



## Researchstudie (Anno)

# KPS

**Fulminantes Geschäftsjahr 2009/10 -  
Wachstumskurs im laufenden Geschäftsjahr  
setzt sich fort - Dividende angekündigt -  
Kursziel erhöht**

**Kursziel: 1,50 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---



**Kaufen**
**Kursziel: 1,50**

 aktueller Kurs: 1,19  
 18.2.2011 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A1A6V48

WKN: A1A6V4

Börsenkürzel: KSC

 Aktienanzahl<sup>3</sup>: 32,535

 Marketcap<sup>3</sup>: 38,72

 EnterpriseValue<sup>3</sup>: 38,28

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 18,9 %

 Transparenzlevel:  
 General Standard

 Marktsegment:  
 Regulierter Markt

 Rechnungslegung:  
 IFRS

Geschäftsjahr: 30.9

 Designated Sponsor:  
 VEM Aktienbank AG

**Analysten:**

 Philipp Leipold  
[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

 Cosmin Filker  
[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

 \* Katalog möglicher  
 Interessenskonflikte auf  
 Seite IV

**KPS AG <sup>\*5</sup>**
**Unternehmensprofil**

Branche: Beratung

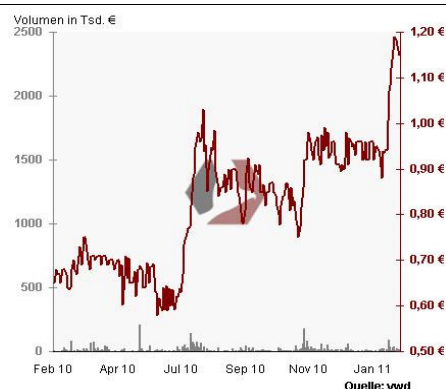
 Fokus: Transformationsberatung,  
 Prozessoptimierung

Mitarbeiter: 96 Stand: 30.9.2010

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Hartmut Cordes, Dietmar Müller



Die im Jahr 2000 gegründete KPS AG mit Sitz in München ist ein auf die Bereiche Business Transformation und Prozessoptimierung fokussiertes Beratungsunternehmen und zählt zu den hierfür führenden Häusern in Deutschland. Die Schwerpunkte liegen in der Strategie- und Prozessberatung sowie der Optimierung von Geschäftsprozessen mit Fokus auf die Branchen Handel und Konsumgüterindustrie sowie Produktion. Zudem liefert die Gesellschaft die System-Implementierung ganzheitlich für alle Prozesse im Finance/ Controlling, Wholesale, Retail, Manufacturing, Supply Chain Management, Service und Enterprise Performance Management. Die Hauptniederlassung von KPS befindet sich in München mit weiteren Standorten in Deutschland, Österreich und in der Schweiz. Im Rahmen von internationalen Kundenprojekten ist KPS in den Regionen EMEA (Europe, Middle-East und Africa), Amerika sowie Asien tätig. Laut der Lünedonk-Liste gehörte die KPS AG in 2009 erstmalig zu den TOP-25 Managementberatungen in Deutschland.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	30.9.2009	30.9.2010	30.9.2011e	30.9.2012e
Umsatz	40,67	49,58	54,40	56,00
EBITDA	4,34	5,46	5,92	6,16
EBIT	4,10	5,31	5,76	5,98
Jahresüberschuss	3,10	3,01	4,60	4,88

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,09	0,09	0,14	0,15
Dividende je Aktie	0,00	0,06	0,06	0,07

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,04	0,77	0,70	0,68
EV/EBITDA	9,72	7,01	6,47	6,21
EV/EBIT	10,28	7,22	6,65	6,40
KGV	12,51	12,88	8,41	7,94
KBV		9,09		

**Finanztermine:**
**Datum: Ereignis**

 31.03.2011: Hauptversammlung  
 30.05.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht  
 19.08.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht

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

 7.7.2010: RS / 1,08 / KAUFEN  
 18.3.2010: RS / 1,04 / KAUFEN

 RS = Research Studie; RG = Research Guide;  
 \*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	1
Kundenkreis.....	1

## Markt und Marktumfeld

Markt.....	2
------------	---

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	3
Geschäftsentwicklung 2009/10.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	7
SWOT-Analyse KPS AG.....	8
Prognose und Modellannahmen.....	9

## Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	11
Modellannahmen.....	11
Bestimmung der Kapitalkosten.....	11
Bewertungsergebnis.....	11
Fazit .....	13

## Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	II
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	IV

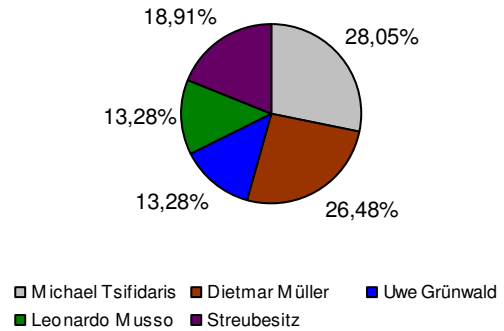
## Unternehmen

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Michael Tsifidaris	28,05
Dietmar Müller	26,48
Uwe Grünwald	13,28
Leonardo Musso	13,28
Streubesitz	18,91

Quelle: KPS, GBC

**Aktionärsstruktur**



### Kundenkreis

Zum Kundenstamm der KPS AG gehört eine Reihe von renommierten Konzernen. Dabei liegt der Fokus auf den Branchen Handel und Konsumgüterindustrie. Im Nachfolgenden werden einige ausgewählte Referenzen aufgeführt:

Dansk Supermarked	BESTSELLER
eCCO	ESCADA
ESPRIT	HUGO HUGO BOSS
s.Oliver	VW

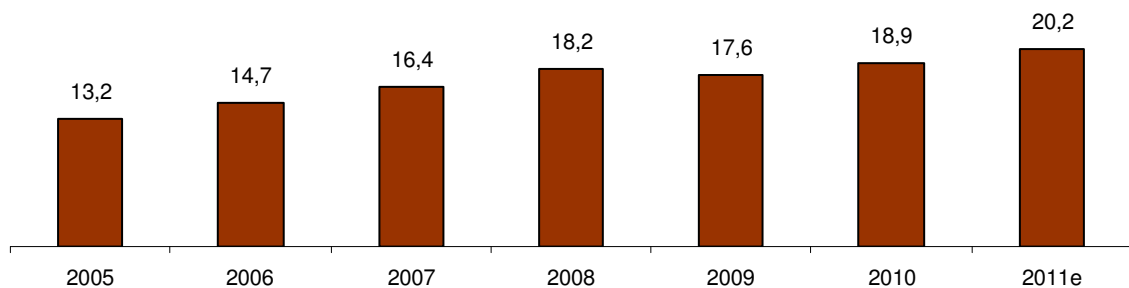
## Markt und Marktumfeld

### Markt für Managementberatung wird in 2011 weiter zulegen; Steigende Investitionsbereitschaft für IT auf dem deutschen und europäischen Markt erwartet

Laut dem Bundesverband Deutscher Unternehmensberater (**BDU**) legte der Markt für Managementberatung im abgelaufenen Jahr 2010 um 16,9 % auf 18,9 Mrd. € zu und ist damit wieder auf den Wachstumskurs zurückgekehrt. Damit fiel das Umsatzplus mehr als doppelt so hoch aus wie das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland. Nach einem Umsatzrückgang von -3,1 % auf 17,6 Mrd. € in 2009 konnte die Consultingbranche somit im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 wieder deutlich zulegen.

Eine größere Nachfrage war dabei vor allem aus der Konsumgüterindustrie, der Chemie- und Pharmabranche sowie der Maschinenbaubranche zu verzeichnen. Die nachstehende Graphik zeigt die Entwicklung des deutschen Beratungsmarktes.

Umsatz im deutschen Beratungsmarkt (in Mrd. €)



Quelle: BDU, GBC

Auch für das laufende Geschäftsjahr 2011 zeigt sich der Branchenverband BDU laut einer Umfrage zuversichtlich. Demnach erwarten rund 75 % der Beratungsgesellschaften steigende Umsatzerlöse für das laufende Jahr. Der BDU rechnet mit einem Branchenumsatz für 2011 von 20,2 Mrd. €, was einer Zuwachsrate von knapp 7 % entspricht.

Besonders optimistisch gestimmt sind hier vor allem die Consultingunternehmen mit einem Umsatz in einer Größenordnung zwischen 5 Mio. € und 45 Mio. €. In dieser Gruppe erwarten rund 90 % der Unternehmen ein Umsatzwachstum für 2011. Die Beratungsunternehmen mit einem Umsatz von über 45 Mio. € zeigen sich leicht zurückhaltender aber dennoch optimistisch. Hier gehen rund 70 % der Unternehmen von steigenden Umsätzen in 2011 aus. Als Antriebsmotor sollte sich in 2011 die Branche des Verarbeitenden Gewerbes erweisen.

Ende Oktober 2010 hat auch der Branchenverband Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (**BITKOM**) die Prognosen für den deutschen Markt der Informationstechnik und Telekommunikation (ITK) angehoben. Für das abgelaufene Jahr 2010 wurde demnach ein Wachstum um 1,4 % auf 141,6 Mrd. € in Aussicht gestellt. Zuvor war der Branchenverband hier nur von einer stabilen Entwicklung ausgegangen. Der Markt für Software und IT-Services (Outsourcing, IT-Beratung und Wartung) sollte demnach um 1,7 % auf 46,7 Mrd. € in 2010 zugelegt haben. Für das nun bereits angelaufene Geschäftsjahr 2011 erwartet der Branchenverband BITKOM dann einen weiteren Anstieg des deutschen ITK-Marktes um 2 % auf dann 144,5 Mrd. €. Auch im laufenden Jahr 2011 soll sich dabei der Markt für Software und IT-Services laut BITKOM überproportional entwickeln. Gemäß des BITKOM-Index ist die Stimmung in der IT-Branche so gut wie lange nicht mehr.

Der europäische ICT-Markt soll sich im laufenden Jahr 2011 ebenfalls erfreulich entwickeln. So prognostizierte der europäische Branchenverband European Information Technology Observatory (**EITO**) im Dezember 2010 ein Umsatzwachstum des Gesamtmarktes Informationstechnologie und Kommunikation für 2011 von 1,5 % auf ein Volumen von 715 Mrd. €. Auch hier werden die Anbieter von Softwarelösungen und IT-Dienstleistungen am meisten von der konjunkturellen Erholung profitieren. Demnach sollten die Umsätze in diesem Segment gemäß EITO um 3,9 % auf 314 Mrd. € ansteigen.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2008/09	in % vom Umsatz	GJ 2009/10	in % vom Umsatz	GJ 2010/11e	in % vom Umsatz	GJ 2011/12e	in % vom Umsatz
Umsatzerlöse	40,669	100,0%	49,578	100,0%	54,400	100,0%	56,000	100,0%
sonstige betriebliche Erträge	3,247	8,0%	0,279	0,6%	0,250	0,5%	0,300	0,5%
<b>Betriebsleistung</b>	<b>43,916</b>	<b>108,0%</b>	<b>49,857</b>	<b>100,6%</b>	<b>54,650</b>	<b>100,5%</b>	<b>56,300</b>	<b>100,5%</b>
Materialaufwand	-19,715	-48,5%	-25,315	-51,1%	-28,035	-51,5%	-28,840	-51,5%
Personalaufwand	-14,373	-35,3%	-13,213	-26,7%	-14,700	-27,0%	-15,100	-27,0%
Abschreibungen	-0,236	-0,6%	-0,155	-0,3%	-0,160	-0,3%	-0,180	-0,3%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,489	-13,5%	-5,869	-11,8%	-6,000	-11,0%	-6,200	-11,1%
sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,046	0,1%	0,040	0,1%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-0,352	-0,9%	-1,114	-2,2%	-0,250	-0,5%	-0,150	-0,3%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit</b>	<b>3,797</b>	<b>9,3%</b>	<b>4,231</b>	<b>8,5%</b>	<b>5,505</b>	<b>10,1%</b>	<b>5,830</b>	<b>10,4%</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,666	-1,6%	-1,213	-2,4%	-0,881	-1,6%	-0,933	-1,7%
sonstige Steuern	-0,035	-0,1%	-0,013	0,0%	-0,020	0,0%	-0,020	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,096</b>	<b>7,6%</b>	<b>3,005</b>	<b>6,1%</b>	<b>4,604</b>	<b>8,5%</b>	<b>4,877</b>	<b>8,7%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4,34</b>		<b>5,46</b>		<b>5,92</b>		<b>6,16</b>	
<b>in % von der Gesamtleistung</b>	<b>10,7</b>		<b>11,0</b>		<b>10,9</b>		<b>11,0</b>	
<b>EBIT</b>	<b>4,10</b>		<b>5,31</b>		<b>5,76</b>		<b>5,98</b>	
<b>in % von der Gesamtleistung</b>	<b>10,1</b>		<b>10,7</b>		<b>10,6</b>		<b>10,7</b>	
<b>Aktienanzahl in Mio. Stück</b>	<b>32,74</b>		<b>32,74</b>		<b>32,54</b>		<b>32,54</b>	
<b>Ergebnis je Aktie in €</b>	<b>0,09</b>		<b>0,09</b>		<b>0,14</b>		<b>0,15</b>	
<b>Dividende je Aktie in €</b>	<b>0,00</b>		<b>0,06</b>		<b>0,07</b>		<b>0,07</b>	

## Geschäftsentwicklung 2009/10 - Starkes Umsatzwachstum auf knapp 50 Mio. €

in Mio. €	GJ 2008/09	Δ 2009/2010	GJ 2009/10
Umsatzerlöse	40,67	+21,9 %	49,58
EBITDA	4,34	+25,8 %	5,46
EBITDA-Marge	10,7 %		11,0 %
EBIT	4,10	+29,3 %	5,31
EBIT-Marge	10,1 %		10,7 %
Jahresüberschuss	3,10	-2,9 %	3,01
EPS in €	0,09		0,09

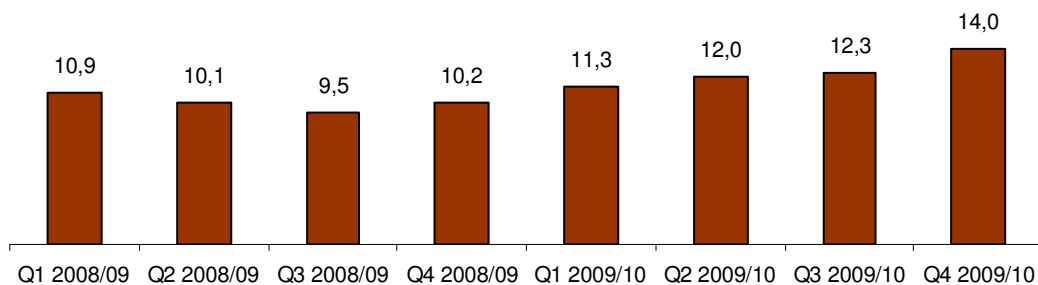
Quelle: KPS; GBC AG

### Umsatzentwicklung - Operative Entwicklung deutlich über den Erwartungen

Das Beratungsunternehmen KPS kann auf ein hervorragendes abgelaufenes Geschäftsjahr 2009/10 (GJ-Ende 30.9.2010) zurückblicken. Die vorgelegten Ergebniszahlen des Unternehmens lagen sowohl deutlich über unseren eigenen Schätzungen als auch den unternehmensinternen Prognosen. Auf Konzernebene konnten die Umsatzerlöse im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 signifikant um 21,9 % auf 49,58 Mio. € (VJ: 40,67 Mio. €) gesteigert werden. Unsere bisherige Umsatzprognose von 43,50 Mio. € wurde somit deutlich übertroffen. Das Wachstum erfolgte dabei aus rein organischer Kraft und ist für uns ein Beleg für die ausgezeichnete Marktpositionierung der KPS in den Bereichen Handel und Konsumgüter. Die Auslastungsquote der Beratungsmannschaft belief sich auf über 90 %, was im Branchenvergleich einen exzellenten Wert darstellt.

Die Dynamik der Umsatzentwicklung hat sich im Jahresverlauf zunehmend beschleunigt, wie der nachfolgenden Graphik zu entnehmen ist.

**Umsatzentwicklung auf Quartalsebene (in Mio. €)**



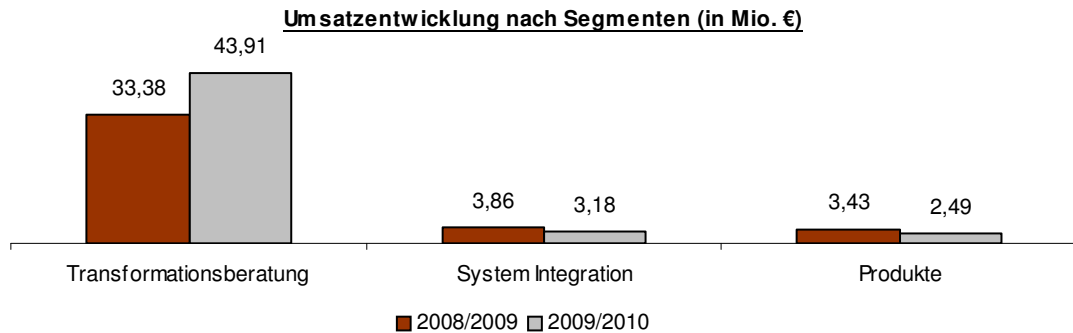
Quelle: KPS; GBC AG

Allein im Schlussquartal konnte ein Umsatzvolumen von 14,0 Mio. € erzielt werden, was gleichermaßen eine deutliche Steigerung gegenüber den Vorquartalen als auch einen neuen Umsatzrekord auf Quartalsebene bedeutet. Diese erfreuliche Entwicklung ist dabei nicht unwesentlich auf das Transformationsprojekt mit der größten dänischen Supermarktkette *Dansk Supermarked* zurückzuführen. *Dansk Supermarked* gehört zu dem dänischen Konzern A. P. Möller-Maersk. Bei der SAP Retail Implementierung bei *Dansk Supermarked* handelt es sich derzeit um das größte Retail Transformationsprojekt in Europa.



Ein Blick auf die einzelnen Segmente verdeutlicht, dass das Wachstum ausschließlich aus dem Kernbereich „**Transformationsberatung**“ stammt. Hier wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 ein Umsatz in Höhe von 43,91 Mio. € (VJ: 33,38 Mio. €) erzielt. Dieser Bereich zeigt sich damit für knapp 89 % (VJ: 82,1 %) der Gesamtumsätze verantwortlich.

Die beiden anderen Segmente „**System Integration**“ und „**Produkte**“ verzeichneten dagegen einen Umsatzrückgang auf 3,18 Mio. € (VJ: 3,86 Mio. €) respektive 2,49 Mio. € (VJ: 3,43 Mio. €).



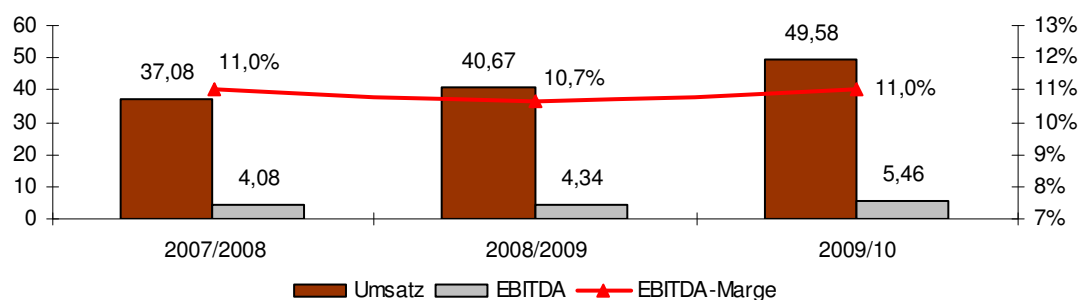
Quelle: KPS; GBC AG

### Ergebnisentwicklung - EBITDA-Marge mit 11 % konstant auf hohem Niveau

Der Material- und Personalaufwand umfasst zum überwiegenden Teil die Löhne für die Beratungsmannschaft. Während im Materialaufwand hauptsächlich die freien Mitarbeiter erfasst werden, bilden die festangestellten Mitarbeiter den Personalaufwand. Von den knapp 100 festen Mitarbeitern der KPS AG sind rund 85 im Beratungsbereich tätig. Die gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum gesunkene Mitarbeiteranzahl erklärt die niedrigeren Personalaufwendungen (2009/10: -13,21 Mio. € vs. 2008/09: 14,37 Mio. €).

Der deutliche Anstieg der Gesamtleistung wurde folglich vor allem über die Hinzunahme von freien Mitarbeitern bewerkstelligt, was sich auch in einer Steigerung des Materialaufwands widerspiegelt. Der Materialaufwand lag in 2009/10 bei 25,32 Mio. € nach 19,72 Mio. € im Vorjahr. Inklusiv des Netzwerks der freien Mitarbeiter gehören mehr als 300 Berater zu der KPS AG.

Nachdem die sonstigen betrieblichen Erträge im Vorjahreszeitraum durch Sondereffekte geprägt waren, fielen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 keinerlei außerordentliche Erträge an. Die sonstigen betrieblichen Erträge betragen 0,27 Mio. € (VJ: 3,22 Mio. €), was einerseits durch den Wegfall von aktivierten Eigenleistungen (VJ: 0,37 Mio. €) und andererseits durch die geringere Auflösung von Rückstellungen (2009/10: 0,06 Mio. € vs. 2008/09: 2,32 Mio. €) zu erklären ist.



Quelle: KPS; GBC AG

Das kontinuierliche Wachstum von KPS in den vergangenen drei Jahren wurde begleitet von einer anhaltend sehr guten operativen Marge, auch wenn diese Margen in den Geschäftsjahren 2007/08 und 2008/09 aufgrund von Sondereffekten noch positiv beeinflusst waren. So verbesserte sich das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) von 4,08 Mio. € in 2007/08 auf 5,46 Mio. € in 2009/10. Und auch das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) lag im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 mit 5,21 Mio. € (VJ: 4,10 Mio. €) auf einem neuerlichen Rekordniveau und konnte unsere EBIT-Schätzung von bisher 4,53 Mio. € signifikant übertreffen.

Das Finanzergebnis wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 durch einen einmaligen Vorgang belastet. So mussten Zinsen auf strittige Steuernachzahlungen eines Tochterunternehmens aus den Vorjahren in Höhe von 0,67 Mio. € entrichtet werden. Bereinigt um diesen einmaligen Sondereffekt belief sich das Zinsergebnis auf -0,41 Mio. € und lag damit im Rahmen unserer Erwartungen.

Die hohe Konzernsteuerquote von knapp 30 % für das Gesamtjahr 2009/10 ist ebenfalls auf einen Einmaleffekt zurückzuführen. Vor dem Hintergrund der noch bestehenden Verlustvorträge haben wir hier mit einer Steuerquote von 16 % für 2009/10 gerechnet. Eine periodenfremde Steuerzahlung für Gewerbesteuernachzahlungen in Höhe von -1,71 Mio. € führte hier zu der hohen Steuerquote auf Konzernebene. Insgesamt wurde somit das Nettoergebnis durch Rückstellungen für strittige Steuernachzahlungen von rund 2,3 Mio. € belastet. Eine Auflösung der gebildeten Rückstellungen könnte jedoch in den Folgeperioden zu entsprechenden außerordentlichen Erträgen führen, wenn ein BFH-Entscheid hinsichtlich der Steuerbefreiung von Sanierungsgewinnen positiv ausfällt.

Die beiden oben beschriebenen Sonderbelastungen führten dazu, dass der Jahresüberschuss leicht unter Vorjahreshöhe lag. Der Jahresüberschuss für das abgelaufene Geschäftsjahr 2009/10 belief sich auf 3,01 Mio. € (VJ: 3,10 Mio. €), was auf Basis einer ausstehenden Aktienanzahl von 32,74 Mio. einem Gewinn je Aktie von 0,09 € (VJ: 0,09 €) entspricht.

Überaus positiv und als Signal an den Kapitalmarkt werten wir zudem die Ankündigung des Vorstands, für das Gesamtjahr 2009/10 erstmalig eine Dividende von 0,06 bis 0,07 € je Aktie an die Aktionäre auszuschütten. Maßgeblich für die Dividendenzahlung ist die Tatsache, dass die KPS AG im Einzelabschluss 2009/10 ein positives Eigenkapital von 38,46 Mio. € ausweist. Da die Ausschüttung der Dividende aus dem steuerlichen Einlagenkonto erfolgt, sollte die Dividende für Aktionäre zudem steuerfrei sein.

## Bilanzielle und finanzielle Situation - Weitere Verbesserung der Bilanzrelationen

in Mio. €	GJ 2008/09	GJ 2009/10
Eigenkapital	3,81	4,26
<i>EK-Quote</i>	<i>18,8 %</i>	<i>18,5 %</i>
Nettoverschuldung	3,76	3,41
Operatives Anlagevermögen	0,94	0,80
Net Working Capital	-2,98	-6,11

Quelle: KPS; GBC AG

Die bilanziellen Relationen der Gesellschaft haben sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 weiter verbessert. Das Eigenkapital erhöhte sich zum 30.9.2010 auf 4,26 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 18,5 % gleichkommt.

Auf der Aktivseite der Bilanz erhöhten sich die latenten Steuern infolge der Aktivierung von vorhandenen Verlustvorträgen um rund 1,3 Mio. € auf 2,43 Mio. €. Dies geschah auch vor dem Hintergrund, dass die Perspektiven der weiteren operativen Entwicklung für die kommenden Geschäftsjahre von der Gesellschaft als sehr positiv eingestuft werden. Des Weiteren erhöhten sich die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen aufgrund des deutlich gestiegenen Geschäftsvolumens um knapp 30 % auf 8,69 Mio. € per Ende September 2010.

Gemäß Einbringungsvertrag führte eine vertraglich vereinbarte Gewinnausschüttung aus dem Bilanzgewinn 2007 der vormaligen KPS Consulting GmbH im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 zu einem Mittelabfluss von knapp 2,6 Mio. €. Dadurch reduzierte sich das Eigenkapital entsprechend um diesen Betrag.

Die Bankverbindlichkeiten wurden im vergangenen Geschäftsjahr deutlich um knapp 2,4 Mio. € auf 1,38 Mio. € zum 30.9.2010 zurückgeführt.

Zudem musste eine Rückstellung von 2,37 Mio. € für mögliche Risiken im Zusammenhang mit der gewerbesteuerlichen Anerkennung von Sanierungsgewinnen der ehemaligen autinform gebildet werden. Dies hatte den deutlichen Anstieg der Steuerrückstellungen auf 2,86 Mio. € (VJ: 0,28 Mio. €) zur Folge.

Die Investitionen lagen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 mit lediglich 0,06 Mio. € auf einem sehr moderaten Niveau und spiegeln den geringen Investitionsbedarf der Gesellschaft wider.

## SWOT - ANALYSE KPS AG

### Stärken

- Hoher Auftragsbestand sorgt für hohe Auslastung der Beratungsmannschaft sowie für eine gute Planbarkeit der Umsätze
- Hervorragende Marktpositionierung und namhafte Referenzen in den Branchen Handel, Fashion und Konsumgüterindustrie
- Flexible Kostenstruktur aufgrund eines hohen Anteils an freien Mitarbeitern
- Gutes Netzwerk und langjährige Zusammenarbeit mit bewährten Freelancern
- USP durch Rapid Transformation Methode
- Margensituation des Konzerns und die erzielbaren Tagessätze zeugen von strategischer Relevanz der Projekte bei den Kunden
- Steuerlich nutzbare Verlustvorträge von über 60 Mio. € führen zu einer moderaten Steuerbelastung in den kommenden Jahren
- Aufnahme der Dividendenzahlung; Steuerfreie Dividendenrendite von knapp 6 %

### Schwächen

- Noch relativ geringe Eigenkapitalquote
- Geringer Streubesitz führt noch zu einem geringen Handelsvolumen in der Aktie
- Goodwill von 10,2 Mio. € stellt einen wesentlichen Teil des Vermögens auf der Aktivseite dar

### Chancen

- Verstärkte Internationalisierung eröffnet Umsatzpotentiale
- Erschließung neuer Branchen könnte zu einer Umsatzausweitung führen
- Zunehmende Unternehmensgröße eröffnet die Möglichkeit von Skaleneffekten
- Weitere positive Konjunktorentwicklung sollte Branchenumfeld weiter beleben

### Risiken

- Ausbleiben von Neukundengewinnung könnte sich negativ auf der Umsatzseite auswirken
- Bestandskunden könnten Verträge nicht verlängern
- Konjunkturelles Risiko, da Beratungs- und IT-Ausgaben eng mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung verbunden sind
- Abschreibung auf immaterielles Vermögen würde die Eigenkapitalquote verringern

## Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2009/10	GJ 2010/11e	GJ 2011/12e
Umsatzerlöse	49,58	54,40	56,00
EBITDA (Marge)	5,46 (11,0 %)	5,92 (10,9 %)	6,16 (11,0 %)
EBIT (Marge)	5,31 (10,7 %)	5,76 (10,6 %)	5,98 (10,7 %)
Jahresüberschuss	3,01	4,60	4,89
EPS	0,09	0,14	0,15

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen - Wachstumskurs wird auch in 2010/11 ungebrochen fortgesetzt

Der Wachstumskurs der KPS AG sollte sich nach unserer Einschätzung auch im laufenden Geschäftsjahr 2010/11 ungebrochen fortsetzen. Die Gesellschaft verfügt nach wie vor über einen hervorragenden Auftragsbestand, der eine hohe Auslastung der Beratungsmannschaft in den kommenden Quartalen gewährleisten sollte. Hierfür verantwortlich sind auch etliche Neukunden, die im abgelaufenen Geschäftsjahr gewonnen werden konnten.

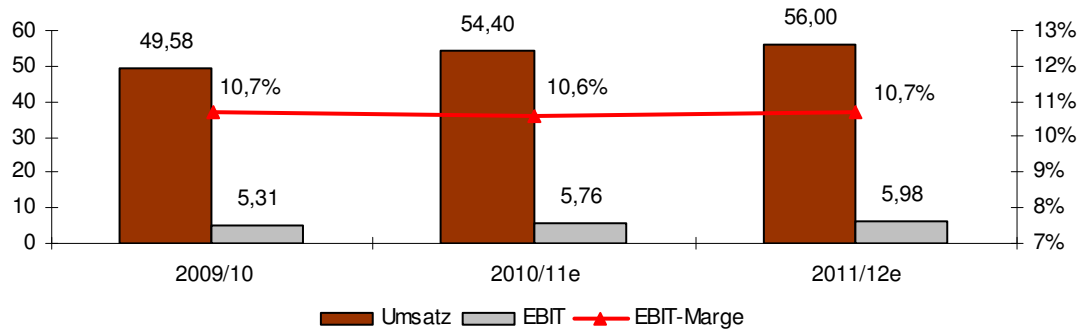
Für das laufende Geschäftsjahr 2010/11 erwarten wir einen erneuten Umsatzzuwachs um 9,7 % auf 54,40 Mio. €. Bereits im gerade gemeldeten ersten Quartal 2010/11 konnte die KPS AG ein deutliches Umsatzwachstum verzeichnen. Der Umsatz lag im ersten Quartal 2010/11 mit 13,2 Mio. € rund 16,8 % über dem vergleichbaren Vorjahresniveau von 11,3 Mio. €. Der Basiseffekt fiel hier allerdings besonders hoch aus, da im ersten Quartal 2009/10 der niedrigste Umsatz des vergangenen Geschäftsjahres auf Quartalsebene erzielt wurde und in den Folgequartalen sukzessive gesteigert werden konnte. Wir gehen daher davon aus, dass sich die Wachstumsrate im weiteren Jahresverlauf hinsichtlich der Dynamik gegenüber dem Q1 2010/11 etwas abschwächen sollte und schließlich bei 10,9 % liegt.

Die im Ausland gewonnenen Referenzprojekte sollten zur Konsequenz haben, dass sich die Auslandsquote gemessen an den Konzernumsätzen im laufenden Geschäftsjahr 2010/11 weiter erhöht.

### Ergebnisprognosen - Erwartete EBIT-Marge mit 10,6 % auf hohem Niveau

Die Materialkosten sowie die Personalaufwendungen sollten sich gemäß unserer Schätzung in 2010/11 analog dem Umsatzzuwachs erhöhen. Dies sollte folglich einhergehen mit einem weiteren Anstieg der Beratungsmannschaft. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen erwarten wir für das Geschäftsjahr 2010/11 einen gegenüber dem Umsatz leicht unterproportionalen Kostenanstieg. Dies ist unter anderem auf Einsparungen infolge der Verlegung der Büroräumlichkeiten nach Unterföhring bei München zurückzuführen. Zudem sollten sinkende Rechts- und Beratungskosten hier zu einer Entlastung auf der Kostenseite führen.

Hinsichtlich des operativen Ergebnisses im laufenden Geschäftsjahr 2010/11 sind wir überaus zuversichtlich, dass sich die Profitabilität von KPS weiterhin auf einem hohen Niveau bewegen wird. Das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) sehen wir für 2010/11 bei 5,76 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 10,6 % entspricht. Verzerrende Sondereffekte sollten dabei keine anfallen. Die nachstehende Graphik veranschaulicht unsere Schätzungen für Umsatz, EBIT und EBIT-Marge für die Geschäftsjahre 2010/11 sowie 2011/12.



Quelle: GBC AG

Das Finanzergebnis sollte aufgrund der Bankkredite von knapp 1,4 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr 2010/11 mit erwarteten -0,25 Mio. € leicht negativ ausfallen. Auf Konzernebene rechnen wir für 2010/11 mit einer Steuerquote von 16,0 %. Eine Steuernachzahlung, wie im abgelaufenen Geschäftsjahr, sollte sich nach unserer Einschätzung mit höchster Wahrscheinlichkeit nicht wiederholen, vielmehr ist sogar möglich, dass die gebildeten Rückstellungen für die Steuernachzahlungen zukünftig erfolgswirksam aufgelöst werden könnten.

Beim Jahresüberschuss erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2010/11 einen Wert in Höhe von 4,60 Mio. €, was einem Ergebnis je Aktie (EPS) von 0,14 € entspricht. Hierbei haben wir bereits die bislang im Rahmen des aktuell laufenden Aktienrückkaufprogramms zurückgekauften eigenen Aktien berücksichtigt. Bis zum Stichtag 28. Januar 2011 wurden 205.125 eigene Aktien zu einem Durchschnittspreis von 0,93 € über die Börse zurückgekauft.

Für das kommende Geschäftsjahr 2011/12 antizipieren wir lediglich einen moderaten Umsatzanstieg auf dann 56,00 Mio. €. Damit tragen wir unserer konservativen Betrachtungsweise Rechnung.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die KPS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010/11 und 2011/12 in Phase 1, erfolgt von 2012/13 bis 2017/18 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir unter konservativen Gesichtspunkten nur Steigerungen beim Umsatz von 2,0 % angenommen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir infolge der Verlustvorträge mit 16,0 % 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 2,0 % sowie eine Steuerquote von 29,80 %.

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der KPS 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 3,00 % (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 1,50.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,50 % (bisher: 11,50 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 25 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,52 % (bisher: 10,52 %).

#### Bewertungsergebnis - Erhöhung des Kursziels auf 1,50 €

**Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,52 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011/12 entspricht als Kursziel 1,50 €.**

**Damit haben wir das bisherige Kursziel von 1,08 € nach oben korrigiert. Diese Anpassung berücksichtigt dabei unsere deutlich erhöhten Prognosen. Mit einem KGV für die beiden Geschäftsjahre 2010/11 respektive 2011/12 in Höhe von 7 bzw. 8 erscheint die Bewertung von KPS auch auf Multiplikatorbasis attraktiv. Somit ist die Gesellschaft auch weiterhin mit einem Potential von mehr als 30 % unterbewertet.**

## KPS AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	11,0%	ewige EBITA - Marge	10,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	12,9%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	-1,5%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio.	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	54,40	56,00	57,12	58,26	59,43	60,62	61,83	63,07	
US Veränderung	9,7%	2,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	54,40	40,00	31,73	29,43	27,29	25,30	23,46	21,75	
EBITDA	5,91	6,16	6,28	6,41	6,54	6,67	6,80	6,94	
EBITDA-Marge	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	5,75	5,98	6,10	6,18	6,28	6,39	6,49	6,60	
EBITA-Marge	10,6%	10,7%	10,7%	10,6%	10,6%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Steuern auf EBITA	-0,94	-0,98	-0,98	-0,99	-1,01	-1,02	-1,04	-1,06	-1,06
zu EBITA	16,4%	16,3%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	4,81	5,00	5,13	5,19	5,28	5,37	5,45	5,54	
Working Capital (WC)	-4,00	-2,00	-0,86	-0,87	-0,89	-0,91	-0,93	-0,95	
WC zu Umsatz	-7,4%	-3,6%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	
Investitionen in WC	-2,16	-2,00	-1,14	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,00	1,40	1,80	1,98	2,18	2,40	2,64	2,90	
AFA auf OAV	-0,16	-0,18	-0,18	-0,23	-0,25	-0,28	-0,31	-0,34	
AFA zu OAV	16,0%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	
Investitionen in OAV	-0,36	-0,58	-0,58	-0,41	-0,45	-0,50	-0,55	-0,60	
Investiertes Kapital	-3,00	-0,60	0,94	1,11	1,29	1,49	1,71	1,95	
EBITDA	5,91	6,16	6,28	6,41	6,54	6,67	6,80	6,94	
Steuern auf EBITA	-0,94	-0,98	-0,98	-0,99	-1,01	-1,02	-1,04	-1,06	
Investitionen gesamt	-2,52	-2,58	-1,72	-0,39	-0,44	-0,48	-0,53	-0,58	
Investitionen in OAV	-0,36	-0,58	-0,58	-0,41	-0,45	-0,50	-0,55	-0,60	
Investitionen in WC	-2,16	-2,00	-1,14	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,46	2,60	3,58	5,03	5,10	5,17	5,23	5,30	54,98
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	48,36	50,85							
Barwert expliziter FCFs	21,06	20,68							
Barwert des Continuing Value	27,30	30,17							
Nettoschulden (Net debt)	-0,49	-0,99							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	48,85	51,83							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	48,85	51,83							
Ausstehende Aktien in Mio.	32,535	32,535							
Fairer Wert der Aktie in	1,50	1,59							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,50
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	34,2%
<b>WACC</b>	<b>10,5%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in

Kapital-	WACC								
	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
233,9%	1,87	1,75	1,64	1,55	1,47	1,40	1,34	1,29	1,24
235,9%	1,88	1,75	1,65	1,56	1,48	1,41	1,35	1,30	1,25
237,9%	1,89	1,76	1,66	1,57	1,49	1,42	1,36	1,30	1,25
239,9%	1,90	1,77	1,67	1,57	1,49	1,42	1,36	1,31	1,26
241,9%	1,91	1,78	1,68	1,58	<b>1,50</b>	1,43	1,37	1,31	1,26
243,9%	1,92	1,79	1,68	1,59	1,51	1,44	1,37	1,32	1,27
245,9%	1,93	1,80	1,69	1,60	1,52	1,44	1,38	1,32	1,27
247,9%	1,94	1,81	1,70	1,61	1,52	1,45	1,38	1,33	1,28
249,9%	1,95	1,82	1,71	1,61	1,53	1,46	1,39	1,33	1,28



## Fazit

Fulminantes Geschäftsjahr 2009/10 mit einem Umsatzzuwachs von knapp 22 %; Wachstumskurs setzt sich in 2010/11 fort; Kursziel auf 1,50 € erhöht

Das Managementberatungsunternehmen KPS kann auf ein fulminantes Geschäftsjahr 2009/10 zurückblicken. Die Umsatzerlöse erreichten in 2009/10 annähernd die Schwelle von 50 Mio. € und übertrafen damit deutlich unsere Erwartungen. Auf Jahresbasis lag das organische Wachstum bei 21,9 %, wobei sich die Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte nochmals beschleunigte. Hier kamen insbesondere die Effekte aus dem Transformationsprojekt mit der größten dänischen Supermarktkette *Dansk Supermarked* zum Tragen. Die weiter gestiegene Auslandsquote an den Gesamtumsätzen auf knapp 20 % ist für uns ein klarer Beleg, dass die internationale Expansion planmäßig und erfolgreich voranschreitet.

Die EBIT-Marge lag im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 mit 10,6 % auf einem anhaltend hohen Niveau. Hierin waren keinerlei Sondereffekte enthalten. Belastet wurde aber das Nettoergebnis durch Rückstellungen für strittige Steuernachzahlungen von rund 2,3 Mio. €. Eine Auflösung der gebildeten Rückstellungen könnte jedoch in den Folgeperioden zu entsprechenden außerordentlichen Erträgen führen, sofern ein BFH-Entscheid positiv ausfällt. Sehr positiv werten wir die Ankündigung, für das abgelaufene Geschäftsjahr 2009/10 eine Dividende von 0,06 € bis 0,07 € an die Aktionäre auszuschütten, was einer aktuellen Rendite von mindestens 5,5 % entspricht. Die Dividendenauszahlung erfolgt dabei auf Ebene der Aktionäre steuerfrei.

Wir gehen davon aus, dass KPS auch im laufenden Geschäftsjahr 2010/11 den Wachstumskurs beibehalten wird. Für 2010/11 erwarten wir einen Umsatzzuwachs um 9,7 % auf dann 54,40 Mio. €. Unsere Zuversicht stützt sich dabei unter anderem auf den hohen Auftragsbestand, der für eine gute Auslastung der Beratungsmannschaft sowie damit einhergehend für eine hohe Planbarkeit bei den Umsätzen in den kommenden Quartalen sorgen sollte. Die hochkarätigen Referenzen in den Bereichen Handel und Konsumgüterindustrie sowohl im Inland als auch im Ausland sollten darüber hinaus die Geschäftsanbahnungen von KPS befördern.

Den Gewinn je Aktie für die beiden Geschäftsjahre 2010/11 sowie 2011/12 sehen wir bei 0,14 € respektive 0,15 €. Die Ertragsstärke der Gesellschaft sollte daher auch eine nachhaltige und dauerhafte Dividendenfähigkeit sicherstellen. Auch wenn die Eigenkapitalquote auf Konzernebene mit 18,5 % noch relativ niedrig ist, lässt die geringe Nettoverschuldung sowie der von uns erwartete positive freie Cash Flow in den kommenden Jahren eine Dividendenausschüttungsquote von mehr als 50 % zu. Mit einem KGV für das laufende Geschäftsjahr 2010/11 von unter 8 sehen wir das derzeitige Bewertungsniveau der KPS-Aktie, trotz des starken Kursanstiegs in den vergangenen Monaten weiterhin als attraktiv an.

**Mit Veröffentlichung der endgültigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2009/10 haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen kräftig nach oben angepasst. Gleichzeitig haben wir unser Kursziel für die Aktie der KPS AG deutlich auf 1,50 € (bisher: 1,08 €) angehoben. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs errechnet sich somit ein Potential von rund 35 %. Daher vergeben wir für die Aktie der KPS AG unverändert das Rating Kaufen.**

## 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:**

**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**

**Cosmin Filker, 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)