



Researchstudie (Update)

USU Software AG



**„Entwicklung im ersten Halbjahr 2015 liefert eine gute Basis für
das Erreichen neuer Umsatz- und Ergebnisrekordwerte“**

Kursziel: 18,20 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 13**

USU Software AG^{*5a,11}

Kaufen

Kursziel: 18,20

aktueller Kurs: 14,35
25.8.2015 / ETR / 10:20 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 151,02
EnterpriseValue³: 131,55
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 37,0 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG
LBBW

Analysten:

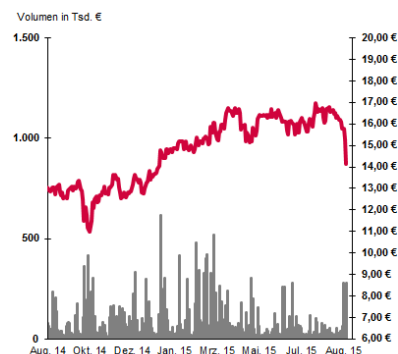
Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 14

Unternehmensprofil

Branche: Software
Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business
Mitarbeiter: 468 Stand: 30.06.2015
Gründung: 1977
Firmensitz: Möglingen
Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Bernhard Böhler,
Dr. Benjamin Strehl



Die USU Software AG und ihre Tochtergesellschaften entwickeln und vertreiben ganzheitliche Softwarelösungen für wissensbasiertes Servicemanagement. Das Leistungsspektrum umfasst dabei Lösungen im Bereich „Business Service Management“ für den effizienten und kostenoptimalen Einsatz der IT-Infrastruktur eines Unternehmens sowie im Bereich „Knowledge Solutions“ zur Optimierung wissensintensiver Geschäftsprozesse. Darüber hinaus bietet die Gruppe im Bereich „Business Solutions“ Beratungsleistungen im Rahmen von IT-Projekten sowie individuelle Anwendungsentwicklung an. USU-Kunden erzielen neben einer hohen Serviceverbesserung auch enorme Einsparpotenziale, so dass sich die Investitionen in die Softwarelösungen der USU-Gruppe in sehr kurzer Zeit amortisieren und insofern eine Win-Win-Situation zwischen USU und ihren Kunden entsteht. Entsprechend zählen inzwischen über 700 Unternehmen aus allen Bereichen der Wirtschaft, insbesondere aber aus den IT-intensiven Branchen wie Versicherungen und Banken, zum Kundenkreis der USU-Gruppe, wie beispielsweise Allianz, BASF, BOSCH, BMW, DEVK, EDEKA, Generali, Hannover Rück, HDI Gerling, Jacobs Engineering, LVM, Texas Instruments, VW, W&W oder ZDF.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	58,93	68,52	79,59	92,01
EBITDA	8,89	10,06	12,00	14,45
EBIT	6,67	7,77	9,85	12,45
bereinigtes EBIT	7,28	9,21	11,20	13,80
Jahresüberschuss	5,55	6,96	8,83	11,17

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,53	0,66	0,84	1,05
Dividende je Aktie	0,30	0,35	0,45	0,55

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,23	1,92	1,65	1,43
EV/EBITDA	14,80	13,08	10,96	9,10
EV/EBIT	19,71	16,94	13,35	10,56
EV/bereinigtes EBIT	18,08	14,28	11,74	9,53
KGV	27,22	21,71	17,10	13,52
KBV	2,72			

Finanztermine

18-20.09.15: IR-Fahrt 2015
19.11.2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
28.5.2015: RS / 18,20 / KAUFEN
26.3.2015: RS / 17,50 / KAUFEN
8.12.2014: RG / 13,45 / HALTEN
25.11.2014: RS / 13,45 / HALTEN
26.8.2014: RS / 14,00 / HALTEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Bei der USU-Gruppe hat sich die dynamische Geschäftsentwicklung mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 10,9 % auf 15,86 Mio. € (Q2/14: 14,29 Mio. €) auch im zweiten Quartal 2015 fortgesetzt. Im Produktbereich, als maßgeblicher Wachstumstreiber, erhöhten sich die Umsätze um 15,0 %. Ausschlaggebend hierfür war insbesondere das erneut rege Auslandsgeschäft, welches in erster Linie von einer hohen Nachfrage nach Lizenzmanagementlösungen aus den USA profitierte. Auch im europäischen Ausland (bspw. Schweiz, Frankreich etc.) wurde ein Umsatzwachstum erreicht, so dass insgesamt die internationalen Umsätze um 42,3 % auf 5,71 Mio. € (Q2/15: 4,01 Mio. €) zugelegt haben.
- Im Servicebereich war die USU-Gruppe von einer anhaltend schwachen Entwicklung, verbunden mit einer leicht rückläufigen Tendenz, geprägt. Hier hat, gemäß Unternehmensangaben, eine aktuelle Rechtsprechung bezüglich der Arbeitnehmerüberlassung für einen Rückgang des Geschäftes mit den freien Mitarbeitern (Freelancer) geführt. Die positive Umsatzentwicklung mit den eigenen USU-Mitarbeitern konnte diese Umsatzschwäche nicht kompensieren.
- Die im zweiten Quartal 2015 vorherrschenden Tendenzen sind auch auf Basis des ersten Halbjahres 2015 sichtbar. Während die Produktumsätze von der starken Auslandsnachfrage profitierten und um 12,3 % auf 23,32 Mio. € (1.HJ/14: 20,76 Mio. €) zulegten, lagen die Serviceumsätze mit 6,42 Mio. € um 5,0 % unterhalb des Vorjahresniveaus (1.HJ/14: 6,76 Mio. €).
- Insgesamt verfügt die USU-Gruppe über ein hoch skalierbares Geschäft. Belegt wird dies vom überproportionalen Anstieg des operativen Ergebnisses und der damit verbundenen Verbesserung der EBIT-Marge. Auf Quartalsbasis verbesserte sich die EBIT-Marge auf 10,8 % (Q2/14: 8,1 %) und auf Halbjahresbasis auf 8,2 % (1.HJ/14: 4,5 %). Ausschlaggebend hierfür war die unterproportionale Entwicklung im Bereich der Overheadkosten (Marketing, Vertrieb, Verwaltung, F+E, sonstige Kosten, Abschreibungen), die dem proportionalen Anstieg bei den variablen Kosten entgegenstand. Zugleich wird hier die zunehmende Bedeutung des margenstarken Produktbereiches sichtbar.
- Der Ausbau des internationalen Geschäftes sowie der Umsätze im Rahmen von Produktinnovationen sind mit den erzielten neuen Umsatz- und Ergebnisrekordwerten demnach plangemäß verlaufen. Im Juli 2015 hat die USU-Gruppe durch den Erwerb des SAP-Lizenzmanagementspezialisten SecurIntegration GmbH sowohl eine sinnvolle Ergänzung der Produktpalette als auch die Möglichkeit eines anorganischen Wachstums gewahrt. Die möglichen anorganischen Effekte haben wir bei den sonst unveränderten Prognosen berücksichtigt und damit, einhergehend mit der Unternehmensguidance, leicht nach oben angepasst.
- **Im Rahmen des angepassten DCF-Modells haben wir einen unveränderten fairen Wert je Aktie in Höhe von 18,20 € ermittelt. Zwar haben wir eine Prolongation der Kurszielbasis auf das Geschäftsjahr 2016 (bisher: GJ-Ende 2015) sowie aufgrund des Erwerbs der SecurIntegration eine leichte Prognoseanhebung vorgenommen, die marktbedingte Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,25 % (bisher: 1,00 %), als Berechnungsgrundlage für die Kapitalkosten, hat jedoch die positiven Effekte ausgeglichen. Wir erneuern das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

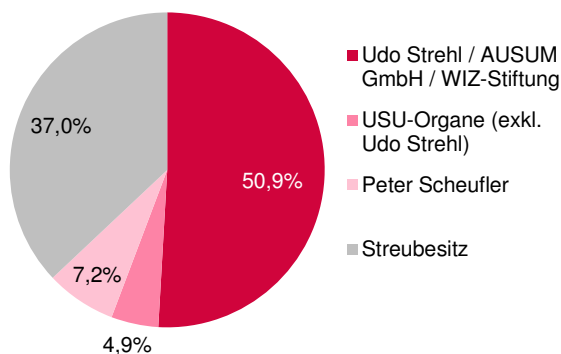
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsentwicklung Q2 2015/1.HJ 2015	5
Umsatzentwicklung Q1 2015/1.HJ 2015	5
Ergebnisentwicklung Q1 2015/1.HJ 2015	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2015	8
Prognosen und Bewertung	9
Modellannahmen	11
Bestimmung der Kapitalkosten	11
Bewertungsergebnis	11
DCF-Modell	12
Anhang	13

UNTERNEHMEN

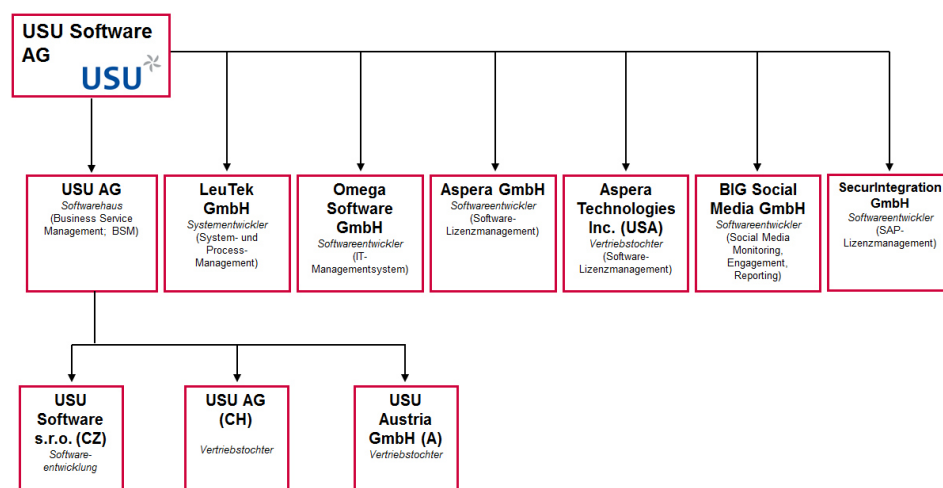
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl / AUSUM GmbH / WIZ-Stiftung	50,9%
USU-Organen (exkl. Udo Strehl)	4,9%
Peter Scheufler	7,2%
Streubesitz	37,0%

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der Konsolidierungskreis der USU-Gruppe (USU) umfasst derzeit zehn inländische und ausländische operativ tätige Tochtergesellschaften. Hier findet sich ein wichtiger Baustein der Unternehmensstrategie wieder. So sollen beispielsweise die Konzernaktivitäten zielgerichtet durch Unternehmensbeteiligungen und Zukäufe sukzessive ausgebaut werden. Im Juli 2015 wurde die Akquisition von 100% der Anteile des Kölner Unternehmens SecurIntegration GmbH bekanntgegeben, womit das Leistungsspektrum der USU-Gruppe um den Bereich SAP-Lizenzmanagement erweitert wurde. Das im Jahr 2001 gegründete Unternehmen erwirtschaftete, gemäß Angaben der USU Software AG, im Geschäftsjahr 2014 Umsatzerlöse in Höhe von etwa 1,5 Mio. € sowie ein positives operatives Ergebnis. Bereits bei den bisherigen Akquisitionen war es das Ziel der USU-Gruppe eine sinnvolle Integration zu realisieren und damit die Produktpalette zu erweitern sowie Synergieeffekte zu heben. Diese Vorgehensweise, welche zuletzt bei der im Jahr 2010 erworbenen Aspera GmbH und bei der im Jahr 2013 erworbenen BIG Social Media GmbH mit großem Erfolg umgesetzt wurde, soll auch bei der SecurIntegration GmbH angewendet werden.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG Q2 2015/1.HJ 2015

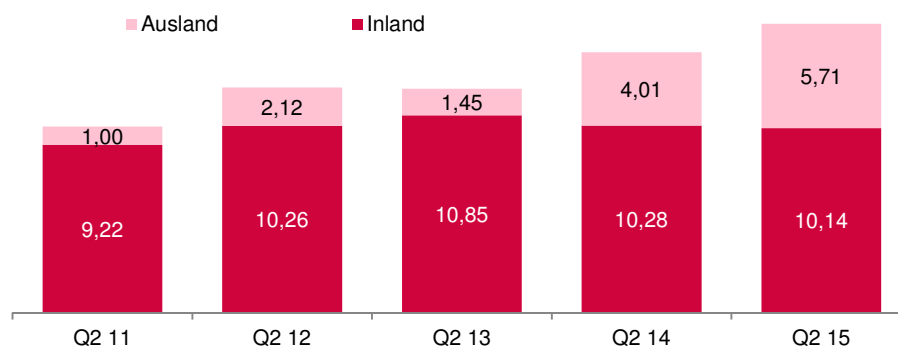
	Q2 2014	Q2 2015	Δ Q2/Q2	1.HJ 2014	1.HJ 2015	Δ HJ/HJ
Umsatzerlöse	14,29	15,86	+10,9%	27,61	29,93	+8,4%
davon Produkt	11,00	12,65	+15,0%	20,76	23,32	+12,3%
davon Service	3,26	3,07	-5,9%	6,76	6,42	-5,0%
EBITDA	1,71	2,25	+32,0%	2,35	3,54	+50,7%
EBITDA-Marge	11,9%	14,2%	+2,3Pp	8,5%	11,8%	+3,3Pp
EBIT	1,15	1,72	+49,0%	1,25	2,46	+97,0%
EBIT-Marge	8,1%	10,8%	+2,7Pp	4,5%	8,2%	+3,7Pp
bereinigtes EBIT	1,51	1,82	+20,3%	1,98	2,89	+45,9%
bereinigte EBIT-Marge	10,6%	11,5%	+0,9Pp	7,2%	9,7%	+2,5Pp
Periodenergebnis	1,06	1,44	+36,3%	1,00	2,37	+138,5%

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung Q1 2015/1.HJ 2015

Bei der USU Software AG hat sich der positive Umsatztrend auch in der abgelaufenen Berichtsperiode fortgesetzt. Im zweiten Quartal 2015 erreichte die Gesellschaft ein Umsatzwachstum in Höhe von 10,9 % auf 15,86 Mio. € (Q2/14: 14,29 Mio. €), wobei sich hier erneut das Produktgeschäft mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 15,0 % auf 12,65 Mio. € (Q2/14: 11,00 Mio. €) als maßgeblicher Wachstumstreiber erwiesen hat:

Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)



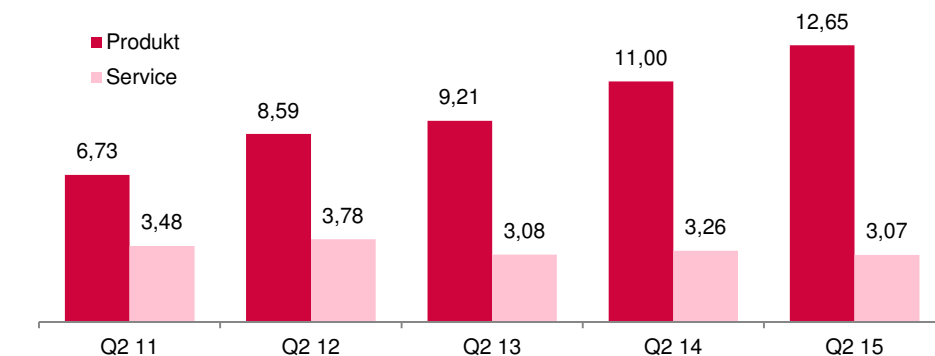
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Neben positiven Effekten im Rahmen von Produktinnovationen profitierte die USU Software AG in besonderer Weise vom Auslandsgeschäft, welches vornehmlich dem Produktgeschäft zuzuordnen ist. Gemäß Unternehmensangaben konnte im US-amerikanischen Markt das größte Umsatzwachstum erzielt werden und damit erweist sich der Eintritt in diese Region über die Tochtergesellschaft Aspera Technologies Inc. als die richtige Strategie. Flankierend hierzu verzeichnete die Gesellschaft Wachstumsimpulse auch aus dem europäischen Ausland (bspw. Frankreich, Schweiz), was in Summe zu einem Anstieg der internationalen Umsätze in Höhe von +42,3 % auf 5,71 Mio. € (Q2/14: 4,01 Mio. €) geführt hat. Das Inlandsgeschäft entwickelte sich demgegenüber mit Umsätzen in Höhe von 10,14 Mio. € (Q2/14: 10,28 Mio. €) konstant.

Dabei haben sich beim Inlandsgeschäft die Belastungen aus dem Servicebereich, dessen regionaler Schwerpunkt vornehmlich auf Deutschland liegt, fortgesetzt. Gemäß Unternehmensangaben hat eine aktuelle Rechtsprechung bezüglich der Arbeitnehmerüberlassung für einen Rückgang des Geschäftes mit freien Mitarbeitern (Freelancer), geführt und damit in Summe zu einem Rückgang der Serviceumsätze um 5,9 % auf 3,07

Mio. € (Q2/14: 3,26 Mio. €), wohingegen sich der Umsatz mit den eigenen Mitarbeitern positiv entwickelt hat. Es ist davon auszugehen, dass sich diese Tendenz fortsetzen wird. Grundsätzlich liegt der Fokus der USU Software AG jedoch klar auf dem margenstarken Produktbereich.

Segmentbezogene Umsatzerlöse (in Mio. €)



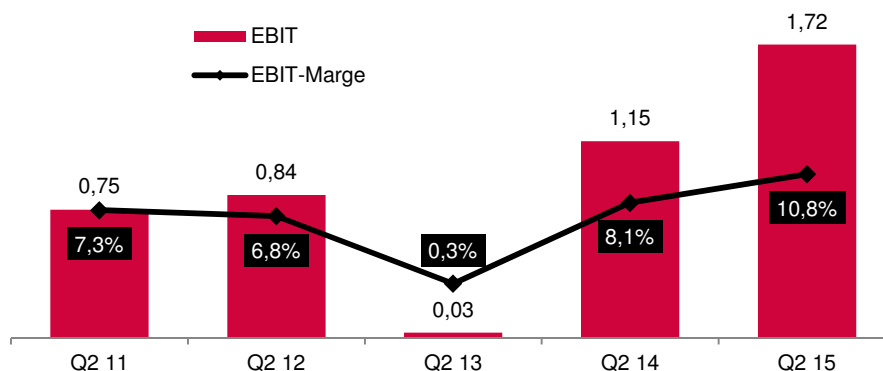
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die im zweiten Quartal 2015 vorherrschenden Tendenzen sind auch auf Basis des ersten Halbjahres 2015 sichtbar. Während die Produktumsätze von der starken Auslandsnachfrage profitierten und um 12,3 % auf 23,32 Mio. € (1.HJ/14: 20,76 Mio. €) zulegten, lagen die Serviceumsätze mit 6,42 Mio. € um 5,0 % unterhalb des Vorjahresniveaus (1.HJ/14: 6,76 Mio. €).

Ergebnisentwicklung Q1 2015/1.HJ 2015

Die USU Software AG verfügt über ein stark skalierbares Geschäftsmodell, was sich bei steigenden Umsätzen in der Regel in einem überproportionalen operativen Ergebnisanstieg auswirkt. Vor dem Hintergrund der 10,9%igen Umsatzausweitung erhöhte sich das EBIT überproportional um 49,0 % und damit verbesserte sich gleichzeitig die EBIT-Marge auf 10,8 % (Q2/14: 8,1 %).

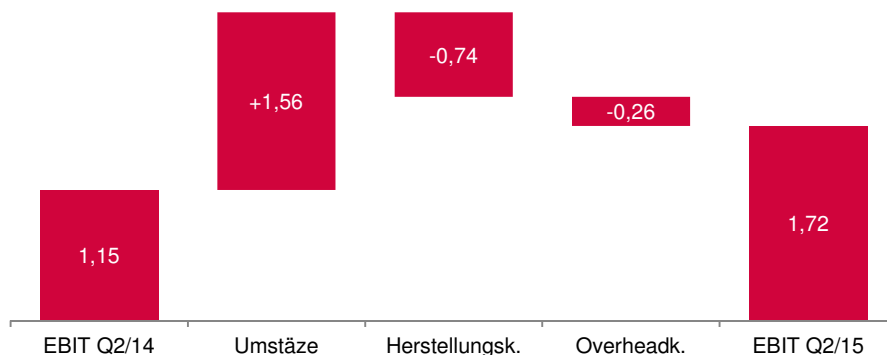
EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge in (%)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ursächlich für diese Entwicklung ist eine unterproportionale Entwicklung im Bereich der so genannten Overheadkosten (Marketing, Vertrieb, Verwaltung, F+E, sonstige Kosten, Abschreibungen), welche insgesamt lediglich um 4,1 % auf 6,55 Mio. € (Q2/14: 6,29 Mio. €) gestiegen sind. Durch diese vergleichsweise konstante Kostenentwicklung wurde der zum Umsatz proportionale Anstieg der variablen Herstellungskosten in Höhe von 10,9 % auf 7,60 Mio. € (Q2/14: 6,85 Mio. €) aufgefangen:

EBIT-Brücke (in Mio. €)

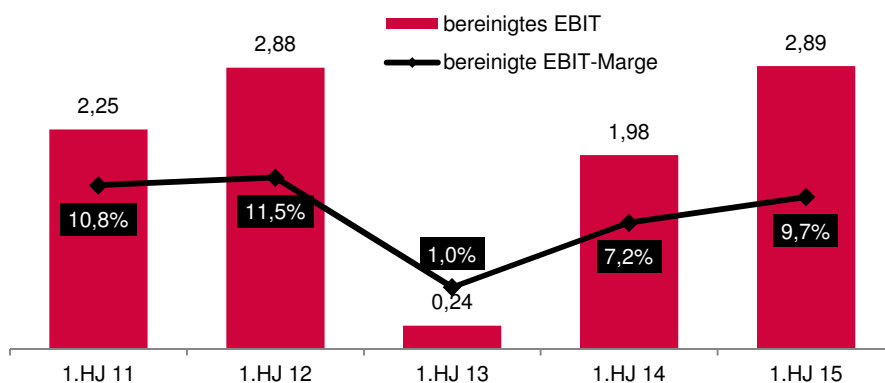


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auf Halbjahresbasis 2015 erreichte die USU Software AG mit 2,46 Mio. € (1.HJ/14: 1,25 Mio. €) einen neuen Rekordwert beim EBIT. Insgesamt profitiert dabei die Gesellschaft von der überdurchschnittlichen Entwicklung des vergleichsweise margenstarken Produktgeschäftes. Auf Halbjahresbasis verbesserte sich die EBIT-Marge auf 8,2 % (1.HJ/14: 4,5 %).

Die Ergebnisentwicklung der USU-Gruppe ist typischerweise von Akquisitionseffekten beeinträchtigt, wodurch die tatsächliche operative Entwicklung überdeckt wird. Um ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild zu ermöglichen, weist die Gesellschaft ein bereinigtes EBIT aus. Hierbei handelt es sich um eine um akquisitionsbedingte Faktoren (hauptsächlich PPA-Abschreibungen) bereinigte Größenordnung. Das bereinigte EBIT kletterte dabei nach sechs Monaten um 45,9 % auf 2,89 Mio. € (1.HJ/14: 1,98 Mio. €).

Bereinigtes EBIT (in Mio. €) und bereinigte EBIT-Marge (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auf Ebene des Nachsteuerergebnisses in Höhe von 2,37 Mio. € (1.HJ/14: 0,96 Mio. €) profitierte die USU-Gruppe auch von einem positiven Finanzergebnis in Höhe von 0,22 Mio. € (1.HJ/14: -0,13 Mio. €), welches vornehmlich auf positive Wechselkurseffekte im Zusammenhang mit dem starken US-Dollar und dem starken Schweizer Franken zurückzuführen ist.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2015

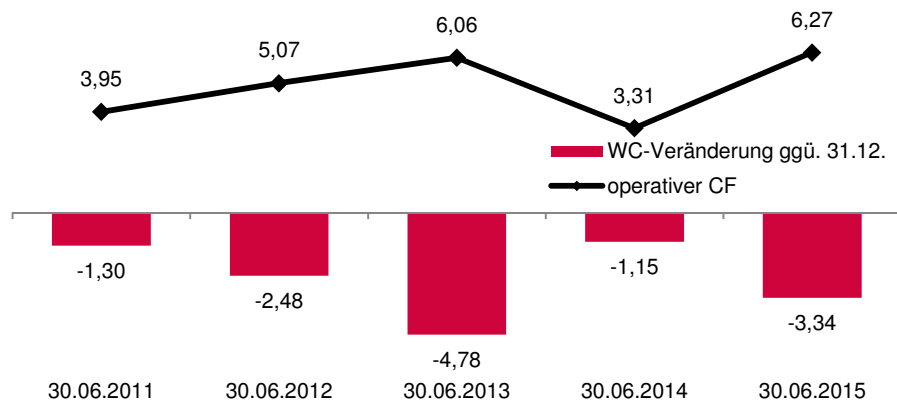
in Mio. €	30.06.2014	31.12.2014	30.06.2015
Eigenkapital	51,60	55,61	54,80
EK-Quote (in %)	64,9%	65,3%	65,8%
Operatives Anlagevermögen	44,89	44,18	43,55
Working Capital	-6,53	-5,52	-8,87
Net Debt	-16,35	-19,47	-20,12
Cashflow (operativ)	3,31	7,74	6,27
Cashflow (Investition)	-0,70	-1,10	-0,44
Cashflow (Finanzierung)	-2,63	-2,63	-5,75

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Das gewohnt solide Vermögensbild der USU-Gruppe weist gegenüber der Geschäftsjahresbilanz 2014 nur unwesentliche Veränderungen auf. Hervorzuheben ist dabei der Wegfall der finalen Kaufpreisverbindlichkeit im Zusammenhang mit dem endgültigen Erwerb der Tochtergesellschaft BIG Social Media GmbH in Höhe von 2,51 Mio. €, was unter anderem eine Reduktion der kurzfristigen Verbindlichkeiten nach sich gezogen hat.

Darüber hinaus ist eine Erhöhung des negativen Working Capitals auf -8,87 Mio. € (31.12.14: -5,52 Mio. €) erwähnenswert. Maßgeblich zu dieser stichtagsbezogenen Working Capital-Minderung hat der Anstieg der kurzfristigen Schulden, insbesondere des passiven Rechnungsabgrenzungspostens auf 10,55 Mio. € (31.12.14: 4,39 Mio. €), beigetragen. Hier sind bereits vereinnahmte Zahlungen enthalten, für die eine Leistungserbringung noch erfolgen wird. Die Working Capital-Reduktion findet sich auch in einem Anstieg des operativen Cashflows wieder, welcher mit 6,27 Mio. € deutlich oberhalb des Vorjahreswertes von 3,31 Mio. € lag:

Working Capital-Veränderung und operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die USU-Gruppe war dabei in der Lage sowohl die Dividendenzahlung in Höhe von 3,16 Mio. € als auch die finale Kaufpreiszahlung im Zusammenhang mit dem BIG-Erwerb in Höhe von 2,59 Mio. € aus dem operativen Cashflow zu entrichten. Dadurch haben sich bei der ohnehin üppigen Liquiditätsausstattung in Höhe von 19,25 Mio. € (31.12.14: 18,92 Mio. €) kaum Veränderungen ergeben.

Da der Erwerb der SecurIntegration GmbH erst im Juli 2015 und damit nach dem Bilanzstichtag erfolgt ist, sind keine Auswirkungen auf die Vermögenssituation ersichtlich. Bei einem Kaufpreis zwischen 1,0 – 3,0 Mio. € werden sich auch zum Ende des dritten Quartals 2015 keine nennenswerten Änderungen ergeben. Bei der genannten Liquiditätsausstattung ist die Bezahlung des Kaufpreises zudem problemlos zu bewerkstelligen.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 15e (alt)	GJ 15e (neu)	GJ 16e (alt)	GJ 16e (neu)	GJ 17e (alt)	GJ 17e (neu)
Umsatzerlöse	67,77	68,52	77,84	79,59	89,51	92,01
EBITDA	10,06	10,06	11,76	12,00	14,11	14,45
EBITDA-Marge	14,8%	14,5%	15,1%	15,1%	15,8%	15,7%
EBIT	7,77	7,77	9,61	9,85	12,11	12,45
EBIT-Marge	11,5%	11,2%	12,4%	12,4%	13,5%	13,5%
bereinigtes EBIT	9,21	9,21	10,96	11,20	13,46	13,80
bereinigte EBIT-Marge	13,6%	13,3%	14,1%	14,1%	15,0%	15,0%
Jahresüberschuss	6,96	6,96	8,62	8,83	10,87	11,17
EPS in €	0,66	0,66	0,82	0,84	1,03	1,06

Quelle: GBC AG

Die abermals dynamische Entwicklung in den ersten sechs Monaten 2015, mit neuen Rekordwerten beim Umsatz und Ergebnis, liefert eine gute Grundlage für die Prognosen des laufenden Geschäftsjahres sowie der kommenden Geschäftsjahre. Hierbei gilt es zu bedenken, dass die USU-Gruppe in der Lage war einen erneuten Anstieg des Auftragsbestandes auf 32,87 Mio. € (30.06.14: 27,01 Mio. €) zu erzielen, was die bereits verbindlich fixierten zukünftigen Umsätze der kommenden 12 Monate darstellt.

Innerhalb der beiden Unternehmenssegmente „Produkt“ und „Service“ sollte sich die Tendenz eines überproportionalen Umsatzwachstums im Produktbereich fortsetzen. Hier dürfte die USU-Gruppe weiterhin von einer regen ausländischen Nachfrage, insbesondere nach Lizenzmanagementlösungen, profitieren. Darüber hinaus sollten neue Produktinnovationen auch zu einer Belebung der inländischen Nachfrage führen, verbunden mit Neukundengewinnen sowie einer Geschäftsausweitung bei bereits bestehenden Kunden.

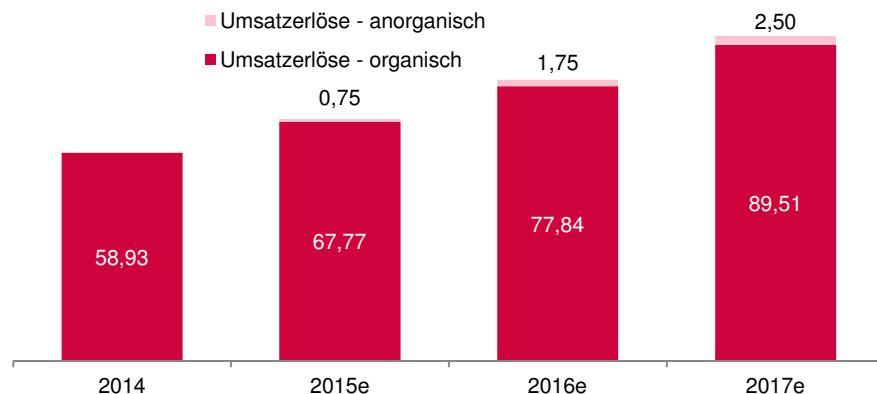
Der Servicebereich dürfte unserer Ansicht nach keine positiven Impulse liefern und sollte sich erwartungsgemäß auf niedrigem Niveau, mit einer leicht rückläufigen Tendenz, stabilisieren. Der Grund dafür ist die nur eingeschränkte Möglichkeit beim Einsatz von Freelancern, vor dem Hintergrund einer aktuellen Rechtsprechung bezüglich der Arbeitnehmerüberlassung. Insgesamt rechnen wir jedoch mit Kompensationseffekten aus dem margenstarken Produktbereich.

Wichtige Impulse sollen auch im Rahmen von anorganischem Wachstum generiert werden. Diesbezüglich wurde im Juli 2015 rückwirkend zum 01.01.2015 die Kölner Gesellschaft SecurIntegration GmbH erworben, wodurch die Produktpalette um den Bereich SAP-Lizenzmanagement erweitert wird. Bereits bei den bisherigen Akquisitionen war es das Ziel der USU-Gruppe eine sinnvolle Integration zu realisieren und damit die Produktpalette zu erweitern sowie Synergieeffekte zu heben. Diese Vorgehensweise, welche zuletzt bei der im Jahr 2010 erworbenen Aspera GmbH und der im Jahr 2013 erworbenen BIG Social Media GmbH mit großem Erfolg umgesetzt wurde, soll auch bei der SecurIntegration GmbH angewendet werden. Die neu erworbene Gesellschaft erzielte im Geschäftsjahr 2014 Umsatzerlöse in Höhe von etwa 1,5 Mio. € sowie ein positives operatives Ergebnis. Der Kaufpreis beinhaltet einen fixen und einen variablen Bestandteil und soll zwischen 1,0 - 3,0 Mio. € liegen. Beim Mittelwert von 2,0 Mio. € beträgt der umsatzbezogene Kaufpreismultiple 1,3, was wir als fair einstufen.

Die USU Software AG hat aufgrund der positiven Entwicklung im ersten Halbjahr 2015 die Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2015 leicht angehoben. Nunmehr werden Umsätze in Höhe von 65 - 68 Mio. € (bisher: 64 - 68 Mio. €) sowie ein bereinigtes EBIT in Höhe von 8,5 - 9,5 Mio. € (bisher: 8,0 - 9,5 Mio. €) erwartet. Hierauf aufbauend bestätigen wir unsere bisherigen Prognosen (vor Erwerb der SecurIntegration), welche sich

ohnehin am oberen Bereich der Bandbreite der Unternehmensguidance orientiert haben (siehe Researchstudie vom 28.05.2015). Zuzüglich anorganischer Effekte haben wir jedoch eine leichte Prognoseanhebung vorgenommen. Für 2015 rechnen wir zunächst mit einem zusätzlichen Umsatzbeitrag in Höhe von 0,75 Mio. €, welcher in den kommenden Geschäftsjahren deutlich zulegen sollte:

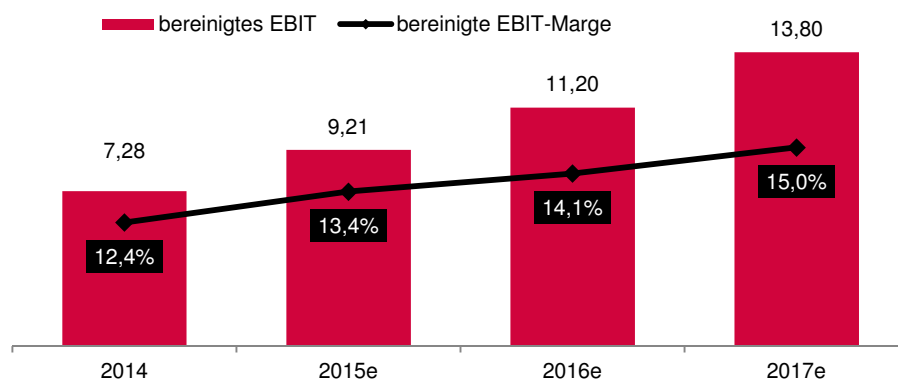
Organisches und anorganisches Umsatzwachstum (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Analog hierzu haben wir die anorganischen Effekte aus der SecurIntegration-Akquisition bei den sonst unveränderten Ergebnisprognosen berücksichtigt. Für das laufende Geschäftsjahr 2015 rechnen wir mit Integrationsaufwendungen und damit dürften keine positiven Ergebniseffekte zum Tragen kommen. Erst ab dem kommenden Geschäftsjahr 2016 haben wir eine akquisitionsbedingte Anpassung unserer Ergebnisschätzungen vorgenommen. Dabei haben wir die Mittelfristplanung der USU Software AG im Blick behalten, wonach bis zum Geschäftsjahr 2017 ein bereinigtes EBIT von über 15,0 % erreicht werden soll:

Prognose des bereinigten EBIT (in Mio. €) und der bereinigten EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015, 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 16,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge mit 20,0 % 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 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen (mit einer Untergrenze von 2,0%) für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 % (bisher: 1,00 %).**

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 höher rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,26 (bisher: 1,26).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,16 % (bisher: 7,91 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,16 % (bisher: 7,91 %).

Bewertungsergebnis

Der im Rahmen der Diskontierung resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel unverändert 18,20 €. Zwar haben wir eine Prolongation der Kurszielbasis auf das Geschäftsjahr 2016 (bisher: GJ-Ende 2015) sowie aufgrund des Erwerbs der SecurIntegration eine leichte Prognoseanhebung vorgenommen, die marktbedingte Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,25 % (bisher: 1,00 %) als Berechnungsgrundlage für die Kapitalkosten hat jedoch zu einer Kompensation dieser Effekte geführt.

DCF-Modell

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	16,0%	ewige EBITA - Marge	14,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	5,3%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	0,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	68,52	79,59	92,01	95,64	99,42	103,35	107,43	111,68	
US Veränderung	16,3%	16,1%	15,6%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,53	1,87	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	
EBITDA	10,06	12,00	14,45	15,30	15,90	16,53	17,18	17,86	
EBITDA-Marge	14,7%	15,1%	15,7%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	7,77	9,85	12,45	13,13	13,64	14,18	14,74	15,33	
EBITA-Marge	11,3%	12,4%	13,5%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	14,1%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,78	-0,99	-1,25	-1,31	-1,36	-1,42	-2,95	-3,07	29,8%
EBI (NOPLAT)	6,99	8,87	11,21	11,81	12,28	12,76	11,79	12,26	
Kapitalrendite	18,1%	21,8%	28,7%	28,8%	28,8%	28,8%	25,6%	25,6%	22,8%
Working Capital (WC)	-4,00	-3,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
WC zu Umsatz	-5,8%	-4,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Investitionen in WC	-1,52	-0,50	-3,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	44,69	42,54	40,99	42,61	44,29	46,04	47,86	49,75	
AFA auf OAV	-2,29	-2,15	-2,00	-2,17	-2,26	-2,35	-2,44	-2,54	
AFA zu OAV	5,1%	5,1%	4,9%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
Investitionen in OAV	-2,80	0,00	-0,45	-3,79	-3,94	-4,10	-4,26	-4,43	
Investiertes Kapital	40,69	39,04	40,99	42,61	44,29	46,04	47,86	49,75	
EBITDA	10,06	12,00	14,45	15,30	15,90	16,53	17,18	17,86	
Steuern auf EBITA	-0,78	-0,99	-1,25	-1,31	-1,36	-1,42	-2,95	-3,07	
Investitionen gesamt	-6,90	-0,50	-3,95	-3,79	-3,94	-4,10	-4,26	-4,43	
Investitionen in OAV	-2,80	0,00	-0,45	-3,79	-3,94	-4,10	-4,26	-4,43	
Investitionen in WC	-1,52	-0,50	-3,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	-2,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,38	10,52	9,26	10,19	10,60	11,02	9,98	10,37	190,78

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	163,23	166,04
Barwert expliziter FCFs	53,09	46,91
Barwert des Continuing Value	110,14	119,13
Nettoschulden (Net debt)	-18,66	-25,45
Wert des Eigenkapitals	181,89	191,49
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	181,89	191,49
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	17,28	18,20

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,26
Eigenkapitalkosten	8,2%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,2%

Kapitalrendite	WACC				
	6,2%	7,2%	8,2%	9,2%	10,2%
20,8%	25,45	20,22	17,05	14,94	13,45
21,8%	26,50	20,97	17,62	15,40	13,82
22,8%	27,54	21,72	18,20	15,85	14,19
23,8%	28,58	22,47	18,77	16,30	14,56
24,8%	29,63	23,22	19,34	16,76	14,92

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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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. Aktiensplits, 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/de/Offenlegung.htm>

§ 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 Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)

§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 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, Susanne Klebl, Email: klebl@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
Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Christoph Schnabel, Dipl. Betriebswirt (FH), Vorstand

§ 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