



Researchstudie (Update)



**„Rückkehr zum Wachstum in Q3;
weiteres Wachstum erwartet“**

Fairer Wert: 5,15 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite IV

Kaufen
Kursziel: 5,15

 aktueller Kurs: 4,30
 30.11.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

 Börsenkürzel: OSP2
 Aktienanzahl³: 10,521*
 * nach KE in Q3 2010

 Marketcap³: 45,24
 EnterpriseValue³: 32,43
³ in Mio. / in Mio. EUR
 Freefloat: 26,8 %

 Transparenzlevel:
 Prime Standard

 Marktsegment:
 Regulierter Markt

 Rechnungslegung:
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

 Designated Sponsor:
 VEM Aktienbank AG
 LBBW

Analysten:

 Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

 Christoph Schnabel
schnabel@gbc-ag.de

 * Katalog möglicher
 Interessenskonflikte auf
 Seite IV

USU Software AG ^{*5}
Unternehmensprofil

Branche: Software

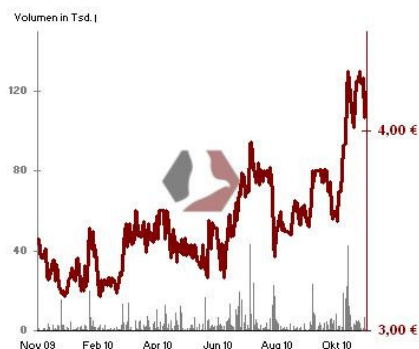
 Fokus: Business Service
 Management/Knowledge Business

Mitarbeiter: 307 Stand: 30.9.2010

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt



Die 1977 gegründete USU Software AG mit Sitz in Möglingen bietet als Spezialist für Business Service Management Anwendungen und Servicedienstleistungen im Rahmen ihres Produkt- und Servicegeschäftes. Mit ihren bekanntesten Produkten Valuation und USU KnowledgeCenter ist die USU Software AG in der Lage, den wachsenden technischen und kaufmännischen Anforderungen zu entsprechen und individuelle ganzheitliche Lösungen für ihre Kunden anzubieten. Mit dem Fokus auf Business Service Management als neuartigen strategischen Ansatz für Unternehmen ermöglichen die Produkte der USU Software AG die Konzentration auf die entscheidenden Kernprozesse sowie die Einbindung des Wertbeitrages der IT-Organisation in das Unternehmen. Mit der integrierten Software Suite Valuation haben die Kunden von USU die Möglichkeit einer effizienten Kostenplanung ihrer IT-Infrastruktur sowie der individuellen Anpassung der IT-Services an ihre Geschäftsanforderungen. Unternehmensweite Recherchen und die optimale Ausnutzung vorhandener externer Wissensquellen werden durch die USU KnowledgeCenter Suite ermöglicht.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	33,98	34,05	37,90	44,18
EBITDA	2,29	2,55	3,75	5,30
EBIT	0,97	0,45	2,07	3,36
Jahresüberschuss	1,29	1,55	1,96	2,71

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,12	0,15	0,19*	0,26*
Dividende je Aktie	0,15	0,15	0,15	0,20

* das EPS wurde auf Basis einer neuen Aktienzahl von 10,52 Mio. Stück berechnet

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,02	0,95	0,86	0,73
EV/EBITDA	15,10	12,74	8,64	6,12
EV/EBIT	35,74	71,59	15,65	9,65
KGV	34,96	29,26	23,07	16,70
KBV		0,99		

Finanztermine:
Datum: Ereignis

 09.12.2010: 10. MKK
 24.03.2011: Veröffentlichung GJ-Bericht
 19.05.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht
 30.06.2011: Hauptversammlung
 18.08.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht
 17.11.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**
Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

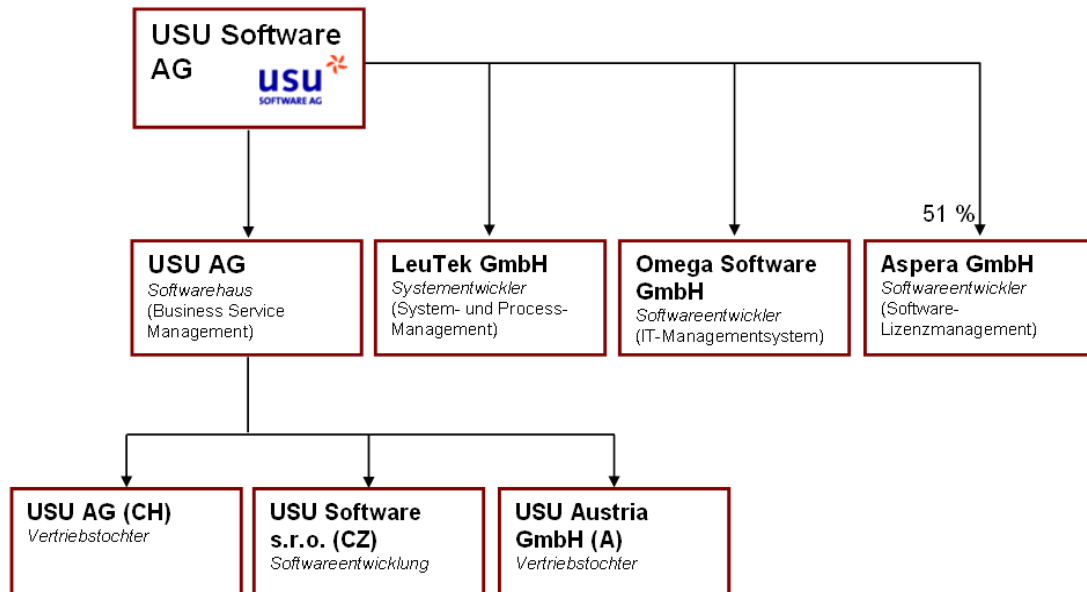
 26.8.2010: RS / 5,15 / KAUFEN
 12.7.2010: RS / 5,15 / KAUFEN
 31.5.2010: RS / 4,64 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

 ** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Konsolidierungskreis der USU Software AG zum 30.09.2010



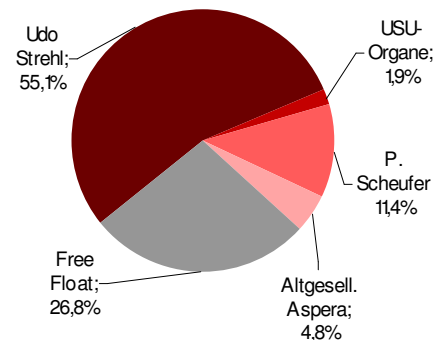
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aktionärsstruktur zum 25.11.2010

Anteilseigner (in %)	zum 11.11.2009	zum 25.11.2010
Udo Strehl/USPEG/WIZ-Stiftung	57,8 %	55,1 %
USU-Organen	2,0 %	1,9 %
Peter Scheufler	12,0 %	11,4 %
Altgesellschafter Aspera	-	4,8 %
Streubesitz	28,2 %	26,8 %

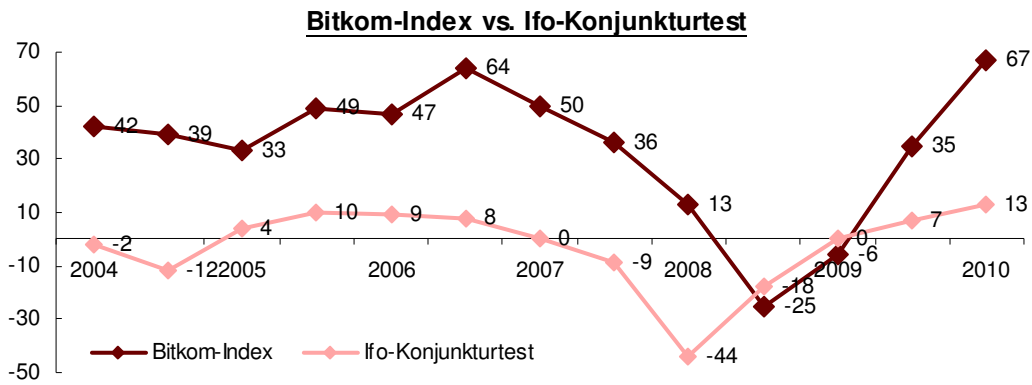
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aktionärsstruktur (25.11.10)



Markt und Marktumfeld - Erwartungen auf dem höchsten Stand seit 2001

Der BITKOM-Index, der die aktuellen Umfrageergebnisse hinsichtlich der Erwartungen zur künftigen Entwicklung in der IT- und Telekommunikationsbranche wiedergibt, kletterte auf den höchsten Stand seit dem Jahr 2001. Aufgrund einer spürbaren Verbesserung der Nachfrage stieg dabei der BITKOM-Index vom Vorquartalswert von 35 Punkte auf derzeit 67 Punkte an. Gleichmaßen sollen sowohl die höheren Auftragseingänge als auch daraus bedingt eine branchenweit gesteigerte Umsatzbasis für die aktuelle Entwicklung verantwortlich sein. Der Ifo-Konjunkturtest, der branchenübergreifend die Geschäftserwartungen zusammenfasst, zeigt ähnliche Tendenzen, wenn auch in einer geringeren Ausprägung.



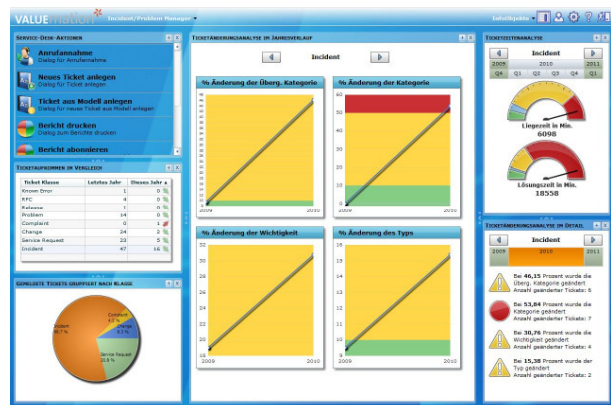
Quelle: BITKOM; ifo

Wichtig für die USU Software AG sind in diesem Zusammenhang die Teilmärkte Software und IT-Dienstleistungen, welche innerhalb der IT-Branche den höchsten Nachfrageanstieg verzeichnen konnten. Rund 83 % der zu diesen Teilbranchen gehörenden Unternehmen konnten steigende Umsätze vorweisen, wohingegen lediglich 70 % der Hardwarehersteller und 78 % der Hersteller von Kommunikationstechnik im Vergleich zum Vorjahresquartal ihre Umsätze steigern konnten.

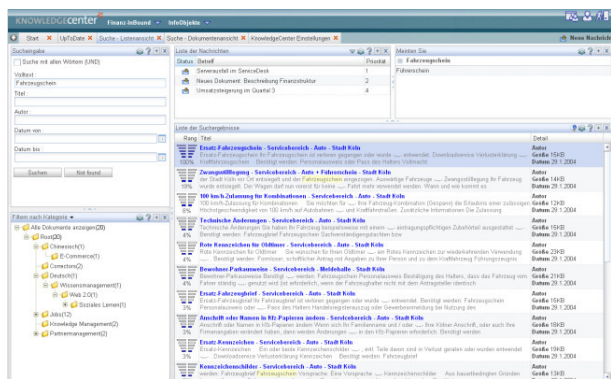
Von diesem Umfeld konnte die USU Software AG profitieren und eine Zunahme der Investitionsbereitschaft seitens der Kunden vorweisen. Die positive Entwicklung der IT-Branche haben wir als Basis für unsere weiteren Prognosen herangezogen.

USU-Produktbeispiele

Mit der Produktsuite *Valuation* werden die zentralen Aspekte des Business Service Management zur Unterstützung des effizienten und kostenoptimierten Einsatzes der IT im Mittelstand und in Großunternehmen abgedeckt. Mit *Valuation* können die USU-Kunden auf eine umfassende und modular aufgebaute Lösung zurückgreifen. IT Infrastructure Management, IT Service & Change Management, IT Event & Availability Management sowie das IT Finance Management sind die Kernbestandteile der neuen Produktsuite *Valuation 4*.



Der Bereich des Knowledge Business ist ein weiterer Kernbestandteil des USU-Leistungsspektrums. Die zentrale Lösung dieses Bereiches ist das *USU KnowledgeCenter*, eine modular aufgebaute und webbasierte Produktsuite für die Informationsbereitstellung in wissensintensiven Geschäftsprozessen. Im Verlauf des dritten Quartals erfolgte die Vollendung des Releases „*USU KnowledgeCenter 5.1*“.



Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung Q3 2010 - Turn-Around ist geschafft worden

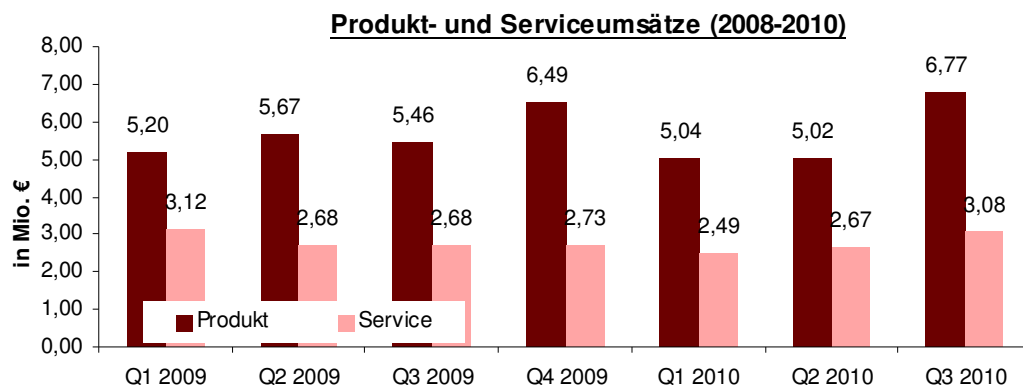
in Mio. €	Q3 2009	Δ 2009/2010	Q3 2010
Umsatz	8,15	+21,1 %	9,86
davon Umsatz - Produkt	5,46	+24,0 %	6,77
davon Umsatz - Service	2,68	+15,0 %	3,08

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - deutliche Steigerungen beim Produktgeschäft

Die USU Software AG konnte im abgelaufenen dritten Quartal eine deutliche Steigerung der Umsätze vorweisen. Über alle Geschäftsbereiche hinweg verbesserten sich die Umsätze auf 9,86 Mio. € (Q3/09: 8,15 Mio. €) und lagen damit um 21,1 % deutlich oberhalb des vergleichbaren Vorjahresquartals. Nachdem die ersten zwei Quartale des laufenden Geschäftsjahres 2010 noch wesentlich unter dem Einfluss einer noch geringen Investitionsbereitschaft der USU-Kunden standen, wird wieder eine Verbesserung der Auftragsabwicklung ersichtlich. Deutlich wird dies an der unterjährigen Umsatzentwicklung, die von 7,54 Mio. € (Q1/10) auf 7,69 Mio. € (Q2/10) und auf den aktuellen Wert von 9,86 Mio. € (Q3/10) anstieg und damit eine positive Tendenz aufweist.

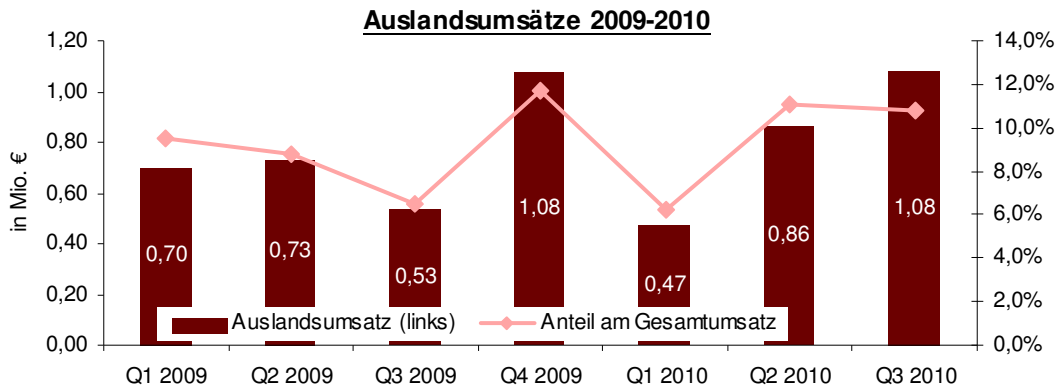
Diese Erhöhung lässt sich auf verschiedene Faktoren zurückführen, allen voran jedoch auf die Verbesserung des Unternehmenssegmentes „Produktgeschäft“, welches mit 6,77 Mio. € zu den Gesamtumsätzen beitrug. Im Vorjahr, als noch die größten Umsatzanteile im Schlussquartal erzielt wurden, lag das Umsatzniveau im vergleichbaren dritten Quartal 2009 bei 5,46 Mio. € und damit 24,0 % unterhalb der aktuell erzielten Umsätze. Hauptsächlich dafür verantwortlich zeichnet sich die Aspera GmbH, der neu erworbene Spezialist für Lizenzmanagement, welcher im dritten Quartal 2010 erstmalig zum Umsatz der USU Software AG beitrug. Unseren Schätzungen zufolge lag dieser bei etwa 1,00 Mio. €, eine Größenordnung, die in etwa den erzielten Quartalsumsätzen aus dem Vorjahr entspricht. Das bereinigte organische Wachstum dieses Segmentes gibt die erhöhte Investitionsbereitschaft, hier vor allem aus der Finanzbranche und der öffentlichen Hand, wieder.



Quelle: USU Software AG GBC AG

Auch die Serviceumsätze, die Umsätze des zweiten Geschäftsbereiches der USU Software AG, reihen sich in dieser Tendenz ein und steigerten sich gegenüber dem Vorjahr um 15,0 % auf 3,08 Mio. € (Q3/09: 2,68 Mio. €). Dieses Segment war in den letzten Quartalen von einem intensiven Preiswettbewerb gekennzeichnet, eine Situation, die sich auf die Umsätze belastend ausgewirkt hat. Darüberhinaus war die USU Software AG in der Lage, besonders margenschwache Aufträge nicht annehmen zu müssen. Daher fiel die Umsatzsteigerung in diesem Segment weniger dynamisch aus, dennoch verzeichnete die Gesellschaft positive Erträge aus diesem Geschäftsbereich.

Eine weitere wichtige Komponente der Unternehmensstrategie der USU Software AG ist das internationale Wachstum, welches in den letzten Geschäftsjahren eine hohe Priorität hatte. Als besonders chancenreiche Regionen wurden Osteuropa, Asien und die USA identifiziert. Eine zielführende Ansprache des osteuropäischen Marktes wurde bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 durch die Gründung einer Vertriebsgesellschaft in Wien, der USU Austria GmbH, umgesetzt. Darüberhinaus ist der Markteintritt über Vertriebspartnerschaften in Saudi-Arabien gelungen und die Gesellschaft dürfte noch im laufenden Geschäftsjahr 2010 die ersten nennenswerten Vertragsabschlüsse vermelden. Im erweiterten Fokus liegen als weltweit größter IT-Markt zudem die Vereinigten Staaten. Hier müsste die USU Software AG besonders vom Zukauf der Aspera GmbH profitieren, da der Markt für Lizenzmanagement in den USA als unterbesetzt gilt. Die neue Tochter generiert dabei bereits einen kleinen Umsatzanteil mit amerikanischen Kunden.



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die internationalen Umsätze konnten sich gegenüber dem Vorjahr auf 1,08 Mio. € (Q3/2009: 0,53 Mio. €) nahezu verdoppeln und lagen in etwa auf dem Rekordniveau des traditionell umsatzstarken vierten Quartals 2009. Zukünftig sollte diese Größenordnung nachhaltig erzielbar sein, eine Erwartung, die wir in unseren Prognosen berücksichtigt haben. Darüberhinaus erwähnenswert ist die Tatsache, dass die im Ausland generierten Umsätze primär dem margenstarken Produktgeschäft zuzuordnen sind.

Kosten-/Ergebnisentwicklung - Ergebnisanstieg bei steigenden Kosten

in Mio. €	Q3 2009	Δ 2009/2010	Q3 2010
EBITDA (Marge)	0,55 (6,7 %)	+103,1 %	1,11 (11,3 %)
EBIT (Marge)	0,27 (3,3 %)	+148,5 %	0,68 (6,7 %)
Konzernergebnis	0,27	+112,5 %	0,58
EPS	0,03	+112,5 %	0,06

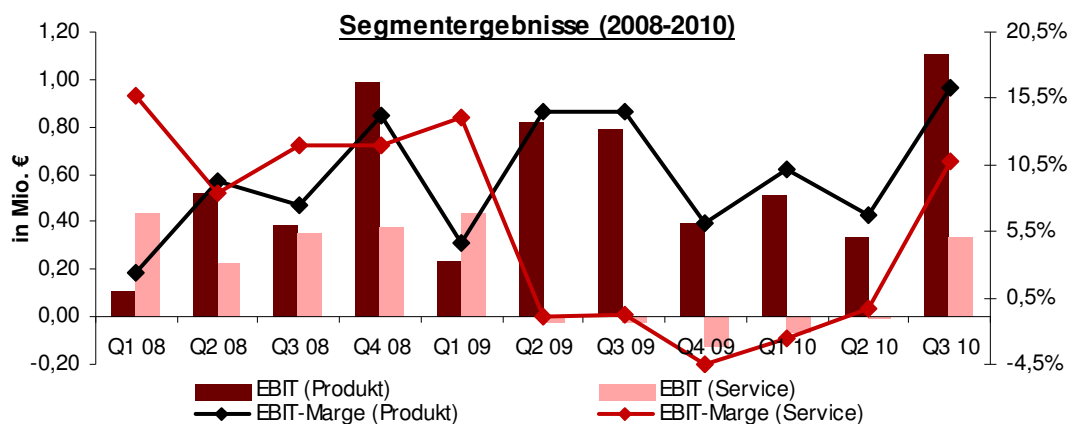
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die relative Umsatzstärke des margenstarken Produktsegments hat sich im abgelaufenen dritten Quartal 2010 überproportional positiv auf die Ertragsentwicklung der Gesellschaft ausgewirkt. Demnach verzeichnete die USU Software AG gegenüber dem Vorjahresquartal eine Verdoppelung des EBITDA auf 1,11 Mio. € (Q3/09: 0,55 Mio. €). Bezogen auf den Umsatz steigerte sich die EBITDA-Marge ebenfalls deutlich von 6,7 % (Q3/09) auf 11,3 % (Q3/10).

Diese Entwicklung ist das Ergebnis einer operativen Kostenbasis, die im Verhältnis zu den Umsätzen nur unterproportional zugelegt hat. Zwar stiegen die Herstellkosten des Umsatzes aufgrund des Ausbaus der Beratungsmannschaft (Erwerb der Aspera GmbH) um 0,64 Mio. € auf 4,86 Mio. € (Q3/09: 4,21 Mio. €) an, die bereits dargestellte Umsatzsteigerung konnte jedoch diese Entwicklung mehr als kompensieren. Gut erkennen kann man dies an der Bruttomarge, welche im dritten Quartal 2010 mit 50,8 % (Q3/09: 48,3 %) auf einem verhältnismäßig hohen Niveau lag. Auf Quartalsbasis ist dies gleichzeitig der beste Wert der letzten sieben Quartale.

Die nicht direkt den Umsätzen zurechenbaren Kostenpositionen (Verwaltungs-, Vertriebs-, Forschungsaufwendungen sowie sonstige betriebliche Aufwendungen) steigerten sich im Wesentlichen als Folge der Integration der Aspera GmbH von 3,26 Mio. € (Q3/09) um 23,6 % auf 4,03 Mio. €. In diesem Anstieg beinhaltet sind darüberhinaus die Anschaffungs- und Nebenkosten des Unternehmenserwerbs in Höhe von 0,17 Mio. €, welche direkt im dritten Quartal aufwandswirksam verbucht wurden.

Unter der Berücksichtigung der erhöhten Abschreibungen im Zusammenhang mit dem Unternehmenserwerb von 0,44 Mio. € (Q3/09: 0,28 Mio. €) konnte sich das EBIT auf 0,67 Mio. € (Q3/09: 0,28 Mio. €) nahezu verdreifachen. Die dazugehörige EBIT-Marge erreichte mit 6,9 % (Q3/09: 3,8 %) ebenfalls ein vielversprechendes Niveau. Wie bereits dargestellt, lässt sich dies hauptsächlich auf den hohen EBIT-Beitrag des Geschäftsbereiches Produkte zurückführen. Darüberhinaus verzeichnete das Servicegeschäft ebenfalls ein signifikantes Ergebniswachstum. Das nicht den Geschäftsbereichen zugeordnete EBIT belief sich im Q3 2010 auf -0,70 Mio. € (Q3/09: -0,49 Mio. €).



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Unterm Strich lag der Periodenüberschuss bei 0,58 Mio. € und damit um 0,31 Mio. € höher als im Vorjahresquartal. Damit verdiente die USU Software AG im dritten Quartal 0,06 € / Aktie (Q3/09: 0,03 €).

Bilanzielle Situation 30.09.2010 - Aspera-Kauf erhöht Bilanzsumme

Der Erwerb der Tochtergesellschaft Aspera GmbH hat zu Verschiebungen der bilanziellen Relationen der USU Software AG geführt. Insbesondere die langfristigen Vermögenswerte steigerten sich im Zuge der Transaktion von 34,10 Mio. € (31.12.09) auf 44,01 Mio. € (30.09.10). Hierhin enthalten ist sowohl die Erhöhung der immateriellen Vermögenswerte (Kundenstamm, Softwarerechte, Auftragsbestand etc.) um 2,74 Mio. € auf 7,26 Mio. € (31.12.09: 4,52 Mio. €) als auch die gestiegenen Geschäfts- und Firmenwerte auf 32,95 Mio. € (31.12.09: 26,11 Mio. €). Im Gegenzug reduzierten sich die liquiden Mittel und Wertpapiere von 10,89 Mio. € (31.12.09) auf 7,75 Mio. € (30.09.10). Diese Reduktion reflektiert dabei sowohl die im dritten Quartal 2010 erfolgten Dividendenzahlungen in Höhe von 1,50 Mio. €, als auch die Kaufpreiszahlungen für den Aspera-Erwerb in Höhe von 0,30 Mio. €.

Die Dividendenzahlungen bewirkten darüberhinaus eine leichte Reduktion des Eigenkapitals auf 44,82 Mio. € (31.12.09: 45,88 Mio. €). In Verbindung mit der erhöhten Bilanzsumme fiel zwar der Rückgang der EK-Quote auf 71,8 % (31.12.09: 85,7 %) überproportional aus, die Eigenkapitalausstattung ist weiterhin als sehr solide einzustufen. Besonders zu erwähnen ist im Zusammenhang mit dem Aspera-Erwerb die Tatsache, dass zum Quartalsende zunächst 51 % an der Aspera, mit der Option innerhalb von zwei Jahren auf 100 % aufzustoßen, erworben wurden. Aufgrund dieser Option sind die ausstehenden 49 % nicht als Minderheitenanteile sondern als sonstige Rückstellungen und Verbindlichkeiten bilanziert. Diese Bilanzposition erhöhte sich um 7,27 Mio. € auf 9,34 Mio. € (31.12.09: 2,08 Mio. €), was in etwa dem aus der Kaufpreisallokation für die restlichen 49 % Aspera-Anteile ermittelten Wert entspricht. Die USU Software AG hat hier einen restlichen Kaufpreis von 6,23 Mio. € ermittelt, eine Größenordnung, die sich abhängig von der operativen Entwicklung der neuen Tochtergesellschaft noch verändern und bis 8,07 Mio. € ansteigen kann.

Prognosen - Überdurchschnittliches Wachstum durch Akquisition erwartet

in Mio. €	2009	2010e	2011e
Umsatz	34,05	37,90	44,18
EBITDA (EBITDA-Marge)	2,54 (7,5 %)	3,75 (9,9 %)	5,30 (12,0 %)
EBIT (EBIT-Marge)	0,45 (1,3 %)	2,07 (5,5 %)	3,36 (7,6 %)
Jahresüberschuss	1,55	1,96	2,71
EPS	0,15	0,19*	0,26*
Dividende	0,15	0,15	0,20

* EPS wurde auf Basis einer Aktienzahl nach erwarteter KE (Q3) von 10,52 Mio. Stück ermittelt

Quelle: GBC AG

Die erfreuliche Entwicklung des dritten Quartals 2010, das insbesondere wieder von den positiven Impulsen aus dem Produktgeschäft gekennzeichnet war, ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. So profitierte die USU Software AG von einem allgemein freundlichen Branchenumfeld, welches speziell in den für die Gesellschaft wichtigen Teilbereichen „Software“ und „IT-Services“ eine erhöhte Investitionsbereitschaft aufzeigte. Vor dem Hintergrund der konjunkturellen Entwicklung zeigte die IT-Branche ohnehin eine überproportionale Dynamik auf, die sich auch im kommenden Geschäftsjahr fortsetzen sollte.

Auf der anderen Seite erhöhten die Umsätze der neu erworbenen Tochtergesellschaft Aspera GmbH im dritten Quartal 2010 erstmalig die Umsatzbasis der Gesellschaft. Unseres Erachtens dürfte sich der zusätzliche Beitrag der Aspera GmbH auf rund 1,00 Mio. € belaufen haben, eine Größenordnung, die in etwa den Quartalsumsätzen des Vorjahres entspricht. Die ersten signifikanten Ergebnisbeiträge dürften erst im laufenden vierten Quartal erfolgen, da im dritten Quartal die gesamten Anschaffungs- und Nebenkosten aus dieser Akquisition in Höhe von 0,17 Mio. € ergebniswirksam erfasst wurden. Die künftigen Ergebnisbeiträge sollten besonders aufgrund der Nischenstellung und der hohen Komplexität der Aspera-Software bei rund 25 % liegen, eine Erwartung, die wir in dieser Höhe in unseren Prognosen berücksichtigt haben. Es gilt festzuhalten, dass die neue Tochtergesellschaft ausschließlich Umsätze zum margenstarken Produktsegment beisteuern wird.

Als Folge der Forcierung der Internationalisierungsstrategie der USU Software AG, konnten erneut Auslandsumsätze oberhalb der 1,00 Mio. €-Marke erzielt werden. Auch diese Umsätze sind ausschließlich dem Produktgeschäft zuzuordnen und daher besonders margenstark. Das aktuelle Quartalsniveau dient unseren Prognosen als Basis für die folgenden Perioden.

Unsere Schätzungen für das Gesamtjahr 2010 sowie für das kommende Geschäftsjahr 2011 berücksichtigen darüberhinaus eine Zunahme der Ergebnismargen, die wie eben beschrieben, im Wesentlichen im Anstieg des Produktgeschäftes begründet liegt. Auf Umsatzebene haben wir die Prognosen für das Jahr 2010 leicht auf 37,90 Mio. € (bisher: 38,41 Mio. €) angepasst, da wir einen höheren Aspera-Beitrag erwartet hatten. Andererseits sollten im Schlussquartal Q4 2010 die ersten Ergebnisbeiträge der neuen Tochtergesellschaft wirksam werden und daher haben wir die Ergebnisschätzungen nahezu unverändert belassen. Das prognostizierte EBITDA in Höhe von 3,75 Mio. € (EBITDA-Marge: 9,9 %) reflektiert zugleich unsere Erwartung eines höheren Auslandsanteils.

Aufgrund der unveränderten Vorzeichen für das kommende Geschäftsjahr 2011 behalten wir die bisherigen Schätzungen bei. Als Folge des positiven Branchenumfeldes aber auch der ganzjährigen Umsatzauswirkung der Aspera GmbH sehen wir Umsätze in Höhe von 44,18 Mio. € als eine realistische Größenordnung an. Das EBITDA in Höhe von 5,30 Mio. € (EBITDA-Marge: 12,0 %) dient unserem DCF-Modell als Grundlage für die weiteren Prognosen in der Stetigkeitsphase.

Die Bemessungsgrundlage für das Ergebnis je Aktie (EPS) hat sich durch eine im Rahmen der Aspera-Akquisition durchgeführte Kapitalerhöhung in Höhe von 0,50 Mio. Aktien zu einem Kurs von 3,59 € je Aktie verändert. Aufgrund dessen errechnet sich ein prognostiziertes EPS in Höhe von 0,19 € (2010e) sowie 0,26 € (2011e).

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 und 2011 in Phase 1 erfolgt von 2012 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,7 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 13,00 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,00 %.

Bestimmung der Kapitalkosten - WACC wegen risikolosem Zinssatz gemindert

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der USU Software AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,50 % (bisher 3,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,1429.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,79 % (bisher: 9,29 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,79 % (bisher: 9,29 %).

Bewertungsergebnis - Kursziel bestätigt

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,79 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als **Kursziel 5,15 €** und damit bestätigen wir unser bisheriges Kursziel.

Wir haben die restlichen erwarteten Kaufpreiszahlungen für die ausstehenden 51 % der Aspera GmbH in Höhe von 6,23 Mio. € als Investition in Goodwill für das Geschäftsjahr 2012 berücksichtigt. Andererseits haben wir die Minderung der risikolosen Zinssätze auf 2,5 % zum Anlass nehmen müssen und den WACC auf 8,79 % (bisher: 9,29 %) angepasst. Diese beiden Effekte hatten eine aufhebende Wirkung, so dass das bisherige Kursziel in Höhe von 5,15 € unverändert bleibt.

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	11,7%	ewige EBITA - Marge	10,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	1,2%	effektive Steuerquote im Endwert	26,5%
Working Capital zu Umsatz	4,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	37,90	44,18	46,39	48,71	51,14	53,70	56,39	59,21	
US Veränderung	11,3%	16,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,13	1,28	1,28	1,28	1,28	1,28	1,28	1,28	
EBITDA	3,75	5,30	5,43	5,70	5,98	6,28	6,60	6,93	
EBITDA-Marge	9,9%	12,0%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	
EBITA	3,37	4,91	4,94	5,19	5,45	5,73	6,01	6,31	
EBITA-Marge	8,9%	11,1%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,9%
Steuern auf EBITA	-0,44	-1,27	-0,64	-0,68	-0,71	-0,74	-0,78	-0,82	
zu EBITA	13,0%	26,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	26,5%
EBI (NOPLAT)	2,93	3,63	4,30	4,52	4,74	4,98	5,23	5,49	
Kapitalrendite	8,9%	10,4%	11,9%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	10,0%
Working Capital (WC)	1,40	1,60	2,13	2,24	2,35	2,47	2,59	2,72	
WC zu Umsatz	3,7%	3,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	
Investitionen in WC	-0,16	-0,20	-0,53	-0,11	-0,11	-0,12	-0,12	-0,12	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	33,50	34,50	36,15	37,96	39,86	41,85	43,94	46,14	
AFA auf OAV	-0,38	-0,39	-0,48	-0,51	-0,53	-0,56	-0,59	-0,62	
AFA zu OAV	1,1%	1,1%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	
Investitionen in OAV	-2,05	-1,39	-2,13	-2,31	-2,43	-2,55	-2,68	-2,81	
Investiertes Kapital	34,90	36,10	38,28	40,20	42,21	44,32	46,53	48,86	
EBITDA	3,75	5,30	5,43	5,70	5,98	6,28	6,60	6,93	
Steuern auf EBITA	-0,44	-1,27	-0,64	-0,68	-0,71	-0,74	-0,78	-0,82	
Investitionen gesamt	-5,78	-1,59	-8,89	-2,42	-2,54	-2,67	-2,80	-2,94	
Investitionen in OAV	-2,05	-1,39	-2,13	-2,31	-2,43	-2,55	-2,68	-2,81	
Investitionen in WC	-0,16	-0,20	-0,53	-0,11	-0,11	-0,12	-0,12	-0,12	
Investitionen in Goodwill	-3,57	0,00	-6,23	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-2,46	2,43	-4,11	2,60	2,73	2,87	3,01	3,16	59,11

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	40,98	42,15
Barwert expliziter FCFs	8,20	6,49
Barwert des Continuing Value	32,78	35,66
Nettoschulden (Net debt)	-10,83	-11,99
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	51,82	54,14
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	51,82	54,14
Ausstehende Aktien in Mio.	10,521	10,521
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,92	5,15

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,14
Eigenkapitalkosten	8,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	0,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	0,0%
WACC	8,8%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%
8,0%	4,85	4,48	4,18	3,92	3,71
9,0%	5,47	5,03	4,66	4,36	4,10
10,0%	6,09	5,57	5,15	4,79	4,49
11,0%	6,71	6,12	5,63	5,23	4,88
12,0%	7,33	6,66	6,11	5,66	5,27

Fazit

Rückkehr zum Wachstum in Q3; Weiteres Wachstum erwartet

Im abgelaufenen dritten Quartal 2010 konnte die USU Software AG die Rückkehr zum Wachstum gut belegen. Nachdem die ersten zwei Quartale des laufenden Geschäftsjahres 2010 noch wesentlich unter dem Einfluss einer noch geringen Investitionsbereitschaft standen, konnten im dritten Quartal 2010 über alle Geschäftsbereiche hinweg die Umsätze deutlich verbessert werden. Besonders profitieren konnte hierbei das Unternehmenssegment „Produktgeschäft“, welches das Umsatzniveau von 5,46 Mio. € (Q3/09) signifikant um 24,0 % auf 6,77 Mio. € steigern konnte. Hauptsächlich dafür verantwortlich zeichnet sich die neu erworbene Tochtergesellschaft Aspera GmbH, die unseres Erachtens im abgelaufenen Quartal mit etwa 1,00 Mio. € zu den Umsätzen beitrug. Aber auch das Segment „Servicegeschäft“ steigerte sich aufgrund des guten Branchenumfeldes um 15,0 % auf 3,08 Mio. € (Q3/09: 2,68 Mio. €).

Insbesondere der höhere Beitrag des margenstarken Produktgeschäftes bewirkte eine Steigerung des EBITDA, welches sich auf Quartalsbasis auf 1,11 Mio. € (Q3/09: 0,55 Mio. €) verdoppelte. Die entsprechende EBITDA-Marge kletterte demzufolge ebenfalls deutlich von 6,7 % (Q3/09) auf 11,3 % (Q3/10). Reflektiert wird auch die aufgrund der Integration der Aspera GmbH gesteigerte operative Kostenbasis, die sich jedoch im Verhältnis zu den Umsätzen nur unterproportional entwickelt hatte.

Das bilanzielle Bild der USU Software AG ist weiterhin als sehr solide einzustufen. Im Wesentlichen veränderte dabei der Erwerb und die Vollkonsolidierung der neuen Tochtergesellschaft das langfristige Anlagevermögen, welches von 34,10 Mio. € um 29,0 % auf 44,01 Mio. € anstieg. Da zum Stichtag zunächst 51 % der Anteile an der Aspera GmbH erworben, diese jedoch vollkonsolidiert wurden, verlängerte sich die Passivseite der Bilanz im Bereich des kurzfristigen Fremdkapitals vor allem aufgrund der noch ausstehenden Kaufpreiskomponenten auf 16,27 Mio. € (31.12.09: 7,34 Mio. €). Dementsprechend ging die Eigenkapitalquote von 85,7 % (31.12.09) auf 71,8 % bei einem nahezu unveränderten Eigenkapital zurück.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2010 und 2011 berücksichtigen in erster Linie ein günstiges Branchenumfeld, welches speziell den für die USU Software AG wichtigen Teilbranchen „Software“ und „IT-Services“ ein gutes Steigerungspotenzial zuspricht. Die erhöhte Investitionsbereitschaft seitens der USU-Kunden bewirkte bereits einen Anstieg des Auftragsbestandes auf 16,60 Mio. € (Q1-Q3/09: 12,48 Mio. €). Darüberhinaus erwarten wir eine weiterhin positive Entwicklung der neuen Tochtergesellschaft, welche insbesondere aufgrund ihrer Nischenstellung operative Ergebnismargen in Höhe von etwa 25 % aufweist. Nicht zuletzt dürfte die Internationalisierungsstrategie der USU Software AG einen zunehmenden Beitrag zum Unternehmenswachstum leisten. Bereits im dritten Quartal haben die Auslandsumsätze mit 1,08 Mio. € den alten Rekordwert eingestellt. Wir sind zuversichtlich, dass es der Gesellschaft gelingen wird, auch hieraus ein Wachstum zu erzielen, zumal die Auslandsumsätze primär dem margenstarken Produktbereich zugeordnet werden können.

Für das laufende Geschäftsjahr dürfte die USU Software AG insbesondere aufgrund des traditionell starken Schlussquartals Q4 ein deutliches Umsatzwachstum auf 37,90 Mio. € (GJ/09: 34,05 Mio. €) aufweisen. Umsätze in Höhe von 44,18 Mio. € für das kommende Geschäftsjahr 2011 sehen wir als eine realistische Größe an. Unsere Ergebnisprognosen geben die Erwartung eines immer stärker werdenden Produktgeschäftes wieder und daher prognostizieren wir einen Anstieg der EBITDA-Margen in 2010 auf 9,9 % (EBITDA: 3,75 Mio. €) sowie in 2012 auf 12,0 % (EBITDA: 5,30 Mio. €).

Auf Grundlage einer neuen Aktienzahl (KE in Höhe von 0,50 Mio. Stück) haben wir ein 2011er Kursziel von 5,15 € je Aktie ermittelt. Auf Grund des sich daraus ergebenden Kurspotenzials in Höhe von 22,6 % bestätigen daher das Rating KAUFEN und sehen die USU Software AG weiterhin als attraktives Investment an.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapierte oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Christoph Schnabel, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de