



## **Researchstudie (Update)**

# KPS

**Deutliches Wachstum im  
1. HJ 2013/14 von über 30 % -  
Prognosen bestätigt und  
Kursziel leicht erhöht**

**Kursziel: 7,70 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10

## KPS AG\*5

### Kaufen

**Kursziel: 7,70**

aktueller Kurs: 6,62  
16.6.2014 / ETR  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1A6V48  
WKN: A1A6V4  
Börsenkürzel: KSC  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 32,600  
Marketcap<sup>3</sup>: 215,81  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 198,31 in  
Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 19,4 %

Transparenzlevel:  
General Standard  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 30.9

Designated Sponsor:  
VEM Aktienbank AG

### Analysten:

Philipp Leibold  
leibold@gbc-ag.de

Felix Gode  
gode@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf Seite  
11

### Unternehmensprofil

Branche: Dienstleistungen

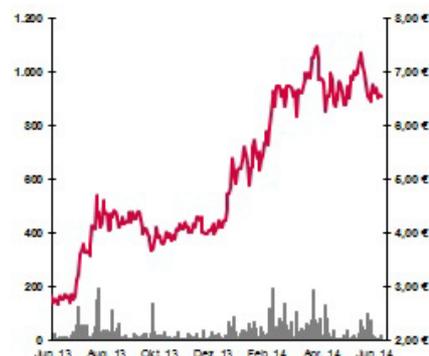
Fokus: Transformationsberatung, Prozessoptimierung

Mitarbeiter: 171 Stand: 31.3.2014

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Dietmar Müller



KPS Consulting ist ein auf die Bereiche Business Transformation und Prozessoptimierung spezialisiertes 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 im Handel und in der Konsumgüterindustrie sowie Produktion, Financial Services und Communication Solutions. Gleichzeitig liefert KPS die System-Implementierung ganzheitlich für alle Prozesse im Finance / Controlling, Wholesale, Retail, Manufacturing, Supply Chain Management, Service und Enterprise Performance Management. Dieses Alleinstellungsmerkmal verbunden mit einer bahnbrechenden Methodik, der KPS Rapid-Transformation Methodology, macht KPS Consulting zum führenden Transformationsberater. Die Zentrale der KPS Consulting befindet sich in München mit weiteren Standorten in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Im Rahmen internationaler Kundenprojekte EMEA (Europe, Middle-East und Africa), Amerika und Asien ist die KPS AG weltweit präsent.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	30.9.2012	30.9.2013	30.9.2014e	30.9.2015e
Umsatz	61,94	96,99	108,00	115,00
EBITDA	7,37	13,32	16,64	18,46
EBIT	6,91	12,54	15,89	17,76
Jahresüberschuss	4,67	16,25	12,75	14,29

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,14	0,50	0,39	0,44
Dividende je Aktie	0,11	0,22	0,25	0,29

Kennzahlen				
EV/Umsatz	3,20	2,08	1,84	1,72
EV/EBITDA	26,90	14,89	11,92	10,74
EV/EBIT	28,70	15,81	12,48	11,17
KGV	47,29	13,24	16,97	15,05
KBV		8,08		

### Finanztermine

20.08.2014: Veröffentlichung Q3-Bericht

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

5.3.2014: RS / 7,40 / KAUFEN

31.10.2013: RG / 4,50 / KAUFEN

13.6.2013: RS / 3,00 / KAUFEN

22.2.2013: RS / 2,60 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

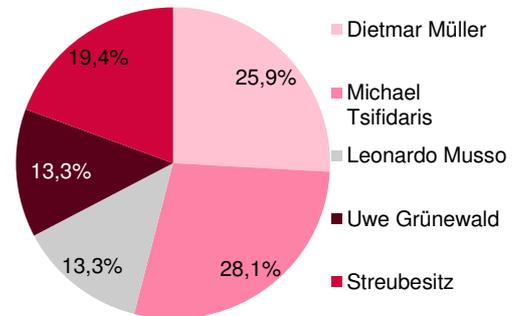
- Das Beratungshaus KPS AG konnte den Wachstumskurs im ersten Halbjahr 2013/14 erfolgreich fortsetzen. Das Umsatzwachstum belief sich hier auf hervorragende 30 %. Nach einem Umsatzvolumen von knapp 27 Mio. € im ersten Quartal 2013/14 konnte der Umsatz im zweiten Quartal 2013/14 auf über 28 Mio. € erhöht werden.
- Einhergehend mit dem deutlichen Umsatzwachstum erzielte die KPS AG eine signifikante Ergebnisverbesserung gegenüber dem Vorjahr. Das operative Ergebnis konnte im ersten Halbjahr 2013/14 auf rund 8,6 Mio. € (VJ: 5,7 Mio. €) gesteigert werden. Die EBIT-Marge von über 15 % lässt sich nach unserer Ansicht vor allem durch die strategische Relevanz der Projekte erklären. Auch die Auslastungsquote lag mit über 90 % auf einem ausgezeichneten Niveau.
- Wir gehen davon aus, dass sich der Wachstumskurs der KPS AG auch in den beiden Geschäftsjahren 2013/14 sowie 2014/15 fortsetzen wird. Für 2013/14 und 2014/15 rechnen wir mit einer weiter steigenden EBIT-Marge auf 14,7 % bzw. 15,4 %. Unsere Prognosen halten wir dabei für eher konservativ und gut erreichbar. Zusätzliche positive Effekte könnten sich nach unserer Einschätzung aus der ergebniswirksamen Auflösung von Rückstellungen, respektive durch gegenüber dem Vorjahr niedrigere Rückstellungen für Personalverpflichtungen ergeben. Einhergehend mit dieser Entwicklung sollte sich auch die Dividende in den kommenden Jahren weiter erhöhen.
- **Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir unser Kursziel für die Aktie von KPS leicht auf 7,70 € (bisher: 7,40 €) angehoben. Dies begründet sich durch den Roll-Over auf die neue Basis 2014/15. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs ergibt sich ein Kurspotential von rund 15 %. Wir vergeben weiterhin das Rating Kaufen.**

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.05.2013
Dietmar Müller	25,9 %
Michael Tsifidaris	28,1 %
Leonardo Musso	13,3 %
Uwe Grünewald	13,3 %
Streubesitz	19,4 %

Quelle: KPS AG; GBC AG



### 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:



## Geschäftsentwicklung 1. HJ 2013/14

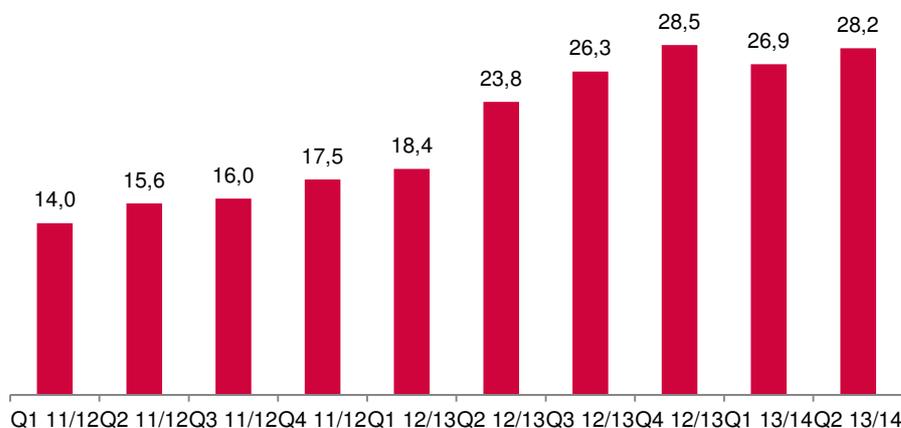
GuV (in Mio. €)	HJ 2012/13	Δ in %	HJ 2013/14
Umsatzerlöse	42,25	30,4%	55,10
EBITDA	5,90	52,9%	9,02
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>14,0%</i>		<i>16,4%</i>
EBIT	5,52	56,6%	8,64
<i>EBIT-Marge</i>	<i>13,1%</i>		<i>15,7%</i>
Jahresüberschuss	5,47	46,5%	8,01
EPS in €	0,17	45,6%	0,25

Quelle: KPS AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung – Wachstum von über 30 % im 1. HJ 2013/14

Das Beratungshaus KPS AG konnte den erfolgreichen Wachstumskurs auch im ersten Halbjahr 2013/14 des laufenden Geschäftsjahres unverändert fortsetzen. Das Umsatzwachstum belief sich im Berichtszeitraum auf über 30 %. Damit konnte die KPS AG erneut stärker zulegen als der Markt. In der kürzlich erschienenen Lünedonk-Liste belegt KPS inzwischen den 6. Platz bei den Managementberatungen, hinter den renommierten Wettbewerbern Roland Berger, Simon Kucher & Partners, Kienbaum und Horváth. In den letzten Jahren konnte die KPS AG eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von rund 25 % verzeichnen. Dabei hat KPS ihre führende Stellung im Bereich der Transformationsberatung und der Prozessoptimierung mit Fokus auf die Branchen Handel und Konsumgüter weiter ausgebaut. Das nachstehende Schaubild zeigt die Umsatzentwicklung nach Quartalen.

### Umsatzentwicklung nach Quartalen (in Mio. €)



Quelle: KPS AG; GBC AG

Die Umsätze haben sich im ersten Halbjahr 2013/14 sehr deutlich auf 55,1 Mio. € gegenüber 42,3 Mio. € im Vorjahr erhöht. Das operative Geschäft war durch eine sehr hohe Kundennachfrage und Auslastung der Beratungsmannschaft geprägt. Die Auslastungsquote lag über der Schwelle von 90 %, was einen hervorragenden Wert darstellt. Im zweiten Quartal 2013/14 lag der Umsatz mit 28,2 Mio. € sowohl über dem Vorquartal, als auch über dem Vorjahresquartal.

Die größten Zuwächse konnte KPS auf dem Heimatmarkt Deutschland erzielen. Hier legten die Umsätze deutlich auf 40,7 Mio. € (VJ: 30,2 Mio. €) zu. Von dem im Ausland erzielten Umsätzen in Höhe von 14,4 Mio. € (VJ: 12,1 Mio. €) entfallen über 80 % auf Skandinavien. Als wichtige Kunden sind hier Dansk Supermarked, ECCO und **BESTSELLER A/S** zu nennen.

Die KPS AG konnte das organische Wachstum einerseits durch die Gewinnung von Neukunden sowie andererseits durch die Hebung von Cross-Selling Potentialen bei bestehenden Kunden, als auch das schrittweise Anlaufen von wichtigen Projekten erreichen. Derzeit wichtige Beratungsthemen im SAP-Umfeld, wie Cross Channel Sales, E-Commerce und SAP HANA-KPS, kann KPS den Kunden im Rahmen ihres umfangreichen Leistungsportfolios anbieten. Zudem hat sich der Trend fortgesetzt, dass KPS aufgrund der wachsenden Unternehmensgröße vermehrt als Generalunternehmer bei Großkunden zum Zuge kommt. In den Branchen Handel und Konsum verfügt KPS über ausgezeichnete Referenzkunden.

Die KPS AG verfügt mit der selbst entwickelten Rapid Transformation® Methodik über ein klares Alleinstellungsmerkmal sowie über einen Technologievorsprung gegenüber vielen Konkurrenten. Dank dieser innovativen Projektmethodik können komplexe Transformationsprojekte zügig und erfolgreich umgesetzt werden.

### ***Ergebnisentwicklung – Deutliche Ergebnisverbesserung im 1. HJ 2013/14***

Einhergehend mit dem deutlichen Anstieg der Umsätze wurden auch Investitionen in den Personalaufbau getätigt. Zum Ende des ersten Halbjahres 2013/14 beschäftigte die KPS-Gruppe 171 Mitarbeiter. Davon sind mehr als 150 Mitarbeiter als Berater tätig. Die Verwaltung ist mit aktuell 13 Mitarbeitern für die inzwischen erreichte Unternehmensgröße nach unserer Ansicht sehr kostenschlank aufgestellt. Die Personalaufwendungen stiegen nach den ersten sechs Monaten 2013/14 auf 14,0 Mio. € (VJ: 12,6 Mio. €).

Bei dem Materialaufwand handelt es sich um den gewichtigsten Aufwandsposten. Der Materialaufwand lag im ersten Halbjahr 2013/14 bei 27,7 Mio. € (VJ: 20,2 Mio. €), was eine leicht erhöhte Materialaufwandsquote von 50,3 % in 2013/14 (VJ: 47,8 %) bedeutet. Dies lässt sich darauf zurückführen, dass zur erfolgreichen Abarbeitung des guten Auftragsbestands verstärkt freie Mitarbeiter zu den Kundenprojekten hinzugezogen wurden. Die Materialaufwendungen sind fast ausschließlich auf die Einbeziehung von externen Beratern zurückzuführen. Der Verkauf von Hardware oder fremder Software ist nur ein unwesentlicher Bestandteil des Geschäftsmodells von KPS.

Die Abschreibungshöhe lag im ersten Halbjahr 2013/14 mit 0,38 Mio. € auf Vorjahresniveau. Hingegen beliefen sich die Investitionen lediglich auf 0,01 Mio. € und sind Ausdruck des geringen Investitionsbedarfs des Geschäftsmodells von KPS.

Das operative Ergebnis entwickelte sich erneut hervorragend und konnte das bereits sehr gute Vorjahresergebnis nochmals deutlich übertreffen. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) stieg überproportional auf 8,61 Mio. €, nach 5,52 Mio. € im Vorjahr. Die EBIT-Marge erhöhte sich dementsprechend im ersten Halbjahr 2013/14 auf 15,7 % (VJ: 13,1 %). Diese hohe EBIT-Marge lässt sich nach unserer Ansicht vor allem durch die strategische Relevanz der Projekte sowie die in diesem Zusammenhang überdurchschnittlich hohen Tagessätze erklären.

Das Finanzergebnis fiel im ersten Halbjahr 2013/14 aufgrund der sehr soliden Bilanzrelationen fast ausgeglichen aus. Die Nettoliquidität lag bei rund 3 Mio. € und die Eigenkapitalquote bei über 50 %. Der Steueraufwand belief sich lediglich auf -0,60 Mio. € (VJ: -0,39), was einer Steuerquote von unter 10 % entspricht. Aufgrund der noch reichlich vorhandenen Verlustvorträgen unterliegt die KPS nur der Mindestbesteuerung. Folglich konnte der Jahresüberschuss auf 8,01 Mio. € (VJ: 5,47 Mio. €) gesteigert werden, was einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,25 € (VJ: 0,17 Mio. €) gleichkommt. Zusätzlich wurde anlässlich der Hauptversammlung im März 2014 eine Dividende von 0,22 € an die Aktionäre ausgeschüttet.

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2012/13	GJ 2013/14e	GJ 2014/15e
Umsatzerlöse	96,99	108,00	115,00
EBITDA	13,32	16,64	18,46
EBITDA-Marge	13,7%	15,4%	16,1%
EBIT	12,54	15,89	17,76
EBIT-Marge	12,9%	14,7%	15,4%
Jahresüberschuss	16,25	12,75	14,29
EPS in €	0,50	0,39	0,44

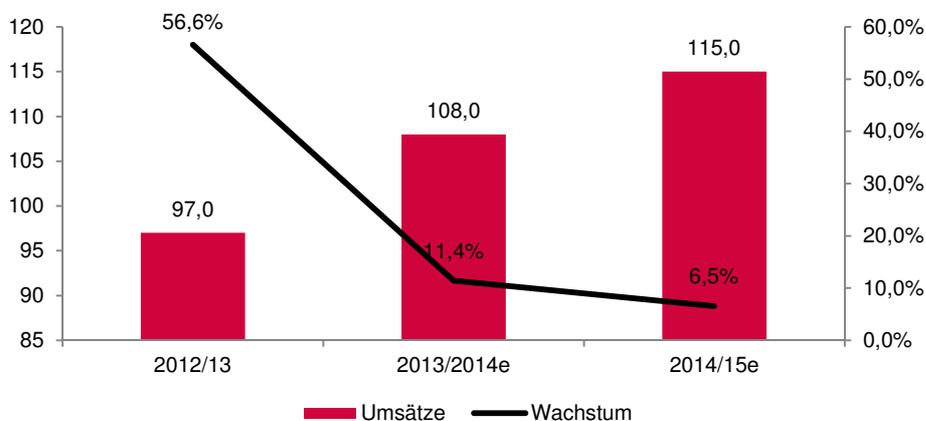
Quelle: GBC AG

### Umsatz- und Ergebnisprognosen – Schätzungen bestätigt

Unsere Schätzungen haben wir nach Vorlage des Halbjahresberichts 2013/14 unverändert belassen. Wir sehen die KPS AG auf einem sehr guten Weg unsere Prognosen zu erreichen. In der Vergangenheit hat KPS stets seine eigenen Prognosen erreicht und oftmals haben sich diese als zu konservativ erwiesen.

Nach der erfreulichen operativen Entwicklung im ersten Halbjahr 2013/14 gehen wir daher fest davon aus, dass sich der Wachstumskurs von KPS fortsetzt. Für das laufende Geschäftsjahr 2013/14 erwarten wir unverändert einen weiteren Umsatzzuwachs um 11,4 % auf 108,0 Mio. €. Damit sollte erstmalig die Umsatzgrenze von 100 Mio. € übertroffen werden. Gleichzeitig sollte sich jedoch unserer Ansicht nach die Wachstumsdynamik gegenüber der ersten Jahreshälfte abschwächen.

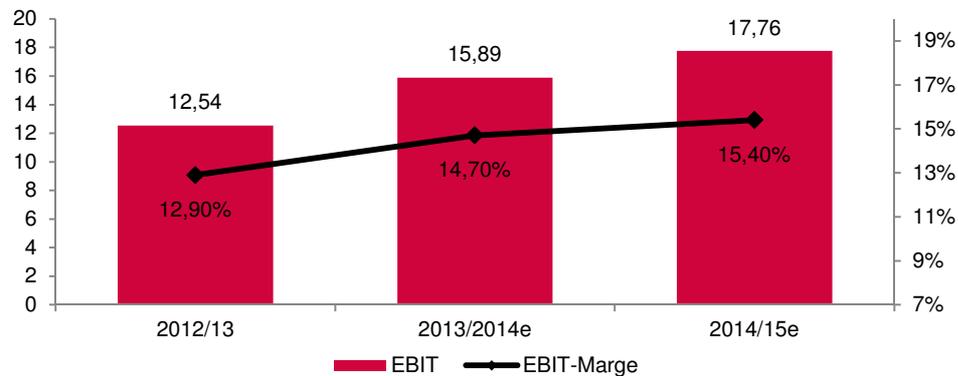
### Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Hinsichtlich des operativen Ergebnisses erwarten wir für die beiden Geschäftsjahre 2013/14 und 2014/15 einen weiteren Anstieg. Beim EBIT rechnen wir für 2013/14 mit einer Verbesserung auf 15,89 Mio. €. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 14,7 %. Das Unternehmen hat im Rahmen des Halbjahresberichts 2013/14 die eigene EBIT-Prognose um 0,5 Mio. € auf nunmehr 15 bis 16 Mio. € (bislang: 14,5 bis 15,5 Mio. €) erhöht. Darüber hinaus werten wir die Erhöhung der übrigen Rückstellungen im ersten Halbjahr 2013/14 auf 1,7 Mio. € (HJ 2012/13: 0,6 Mio. €) als Beleg einer konservativen Rechnungslegung. Auch vor diesem Hintergrund erachten wir unsere Prognosen für gut erreichbar.

## Ergebnisentwicklung



Quelle: GBC AG

Mögliche positive Sondereffekte könnten aus der Auflösung einer bestehenden Gewerbesteuerrückstellung resultieren. Die Gewerbesteuerrückstellung ist mit über 2 Mio. € in der Bilanz berücksichtigt. Des Weiteren halten wir es für durchaus denkbar, dass die Rückstellungen für Personalverpflichtungen in 2013/14 (2012/13: ~9,6 Mio. €) geringer ausfallen als im Vorjahreszeitraum. Auch weitere neu gewonnene Großaufträge könnten sich positiv auf die Umsatz- und Ertragssituation auswirken und zu einem über unseren Erwartungen liegenden Geschäftsverlauf führen.

Aufgrund der positiven Nettoliquidität ist zudem ein leicht positives Finanzergebnis in 2013/14 und 2014/15 zu erwarten. Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir unter konservativen Annahmen mit einer Steuerquote von 20 % gerechnet. Hier gilt es zu berücksichtigen, dass die KPS AG für die hohen vorhandenen Verlustvorträge (~Gewerbe- und Körperschaftssteuer jeweils über 80 Mio. €) bereits latente Steuern von rund 10 Mio. € aktiviert hat. Indes halten wir trotz der bereits aktivierten Verlustvorträge eine weitere Nachaktivierung von latenten Steuern mittelfristig für wahrscheinlich.

Den Jahresüberschuss für 2013/14 erwarten wir bei 12,75 Mio. €, was einem Gewinn je Aktie von 0,39 € entspricht. Bei einer von uns angenommenen Ausschüttungsquote von rund 50 % des EBIT, ergibt sich eine erwartete Dividende von 0,25 € für 2013/14. Infolge der sehr gesunden Bilanz sowie den hohen vorhandenen Verlustvorträgen ist das Unternehmen durchaus in der Lage, die Ausschüttungsquote zu erhöhen.

## **BEWERTUNG**

### **Modellannahmen**

Die KPS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013/14 und 2014/15 in Phase 1, erfolgt von 2015/16 bis 2020/21 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir unter konservativen Gesichtspunkten Steigerungen beim Umsatz von 6,0 % angenommen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,1 % unterstellt. Die Steuerquote haben wir konservativ mit 20,0 % berücksichtigt. Zudem haben wir die aktivierten latenten Steuern in Höhe von 10,0 Mio. € als Financial Asset 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 2,00 %.

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 1,30.

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 9,1 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jährigen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,1 %.

### **Bewertungsergebnis**

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,1 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014/15 entspricht einem Kursziel in Höhe 7,70 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel 7,40 € infolge des Roll-Over auf die neue Basis Geschäftsjahr 2014/15 (bisher: GJ 2013/14).

Ausgehend vom aktuellen Kursniveau ergibt sich somit ein Kurspotential von rund 15 % für die KPS-Aktie. Die Aktie ist daher trotz der vorzüglichen Kursentwicklung in den vergangenen Monaten weiterhin unterbewertet.

## DCF-MODELL

### KPS AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,1%	ewige EBITA - Marge	15,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	5,8%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	0,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									Endwert
Umsatz (US)	108,00	115,00	121,90	129,21	136,97	145,18	153,90	163,13	
<i>US Veränderung</i>	11,4%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	9,23	9,91	10,51	11,14	11,81	12,52	13,27	14,06	
EBITDA	16,64	18,46	19,56	20,74	21,98	23,30	24,70	26,18	
<i>EBITDA-Marge</i>	15,4%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	
EBITA	15,89	17,76	18,89	20,07	21,31	22,63	24,03	25,51	
<i>EBITA-Marge</i>	14,7%	15,4%	15,5%	15,5%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
Steuern auf EBITA	-3,18	-3,55	-3,78	-4,01	-4,26	-4,53	-4,81	-5,10	
<i>zu EBITA</i>	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	12,71	14,21	15,11	16,05	17,05	18,10	19,22	20,41	
Kapitalrendite	180,6%	163,3%	149,6%	138,4%	147,0%	156,1%	165,7%	175,9%	157,3%
Working Capital (WC)	-3,00	-1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<i>WC zu Umsatz</i>	-2,8%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-2,02	-1,50	-1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	11,70	11,60	11,60	11,60	11,60	11,60	11,60	11,60	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,75	-0,70	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	
<i>AFA zu OAV</i>	6,4%	6,0%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,39	-0,60	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	
Investiertes Kapital	8,70	10,10	11,60	11,60	11,60	11,60	11,60	11,60	
EBITDA	16,64	18,46	19,56	20,74	21,98	23,30	24,70	26,18	
Steuern auf EBITA	-3,18	-3,55	-3,78	-4,01	-4,26	-4,53	-4,81	-5,10	
Investitionen gesamt	-2,41	-2,10	-2,17	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,39	-0,60	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	
<i>Investitionen in WC</i>	-2,02	-1,50	-1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	11,05	12,81	13,61	16,05	17,05	18,10	19,22	20,41	252,63

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	218,73	225,89
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	81,68	76,33
<i>Barwert des Continuing Value</i>	137,05	149,56
Nettoschulden (Net debt)	-20,48	-25,24
Wert des Eigenkapitals	239,21	251,13
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	239,21	251,13
Ausstehende Aktien in Mio.	32,60	32,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,34	<b>7,70</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	2,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,30
Eigenkapitalkosten	9,1%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	<b>9,1%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,5%	8,8%	9,1%	9,4%	9,7%
156,8%	8,28	7,97	7,69	7,43	7,20
157,0%	8,28	7,98	7,70	7,44	7,20
157,3%	8,29	7,98	<b>7,70</b>	7,45	7,21
157,5%	8,30	7,99	7,71	7,45	7,22
157,8%	8,31	8,00	7,72	7,46	7,22

## 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: (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 Interessenskonflikte 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](mailto: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**

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst**

**§ 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®**  
**- 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)