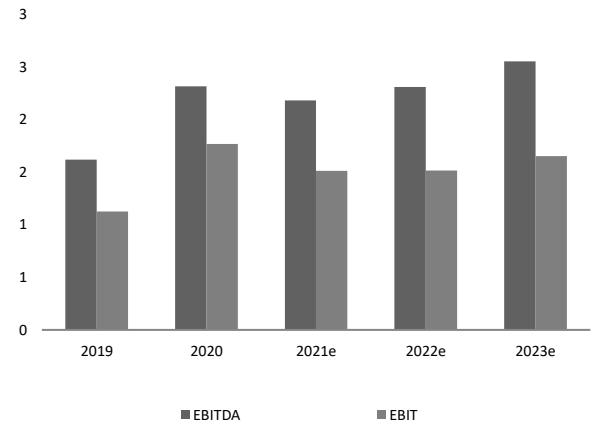
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

* Tochtergesellschaften werden nicht im AG-Abschluss konsolidiert

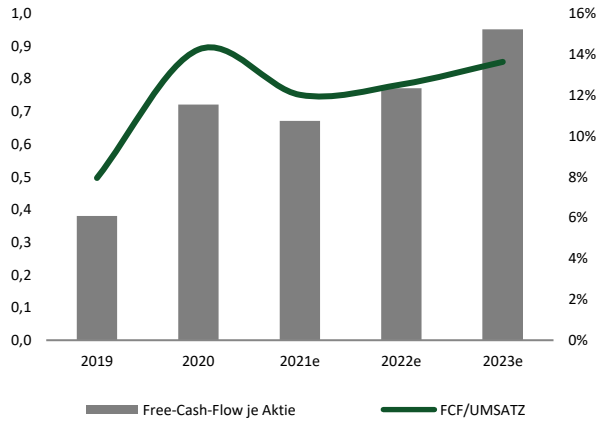
Umsatzentwicklung



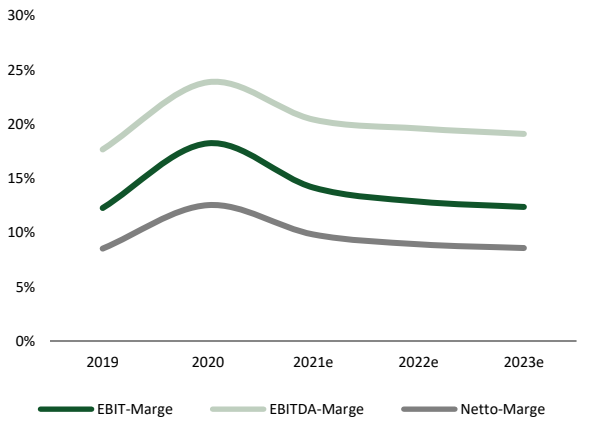
Ergebnisentwicklung



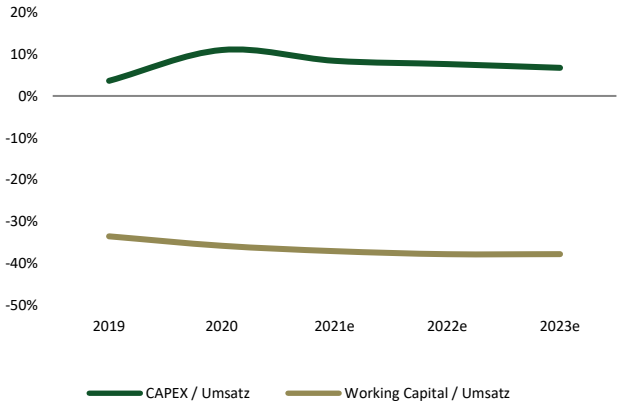
Free-Cash-Flow Entwicklung



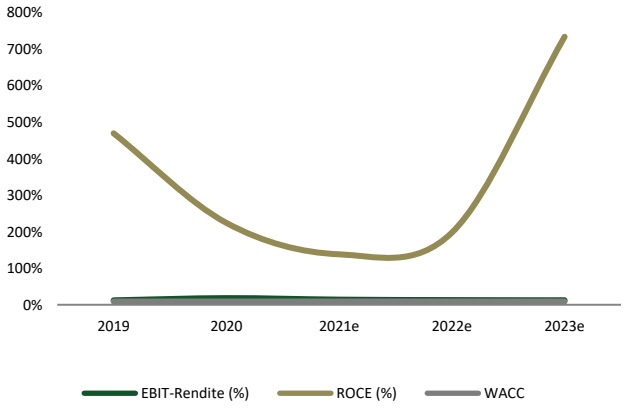
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsaussagen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechtigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 03.03.2022): Montega hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Informationsquellen: Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 03.03.2022): Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile: Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:
Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.
Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.
Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Graurheindorfer Str. 108	und	Marie-Curie-Str. 24-28
53117 Bonn		60439 Frankfurt

Kontakt Montega AG:
Schauenburgerstraße 10
20095 Hamburg
www.montega.de
Tel: +49 40 4 1111 37 80

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	03.03.2022	15,00	24,00	+60%