



Researchstudie (Anno)

KPS AG



**Gutes Geschäftsjahr 2016/17 bietet eine solide Basis für die
langfristigen Wachstumspläne bei
sukzessiven Margenverbesserungen**

Kursziel: 16,60 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 17**

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“:

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt

KPS AG^{*5a;7;11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 16,60 €

Aktueller Kurs: 10,20 €
26.02.2018 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1A6V48
WKN: A1A6V4
Börsenkürzel: KSC

Aktienanzahl³: 37,41
Marketcap³: 381,60
Enterprise Value³:
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 36,5%

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 30.09.2018

Designated Sponsor:

Oddo Seydler Bank AG

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Dienstleistungen

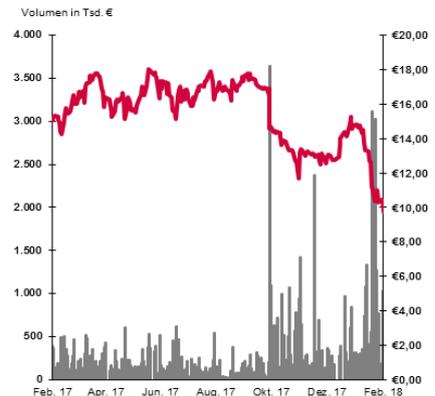
Fokus: Transformationsberatung, Prozessoptimierung

Mitarbeiter: 487 Stand: 30.09.2017

Gründung: 2000

Firmensitz: Unterföhring

Vorstand: Leonardo Musso



KPS ist die europaweit führende Transformationsberatung für Unternehmen, die ihr Geschäftsmodell innerhalb kürzester Zeit auf den Kunden ausrichten und innovative digitale Prozesse und Technologien implementieren will. KPS betrachtet Unternehmen ganzheitlich und verbindet die Warenwirtschaft mit B2B- und B2C-Prozessen des eCommerce und kundenorientierten Marketing- & Sales-Prozessen. Die KPS Rapid-Transformation Methode beschleunigt Projektinitiativen um bis zu 50 Prozent. KPS ist Teil eines erfolgreichen Partnernetzwerkes und unter anderem SAP Gold Partner, SAP Hybris Platinum, Adobe Business, Intershop Premium, SAP ARIBA sowie SAP Concur Customer Implementation Partner. Mit rund 1.000 Beratern in 12 Ländern baut KPS durch richtungsweisende Projekte im digitalen und technologischen Wandel seine Marktposition global kontinuierlich aus.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	30.9.2016	30.9.2017	30.9.2018e	30.9.2019e
Umsatz	144,93	160,30	164,55	180,08
EBITDA	23,26	26,41	26,45	30,01
EBIT	22,26	24,76	24,95	28,51
Jahresüberschuss	19,28	19,80	18,64	20,99

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,52	0,53	0,50	0,56
Dividende je Aktie	0,33	0,35	0,36	0,37

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,39	2,20	2,14	1,96
EV/EBITDA	14,92	13,36	13,34	11,76
EV/EBIT	15,59	14,25	14,14	12,38
KGV	18,65	18,16	19,29	17,13
KBV		5,43		

Finanztermine

23.03.2018: Hauptversammlung
30.05.2018: Veröffentlichung 6M-Bericht
10.08.2018: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
28.08.2017: RS / 18,00 / KAUFEN
18.08.2017: RS / 18,00 / KAUFEN
14.06.2017: RS / 18,00 / HALTEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016/17 konnte die KPS AG die Umsatzerlöse um 10,6% auf 160,30 Mio. € (VJ: 144,93 Mio. €) steigern. Damit wurde die unternehmenseigene Prognose von 160 Mio. € leicht übertroffen, jedoch lag das Umsatzniveau leicht unter unseren Erwartungen von 164,24 Mio. €. Gleichsam konnte auch das EBIT um 11,2% auf 24,76 Mio. € (VJ: 22,26 Mio. €) gesteigert werden, was zu einer leichten Margenverbesserung führte. Somit erzielte das Unternehmen eine EBIT-Marge von 15,4%, welche weiterhin deutlich über dem Branchenschnitt liegt.
- Das 1. Quartal 2017/18 entwickelte sich erwartungsgemäß und entsprechend wurden geringere Umsatz- und Ergebnismileaus erreicht. Der Umsatz reduzierte sich um 5,5% auf 38,10 Mio. € (VJ: 40,30 Mio. €) und das EBIT verringerte sich um 51,6% auf 3,10 Mio. € (VJ: 6,40 Mio. €). Hintergrund des schwächeren Ergebnisses waren vornehmlich Kosten für Projektakquisitionen, welche sich zukünftig überproportional positiv auf die Unternehmensentwicklung auswirken sollten. Im Zuge der Quartalszahlen wurde die Prognose für das laufende Geschäftsjahr nochmals bestätigt, entsprechend werden für die kommenden Quartale deutlich höhere Ergebnismileaus erwartet.
- Für das kommende Geschäftsjahr 2017/18 hat die KPS AG eine vergleichsweise verhaltene Prognose von 160-170 Mio. € Umsatz bei einem EBIT in Höhe von 23-26 Mio. € veröffentlicht. Hintergrund dieser Zurückhaltung ist zum einen die Projektverschiebung eines Großkunden und zum anderen eine unpassende Fakturierung der langen Projektzyklen. In der Regel belaufen sich die Projekte der KPS auf 18-24 Monate. Durch die langen Projektlaufzeiten kann es zu ungleichmäßigen Wellen im Umsatz kommen. Diese Umsatzwellen sind ersichtlich auf Quartalsebene, aber wurden auch deutlich im Gesamtjahrestrend. Dennoch sind wir weiterhin von der langfristigen Wachstumsstory der KPS AG überzeugt.
- Entsprechend gehen wir von einem Umsatzwachstum in Höhe von 2,7% auf 164,55 Mio. € für 2017/18 aus, bei einem EBIT in Höhe von 24,95 Mio. €. Somit erwarten wir, dass das Unternehmen im kommenden Jahr sich etwa auf Vorjahresniveau bewegen wird. Gleichzeitig sollte es durch die Projektzyklen wieder zu einem deutlich dynamischeren Wachstum im Folgejahr kommen. Dementsprechend liegt unsere Prognose für 2018/19 auf einem deutlich höheren Niveau, mit einem Umsatzwachstum von 9,4% auf 180,08 Mio. € und einem operativen Ergebnis in Höhe von 28,51 Mio. €. Somit erwarten wir einen leichten EBIT-Margenrückgang in 2017/18 auf 15,2%, gefolgt von einer Überkompensation in 2018/19 auf 15,8%. Dies entspricht auch der Aussage des Managements, nämlich langfristig eine EBIT-Marge von über 16,0% zu erzielen, bei einem zweistelligen Umsatzwachstum.
- **Vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklung gehen wir davon aus, dass der Investment-Case KPS weiterhin besteht. Durch den Megatrend der Digitalisierung herrscht eine rege Nachfrage nach digitaler Transformation und KPS kann dieses Feld als europäischer Marktführer im Bereich Handel- und Logistik bedienen. Dies zeigt sich auch durch die nahezu 100%ige Auslastung der Beratungsmannschaft. Gleichzeitig sollte es zu einer mittel- bis langfristigen Margenausdehnung durch die Umstellung auf eigene Berater kommen. In Kombination mit der Industrialisierung des Beratungsansatzes gehen wir davon aus, dass das langfristige Ziel der EBIT-Marge über 16,0% durchaus erreichbar ist. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein Kursziel in Höhe von 16,60 € je Aktie (bisher 18,00 €) ermittelt und vergeben das Rating Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

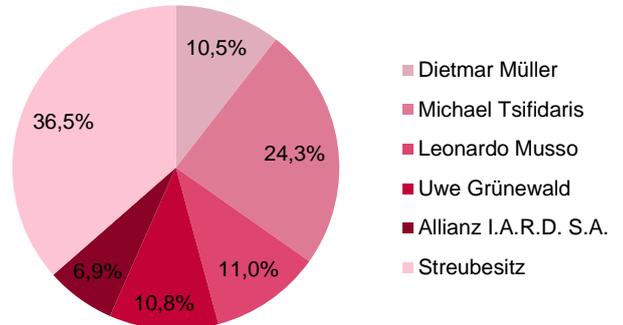
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Wichtige Kunden	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2016/17	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
Geschäftsentwicklung im Q1 GJ 17/18	11
SWOT-Analyse	12
Prognose und Modellannahmen	13
Umsatzprognosen	13
Ergebnisprognosen	14
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

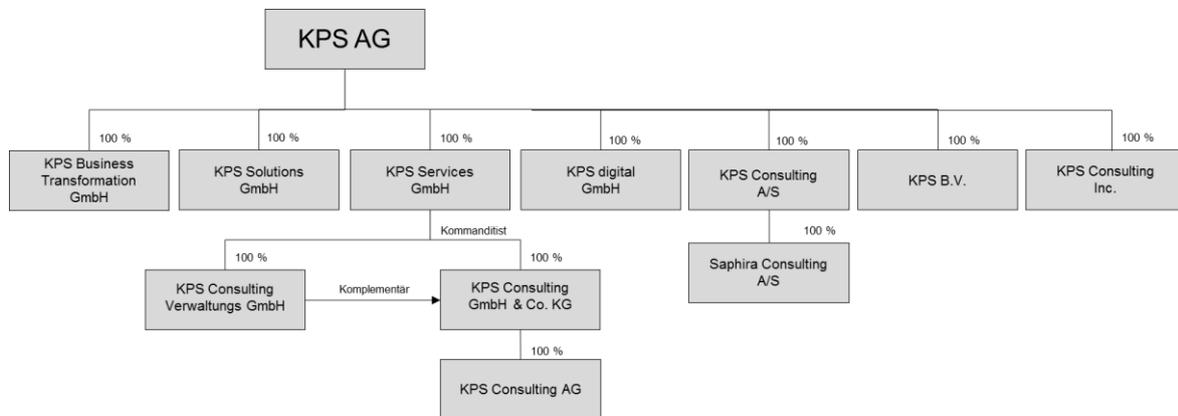
Aktionärsstruktur

Dietmar Müller	10,5%
Michael Tsifidaris	24,3%
Leonardo Musso	11,0%
Uwe Grünewald	10,8%
Allianz I.A.R.D. S.A.	6,9%
Streubesitz	36,5%
Summe	100,0%

Quelle: KPS AG



Konsolidierungskreis



Quelle: KPS AG

Wichtige Kunden

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

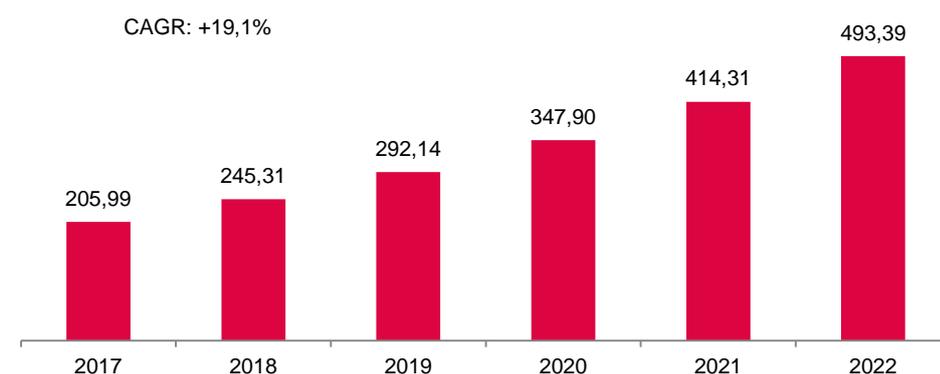


Quelle: KPS AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Gemäß MarketsAndMarkets Research wurden in 2017 im globalen Markt für digitale Transformation 205,99 Mrd. USD umgesetzt und zukünftig soll dieser Markt noch äußerst dynamisch wachsen. So erwartet MarketsAndMarkets ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 19,1% über die nächsten 5 Jahre, was in 2022 einem Marktvolumen von 493,39 Mrd. USD entsprechen würde.

Globaler Markt der digitalen Transformation (in Mrd. USD)



Der primäre Grund, weshalb Unternehmen eine die digitale Transformation durchführen ist laut Source Global Research weiterhin die möglichen Effizienzverbesserungen durch eine derartige Transformation. Der zweithäufigste Grund ist eine geplante Wachstumsbeschleunigung durch die Digitalisierung. Im Zuge dieser Entwicklung rechnet McKinsey Global Institute in einer Szenario-Analyse damit, dass 50% aller Berufe bis zum Jahr 2055 vollautomatisiert ablaufen können. Dies hätte auch maßgebliche Folgen auf die Belegschaft. Somit sollte auch zukünftig eine signifikante Nachfrage nach digitaler Transformationsberatung bestehen, jedoch ist davon auszugehen, dass mit zunehmender Automatisierung auch Human Resources Beratung involviert werden muss.

Dass die KPS AG in diesem Wachstumsmarkt sehr gut positioniert ist, zeigt auch das aktuelle Lünendonk Ranking für deutsche Managementberatungen. Hier konnte KPS abermals den Platz 5 belegen.

Die von Lünendonk analysierten Beratungsunternehmen konnten 2016 ihre Umsätze um durchschnittlich 11% steigern und auch für 2017 und 2018 rechnen diese mit einer ähnlichen Dynamik. Insbesondere die mittelgroßen Unternehmen waren besonders erfolgreich und konnten durchschnittlich sogar ein Umsatzwachstum in Höhe von 16% vorweisen. Aus Sicht der Beratungsunternehmen planen die Kunden 2017 und 2018 besonders in die Digitalisierung ihres Geschäfts investieren. Die hier befragten Unternehmen geben an, dass nicht nur Effizienzsteigerungen erzielt werden sollen, sondern durch die Technologie auch völlig neue Produkt- und Service-Innovationen ermöglicht werden können. Hier stehen insbesondere Beratungsunternehmen im Fokus, um diese Innovationsplanung und Konzepte zu erstellen.

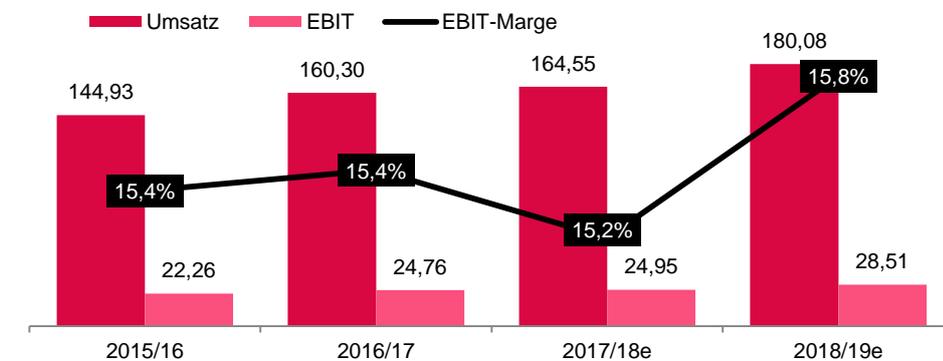
Gegenwärtig sehen wir die KPS AG sehr gut im Markt aufgestellt. Der Beratungsmarkt und insbesondere der digitale Transformationsberatungsmarkt entwickelt sich äußerst dynamisch und das Lünendonk Ranking zeigt auch, dass KPS im deutschen Markt gut etabliert ist.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

	GJ 15/16	GJ 16/17	GJ 17/18	GJ 18/19
Umsatzerlöse	144,93	160,30	164,55	180,08
aktivierte Eigenleistungen	1,47	5,14	4,50	4,00
Sonstige betriebliche Erträge	0,85	2,82	1,00	1,10
Gesamtleistung	147,25	168,26	170,05	185,18
Materialaufwand	-59,89	-67,57	-67,91	-70,56
Rohertrag	87,36	100,68	102,14	114,62
Personalaufwand	-47,51	-53,27	-55,95	-63,00
Abschreibungen	-1,00	-1,66	-1,50	-1,50
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-16,60	-21,00	-19,75	-21,61
EBIT	22,26	24,76	24,95	28,51
Zinserträge	0,01	1,22	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-0,10	-0,13	-0,10	-0,15
EBT	22,17	25,84	24,85	28,36
Ertragssteuern	-2,89	-6,04	-6,21	-7,37
Konzernergebnis	19,28	19,80	18,64	20,99

Historische und erwartete Entwicklung von Umsatz, EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: KPS, GBC

Geschäftsentwicklung 2016/17

GuV (in Mio. €)	GJ 14/15	GJ 15/16	GJ 16/17
Umsatzerlöse	122,92	144,93	160,30
EBITDA	19,62	23,26	26,41
EBITDA-Marge	16,0%	16,0%	16,5%
EBIT	18,59	22,26	24,76
EBIT-Marge	15,1%	15,4%	15,4%
Jahresüberschuss	18,04	19,28	19,80
EPS in €	0,53	0,52	0,53

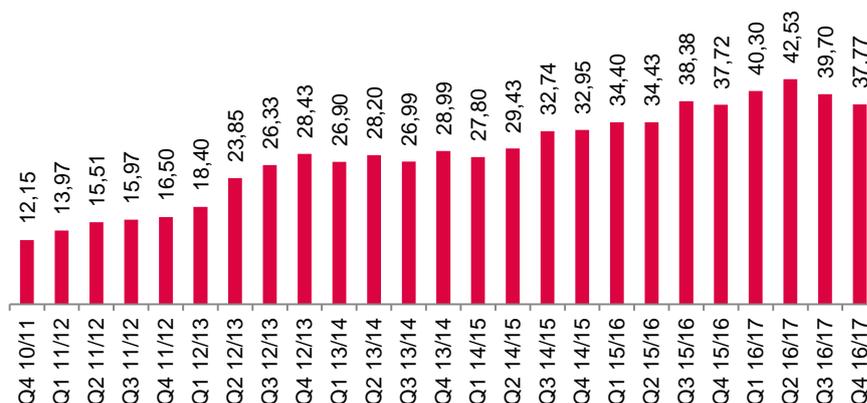
Quelle: KPS, GBC

Umsatzentwicklung

Im Geschäftsjahr 2016/17 steigerte die KPS AG (KPS) die Umsatzerlöse um 10,6% auf 160,30 Mio. € (VJ: 144,93 Mio. €). Somit konnte die hohe Wachstumsdynamik weiter aufrechterhalten bleiben und auch die unternehmenseigene Prognose von 160,00 Mio. € leicht übertroffen werden. Im Vergleich hierzu lagen die Umsatzerlöse jedoch leicht unter unseren Prognosen von 164,25 Mio. €. In den Umsatzerlösen enthalten sind auch Umsatzbeiträge in Höhe von 6,70 Mio. € des übernommenen dänischen Beratungshauses Saphira Consulting. Entsprechend lag das organische Wachstum bei 5,9% bzw. bei Umsätzen von 153,6 Mio. €.

Maßgeblich für den Unternehmenserfolg von KPS ist nach wie vor die Rapid-Transformation-Methode, welche eine besonders effiziente Umsetzung der digitalen Transformationsprojekte ermöglicht. Gleichsam sind Unternehmen in der Lage, auch nach dem Projektabschluss flexibel auf Marktveränderungen zu reagieren. Dabei ist KPS eines der wenigen Beratungshäuser, welches integrierte End-to-End-Prozessketten von der Warenwirtschaft über den E-Commerce bis zur digitalen Kundenwirtschaft liefert und so den Blick auf das gesamte Unternehmen behält. Diese Agilität von Umsetzungsgeschwindigkeit macht KPS für Kunden besonders attraktiv. Darüber hinaus verfügt das Unternehmen über jahrelange Erfahrungen, mit einem ausgeprägten Branchenfokus auf Handel und Logistik. Besonders vor dem Hintergrund des Megatrends der Digitalisierung ist dieser Branchenfokus hilfreich, da insbesondere Handels- und Logistikunternehmen vom Trend der E-Commerce betroffen sind. Diese hohe Nachfrage spiegelt sich auch im Auftragsbestand der KPS wider und beläuft sich auf eine geschätzte Reichweite von rund 18 Monaten. Gleichzeitig liegt, wie auch im Vorjahr, die Auslastung der KPS-Berater bei nahezu 100% und entsprechend deutlich über dem Branchendurchschnitt. Durch die fast vollständige Auslastung werden von KPS zunehmend Freelancer für projektbezogene Aufträge rekrutiert, um der hohen Nachfrage gerecht zu werden.

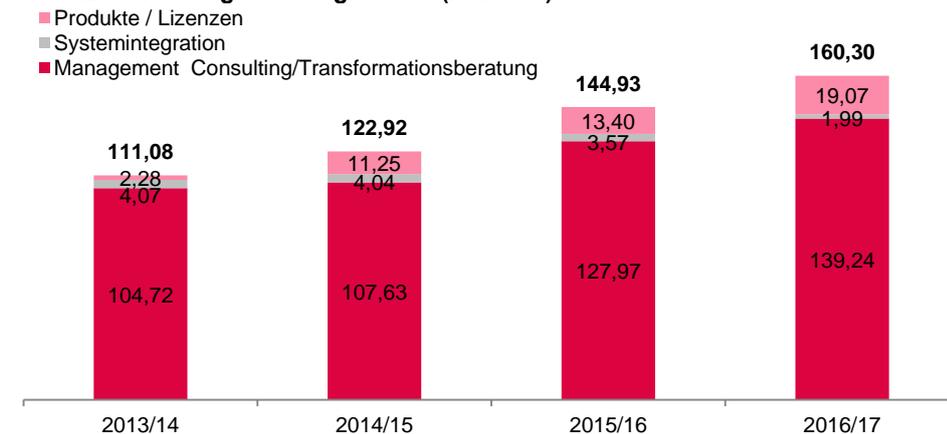
Quartalsweise Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: KPS, GBC

Durch die Rapid-Transformation-Methode können die Projektlaufzeiten auf 18 bis 24 Monate verkürzt werden. Durch diese Laufzeiten, welche üblicherweise über das Geschäftsjahr der KPS hinausgehen, kommt es zum Teil zu einer ungleichmäßigen Fakturierung individueller Projekte. Dies ist auch ersichtlich in der quartalsweisen Betrachtung der Umsatzerlöse, hier kommt es zu leichteren Fluktuationen. So lagen Q3 und Q4 16/17 etwa auf Vorjahresniveau, während Q1 und Q2 16/17 mit jeweils 40,30 Mio. € und 42,53 Mio. € die umsatzstärksten Quartale der Unternehmensgeschichte waren. Zudem ist die Kunden- bzw. Projektgewinnung meist nur auf Vorstandsebene möglich und durch die umfangreiche Projektgröße nur eingeschränkt planbar.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: KPS, GBC

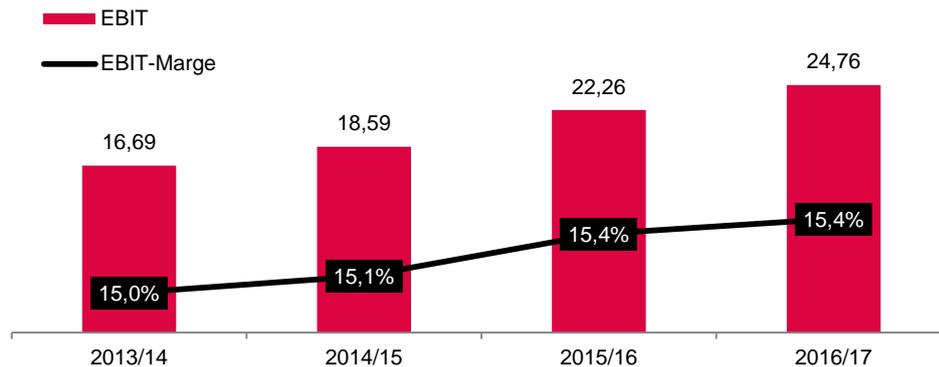
Segmentseitig ist weiterhin der Bereich Management Consulting / Transformationsberatung der wichtigste Umsatztreiber und lieferte mit 86,9% Umsatzanteil und 139,24 Mio. € (VJ: 127,97 Mio. €) der größte Umsatztreiber. Das Wachstum in diesem Bereich belief sich auf 8,8%. Hier spiegelt sich jedoch auch der Projektcharakter der Aufträge wider, so steigerten sich beispielsweise die Umsätze in diesem Bereich im Vorjahreszeitraum um 18,9% und davor im Geschäftsjahr 2015/16 nur um 2,8%. Im Vergleich hierzu waren die Umsätze im Segment Systemintegration mit 1,99 Mio. € (VJ: 3,57 Mio. €) rückläufig. Hierbei handelt es sich jedoch größtenteils um Altverträge im Bereich Service, welche über drei Jahre abgeschlossen wurden und nicht das Kerngeschäft der Transformationsberatung betreffen. Im Vergleich hierzu wächst das Segment Produkte / Lizenzen über die letzten 4 Jahre kontinuierlich, es konnte über diesen Zeitraum durchschnittlich mit 185,9% wachsen. Zuletzt steigerte sich dieses Segment um 42,4% auf 19,07 Mio. € (VJ: 13,40 Mio. €). Dieses Segment konnte insbesondere dynamisch wachsen, da KPS als zertifizierter Vertriebspartner von namhaften Herstellern wie SAP, IBM und SAPERION gilt und hier Implementierungs- und Servicedienstleistungen erbringt. Durch die notwendige Betreuung und den Service kann KPS hier langfristige wiederkehrende Umsätze erzielen und so äußerst dynamisch wachsen.

Insgesamt konnte KPS im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016/17 weiterhin eine hohe Wachstumsdynamik aufrechterhalten. Insbesondere durch den Projektcharakter der Aufträge stellen sich immer wieder Fluktuationen ein und wir gehen davon aus, dass sich langfristig weiterhin ein solides Wachstum darstellen lässt.

Ergebnisentwicklung

Im Geschäftsjahr 2016/17 konnte das EBIT leicht überproportional zum Umsatz um 11,2% auf 24,76 Mio. € (VJ: 22,26 Mio. €) gesteigert werden. Entsprechend verbesserte sich die Marge geringfügig und es konnte abermals eine sehr attraktive EBIT-Marge von 15,4% (VJ: 15,4%) erzielt werden, welche sich weiterhin deutlich über dem Branchendurchschnitt bewegt. Die Ergebnismarge bewegte sich bereits über die letzten 4 Jahre über 15,0% und konnte sich somit auf einem attraktiven Niveau stabilisieren.

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



Quelle: KPS, GBC

Weiterhin setzt die KPS seit Jahren vermehrt auf eigenes Personal und kann so zunehmend auf Freelancer verzichten. Diese Entwicklung spiegelt sich in den prozentualen Verteilungen des Materialaufwandes gegenüber dem Personalaufwand wieder. Die Materialaufwandsquote lag 2012/13 noch bei 48,4% und reduzierte sich sukzessive auf 42,2% in 2016/17. Gegenläufig hierzu legte die Personalaufwandsquote im gleichen Zeitraum von 29,7% auf 33,2% zu. Dieser Prozess der Umstellung ist dennoch äußerst aufwendig, da KPS in der Regel auf erfahrene Mitarbeiter setzt. Nichtsdestotrotz sind eigene Mitarbeiter im Vergleich zu Freelancern kosteneffizienter. Dem gegenüber bringen Freelancer eine höhere Flexibilität mit sich, die jedoch für KPS bei einer nahezu 100%igen Auslastung nur eine untergeordnete Rolle spielt.

Weiterhin wurde insbesondere die Industrialisierung des Beratungsansatzes vorangetrieben, welcher dem Kunden standardisierte Digitalisierungs-Module zugänglich macht. Im Zuge dieser Entwicklung wurde auch die Prozessfabrik in Dortmund aufgebaut. Durch diese Systematisierung des Beratungsansatzes kann eine Prozessbibliothek aufgebaut werden, auf die wiederholt zurückgegriffen werden kann. Dies sollte langfristig zu einer deutlichen Margenausweitung führen. Erkennbar wird diese Umstellung auch in den künftigen Forderungen aus Fertigungsaufträgen, welche auf 5,44 Mio. € (VJ: 0,17 Mio. €) angestiegen sind. Dies zeigt jedoch auch, dass der Industrialisierungsprozess noch am Anfang steht. Zudem wurden im Zuge dieser Entwicklung 5,14 Mio. € (VJ: 1,47 Mio. €) an Eigenleistungen aktiviert.

Insgesamt betrachtet wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016/17 ein solides Ergebnis verbucht. Der Jahresüberschuss erhöhte sich um 2,7% auf 19,80 Mio. € (VJ: 19,28 Mio. €) und auch die Dividende soll nun im siebten Jahr in Folge erhöht werden (soll auf der Hauptversammlung vorgeschlagen werden) auf 0,35 € je Aktie (VJ: 0,33 € je Aktie). Auf das Ergebnis wirkten unterschiedliche Effekte. Einerseits wirkten sich die aktivierten Eigenleistungen deutlich ergebniserhöhend aus, andererseits erhöhte sich die Ertragssteuerquote signifikant durch höhere Ergebnisbeiträge aus Tochtergesellschaften, welche nicht auf die Verlustvorträge zurückgreifen konnten.

Bilanzielle und finanzielle Situation

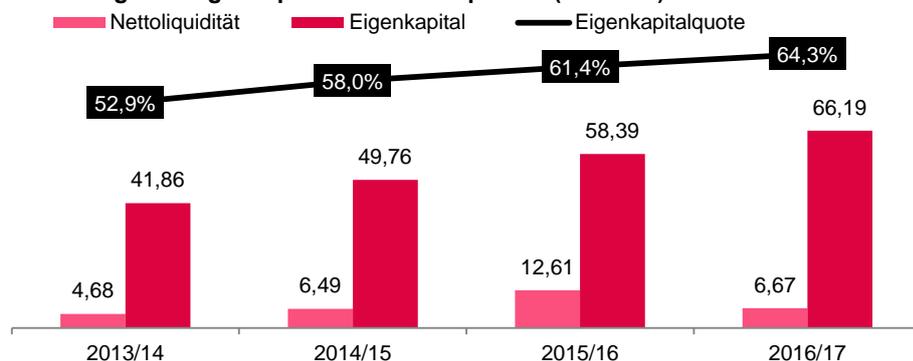
in Mio. €	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Eigenkapital	49,76	58,39	66,19
EK-Quote	58,0%	61,4%	64,3%
Operatives Anlagevermögen	32,45	33,64	43,28
Working Capital	0,85	1,70	12,26
Net Debt	-6,49	-12,61	-6,67

Quelle: KPS, GBC

Die KPS AG konnte zum Geschäftsjahr 2016/17 ihre Eigenkapitalausstattung abermals verbessern und erhöhte das Eigenkapital um 7,80 Mio. € auf 66,19 Mio. € (VJ: 58,39 Mio. €). Hintergrund dieser Entwicklung sind vor allem die steigenden Gewinne. Somit konnte auch die Eigenkapitalquote weiter verbessert werden, diese erhöhte sich von 61,4% auf 64,3%. Damit steht das Unternehmen äußerst solide finanziert da und konnte diese Eigenkapitalverbesserung trotz getätigter Übernahmen und eine daraus resultierende Bilanzverlängerung erzielen.

Hinzu kommt, dass das Unternehmen keine zinstragenden Bankverbindlichkeiten aufweist und somit konservativ finanziert ist. Die Akquisitionsfinanzierung aus Eigenmitteln bzw. Aktien konnte aus der Innenfinanzierung gestemmt werden, da die Übernahmeziele kleinere Unternehmen waren, welche vornehmlich aufgrund des Personals und der bestehenden Kundenbeziehungen übernommen wurden.

Entwicklung von Eigenkapital und Nettoliquidität (in Mio. €)



Quelle: KPS, GBC

Die Diskrepanz zwischen operativem Cashflow und dem EBIT erhöhte sich, was auch durch die höheren aktivierten Eigenleistungen verursacht wurde. Somit reduzierte sich der operative Cashflow um 17,3% auf 16,79 Mio. € (VJ: 20,29 Mio. €). Gleichsam wurde der höchste Investitionscashflow der Unternehmensgeschichte ausgewiesen mit -12,39 Mio. € im Vergleich zu -3,96 Mio. € im Vorjahr. Hier spielten zum einen durchgeführte Entwicklungsleistungen in Höhe von 4,77 Mio. € (VJ: 1,47 Mio. €) eine Rolle und zum anderen die durchgeführten Akquisitionen, welche einen Liquiditätsabfluss in Höhe von 6,43 Mio. € (VJ: 1,75 Mio. €) zur Folge hatte.

Insgesamt halten sich die aktivierten Eigenleistungen noch im Rahmen und die mit Eigenmitteln gestemmt Akquisitionen sprechen für die hohe Innenfinanzierungskraft des Unternehmens. Somit ist die KPS AG finanziell äußerst solide aufgestellt.

Geschäftsentwicklung im Q1 17/18

Im ersten Quartal 2017/18 reduzierten sich die Umsatzerlöse der KPS AG um 5,5% auf 38,10 Mio. € (VJ: 40,30 Mio. €). Gleichsam verzeichnet das EBIT einen 51,6%igen Rückgang auf 3,10 Mio. € (VJ: 6,40 Mio. €). Durch den überproportionalen Rückgang des EBIT fiel auch die EBIT Marge von 15,9% (Q1 16/17) auf 8,1% (Q1 17/18). Insbesondere auf der Umsatzseite konnte somit nahezu das Vorjahresniveau gehalten werden, was für das positive Marktumfeld des Unternehmens spricht.

Trotz des deutlichen Ergebnisrückgangs im ersten Quartal 17/18 wurde dennoch die Gesamtjahresprognose von 160-170 Mio. € Umsatz bei 23-26 Mio. € EBIT abermals bestätigt. Somit sollten die kommenden Quartale bereits deutlich profitabler werden und das Ergebnis aus dem ersten Quartal 17/18 überproportional ausgleichen. Laut Management sollte diese Entwicklung bereits im laufenden zweiten Quartal ersichtlich werden. Die Gründe für den Ergebnisrückgang sind zum einen die höheren Investitionen in Personal, welche jedoch langfristig zu Margenverbesserungen führen sollten, da die gegenwärtig eingesetzten Freelancer deutlicher Kostenintensiver sind. Zum anderen spiegeln sich Kosten für Projektakquisitionen im ersten Quartal wider, welche erst umsatz- und ergebniswirksam in den kommenden Quartalen werden sollten.

Gleichsam sollten für die zukünftigen Entwicklungen die neuesten Akquisitionen Envoy Digital aus Großbritannien, Infront Consulting aus Hamburg und der ICE Consultants Europe aus Spanien nochmals näher betrachtet werden. Die jüngste Übernahme Envoy Digital aus Großbritannien stellt eine deutliche strategische Offensive nach Großbritannien dar und weist gleichzeitig einen ausgewählten deckungsgleichen Kundenkreis aus den USA vor. Neben der engeren Verflechtung mit den existierenden Kunden in den USA können sich auch die kulturellen Parallelen zwischen Großbritannien und den USA geschäftsstärkend auswirken.

Die Infront Akquisition bietet attraktive Chancen die bestehen Kundenbeziehungen mit DAX Unternehmen weiter auszubauen. Während Infont bereits über ein exzellentes Netzwerk in deutsche Großkonzerne verfügt, wurde Infront bedingt durch die bisherige Unternehmensgröße meist nur in die ersten Schritte einer digitalen Transformation involviert. Die Übernahme durch die KPS ermöglicht nun die Darstellung der gesamten Wertschöpfungskette einer digitalen Transformation und so können bestehende Kundenbeziehungen genutzt werden, um zukünftig größere Projektvolumen zu platzieren.

Weiterhin können über die ICE Consultants in erster Linie geringere durchschnittliche Personalaufwendungen realisiert werden, da das allgemeine Lohnniveau in Spanien deutlich geringer ist als in Deutschland. Darüber hinaus verfügt ICE Consultants über ein europaweites Kundennetzwerk, welches über die KPS AG verstärkt genutzt werden kann.

Trotz des vergleichsweise geringen EBIT im ersten Quartal 17/18 wurde die Gesamtjahresprognose bestätigt. Dies spricht dafür, dass das Management zuversichtlich ist, eine überdurchschnittliche Performance in den kommenden Quartalen zu realisieren. Gleichzeitig zeigt dies auch, dass die Unternehmensstrategie der Internationalisierung in Kombination mit den neuen Akquisitionen aufzugehen scheint und insbesondere langfristige Potenziale ab 2018/19 möglich sind.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Starke Marktposition bei Kunden im Bereich Konsumgüter und Handel • Solide bilanzielle Relationen mit 61 % Eigenkapitalquote und 12,6 Mio. € Nettoliquidität • Vollausslastung der Beratungsmannschaft und weitreichender Auftragsbestand • Rapid Transformation-Methode stellt Wettbewerbsvorteil dar • Hohe steuerliche Vorlustvorträge werden auch in den kommenden Jahren für reduzierte Steuerbelastung sorgen 	<ul style="list-style-type: none"> • Die steigende Projektanzahl und Projektvolumina bedürfen einem starken Ausbau der Mitarbeiteranzahl, was je nach Verfügbarkeit von Personalressourcen zu Engpässen führen könnte • Lange Projektlaufzeiten können zu einer ungleichmäßigen Umsatzfakturierung führen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Übernahme der getit GmbH erweitert das Angebotsspektrum der KPS AG um die Beratung digitaler Geschäftsprozesse und bietet Up-selling-Potenziale • SAP-Systemhaus-Status erlaubt es KPS SAP-Lizenzverträge und SAP-Wartungsverträge abzuschließen, was einen zusätzlichen Umsatzeffekt bringen kann • Die zunehmende Expansion auf Auslandsmärkte, insbesondere Skandinavien, birgt neues Umsatzpotenzial • Die Erschließung neuer Kundenbranchen könnte zusätzliche Umsatzpotenziale hervorbringen 	<ul style="list-style-type: none"> • Zunehmender Preisdruck in der Consultingbranche könnte Tagessätze der Berater unter Druck bringen • Wettbewerber könnten Rapid Transformation kopieren und den Wettbewerbsvorteil der KPS AG schmälern • Ein Rückgang bei der Auftragsgewinnung könnte zu einer Unterauslastung der Beratermannschaft führen • Der Wegfall eines Großkunden könnte die Umsatz- und Ertragslage der KPS AG negativ beeinflussen

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 16/17	GJ 17/18e	GJ 18/19e
Umsatzerlöse	160,30	164,55	180,08
EBITDA	26,41	26,45	30,01
EBITDA-Marge	16,5%	16,1%	16,7%
EBIT	24,76	24,95	28,51
EBIT-Marge	15,4%	15,2%	15,8%
Jahresüberschuss	19,80	18,64	20,99
EPS in €	0,53	0,50	0,56

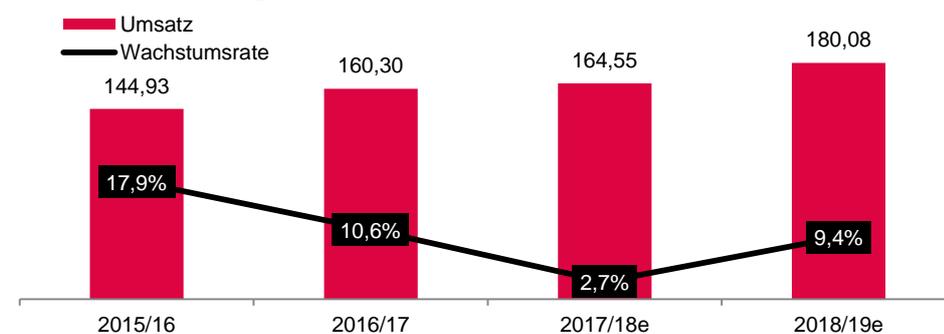
Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Die KPS AG stellt für das kommende Geschäftsjahr 2017/18 Umsatzerlöse zwischen 160 - 170 Mio. €, sowie ein EBIT von 23-26 Mio. € in Aussicht. Insbesondere vor dem Hintergrund des abgelaufenen Geschäftsjahres mit 160,30 Mio. € Umsatz bei einem EBIT von 24,76 Mio. € überrascht diese sehr konservative Prognose von KPS. Zudem überrascht diese Prognose auch, da in den letzten 5 Jahren stets deutlich zweistellige Wachstumsraten in Aussicht gestellt wurden und diese dann übertroffen wurden.

Hintergrund dieses rückläufigen Prognosetrends ist einerseits die Verschiebung eines Auftrags eines Großkunden und zum anderen die zeitlich ungleichmäßige Gewinnung von Neukunden bzw. neuen Projekten. Da die Transformationsprojekte von KPS in der Regel zwischen 18 - 24 Monate benötigen, kann es zwischen der finalen Fakturierung und Gewinnung von Projekten zu Umsatzlücken kommen. Hinzu kommt, dass es sich bei den Projekten normalerweise um große Umsatzblöcke handelt, die auf Kundenseite ausschließlich auf Vorstandsebene beschlossen werden. Dies erschwert die langfristige Planung deutlich und kann zu dem beschriebenen Phänomen der Umsatzlücken kommen.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC

Entsprechend erwarten wir, dass der Umsatz in 2017/18 um 2,7% auf 164,55 Mio. € ansteigen und im Folgejahr 2018/19 wieder deutlich an Dynamik gewinnen wird. Wir erwarten für 2018/19 ein Umsatzwachstum von 9,4% auf 180,08 Mio. €. Besonders unsere Prognose für 2018/19 halten wir für konservativ, da sich hier eine Vielzahl von Umsatztreibern auswirken können. Zum einen könnte der verschobene Auftrag des Großkunden wieder umsatzwirksam werden und zum anderen sollten die Auftragszyklen von 18-24 Monaten bereits zum Jahr 2018/19 signifikant beitragen.

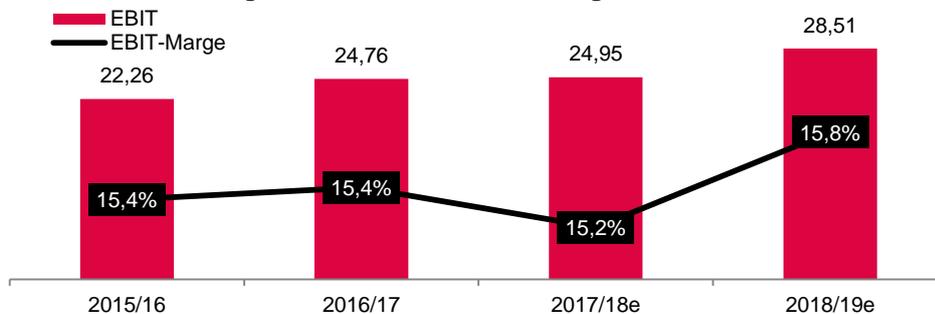
Langfristig gehen wir davon aus, dass vor dem Hintergrund des 18-24 monatigen Produktzyklus und der anhaltenden guten Marktlage wieder Wachstumsniveaus im zweistelligen Bereich erreicht werden können. Weiterhin hält der Megatrend der Digitalisierung an, was sich auch in der nahezu 100%igen Auslastung der KPS AG widerspiegelt. Gleichsam treibt das Unternehmen die Internationalisierung sukzessive voran, was sich

auch an den zuletzt getätigten Akquisitionen in Dänemark und Spanien zeigt. Mit einem verstärkten Europafokus sollte auch langfristig ein dynamisches Wachstum möglich sein.

Ergebnisprognosen

Nach einem EBIT in Höhe von 24,76 Mio. € im abgelaufenen Geschäftsjahr, stellt die KPS ein EBIT in Höhe von 23-26 Mio. € für 2017/18 in Aussicht. Analog zur Umsatzentwicklung soll es im kommenden Jahr zu einer stagnierenden Entwicklung kommen. Diese Entwicklung entspringt jedoch auch dem ungünstigen Verlauf der Projektlaufzeiten von 18-24 Monaten und einer Umsatzverschiebung eines Großkunden. Insbesondere das untere Ende der unternehmenseigenen Prognose ist mit 23 Mio. € konservativ angesetzt, da dies einem Ergebnisrückgang entsprechen würde. Hintergrund des möglichen Ergebnisrückgangs könnten geringere aktivierte Eigenleistungen sein, welche im abgelaufenen Geschäftsjahr mit 5,14 Mio. € vergleichsweise hoch waren. Laut Aussage des Managements sollen sich die Aktivierungen zukünftig auf einem geringen Niveau bewegen.

Erwartete Entwicklung des EBITs und der EBIT-Marge



Konkret erwarten wir für 2017/18 ein EBIT auf Vorjahresniveau von 24,95 Mio. € mit einer leicht rückläufigen EBIT-Marge in Höhe von 15,2% (VJ: 15,4%). Entsprechend der deutlichen positiven Umsatzprognose für 2018/19 gehen wir auch davon aus, dass die EBIT-Marge sich wieder verbessern wird und auf 15,8% ansteigen wird, bei einem EBIT in Höhe von 28,51 Mio. €.

Auch bei der verhaltenen Prognose für 2017/18 gilt es dennoch zu beachten, dass die erwartete EBIT-Marge von 15,2% weiterhin deutlich über dem Branchenschnitt liegt. Gleichsam wurde vom Management die langfristige EBIT-Marge von über 16% im Analystencall abermals bestätigt. In unserem Bewertungsmodell gehen wir weiterhin von einer langfristigen EBITA-Marge von 17,0% aus. Unseres Erachtens sind derartige Margenniveaus durchaus erreichbar. Einerseits treibt das Unternehmen die Industrialisierung der Transformationsberatung weiter voran und kann so einmal entwickelte Prozesslösungen bei mehreren Kunden implementieren und andererseits können durch die Internationalisierung auch die durchschnittlichen Personalaufwendungen reduziert werden. Insbesondere die spanische Akquisition könnte hier maßgeblich zu einer langfristigen Margenverbesserung beitragen.

Weiterhin können in dem Segment Produkte und Lizenzen durch langfristige Kundenbetreuung und -beratung und damit verbundene wiederkehrende Erlöse hohe Ergebnisniveaus erzielt werden. Bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr 16/17 wurde in diesem Segment eine EBITDA-Marge von 26,2% erzielt. Insgesamt gehen wir davon aus, dass die Wachstumsstory weiter besteht und auch, dass das erklärte Ziel der langfristigen EBIT-Margenausweitung über 16% durchaus erreichbar ist. Auch vor dem Hintergrund, dass das kommende Geschäftsjahr weniger dynamisch ablaufen wird, gehen wir davon aus, dass die langfristige Entwicklung der KPS weiterhin dynamisch voranschreiten wird.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die KPS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017/18 und 2018/19 in Phase 1, erfolgt von 2019/20 bis 2024/25 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 11,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 17,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der Auslandsumsätze mit 25 % in Phase 2 und Phase 3 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 %.

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.

Der risikolose Zinssatz wird 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: 1,25 %).**

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 1,18 (bisher: 1,18).

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

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,7 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018/19 entspricht als Kursziel 16,60 € (bisher: 18,00 €). Aufgrund der veränderten Prognosen haben wir das Kursziel angepasst.

DCF-Modell

KPS AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	11,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	17,0%	ewige EBITA - Marge	17,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,0%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	5,7%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	164,55	180,08	199,89	221,88	246,28	273,37	303,45	336,82	
US Veränderung	2,7%	9,4%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,60	3,66	3,91	4,22	4,56	4,94	5,35	5,81	
EBITDA	26,45	30,01	33,98	37,72	41,87	46,47	51,59	57,26	
EBITDA-Marge	16,1%	16,7%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
EBITA	24,95	28,51	32,50	36,19	40,29	44,86	49,93	55,56	
EBITA-Marge	15,2%	15,8%	16,3%	16,3%	16,4%	16,4%	16,5%	16,5%	17,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-6,24	-7,41	-8,13	-9,05	-10,07	-11,21	-12,48	-13,89	
	25,0%	26,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	18,71	21,10	24,38	27,14	30,22	33,64	37,44	41,67	
Kapitalrendite	33,7%	38,6%	40,9%	43,5%	46,4%	49,5%	52,8%	56,3%	56,8%
Working Capital (WC)	8,95	10,34	11,39	12,65	14,04	15,58	17,30	19,20	
WC zu Umsatz	5,4%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	
Investitionen in WC	3,31	-1,39	-1,05	-1,25	-1,39	-1,54	-1,71	-1,90	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	45,74	49,24	51,06	52,53	53,95	55,33	56,67	57,97	
AFA auf OAV	-1,50	-1,50	-1,48	-1,53	-1,58	-1,62	-1,66	-1,70	
AFA zu OAV	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Investitionen in OAV	-3,95	-5,00	-3,30	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investiertes Kapital	54,69	59,58	62,45	65,17	67,99	70,91	73,97	77,17	
EBITDA	26,45	30,01	33,98	37,72	41,87	46,47	51,59	57,26	
Steuern auf EBITA	-6,24	-7,41	-8,13	-9,05	-10,07	-11,21	-12,48	-13,89	
Investitionen gesamt	-0,64	-6,39	-4,35	-4,25	-4,39	-4,54	-4,71	-4,90	
Investitionen in OAV	-3,95	-5,00	-3,30	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investitionen in WC	3,31	-1,39	-1,05	-1,25	-1,39	-1,54	-1,71	-1,90	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	19,57	16,21	21,50	24,42	27,40	30,72	34,39	38,47	737,26

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	577,17	605,59
Barwert expliziter FCFs	139,45	134,02
Barwert des Continuing Value	437,72	471,57
Nettoschulden (Net debt)	-13,04	-15,63
Wert des Eigenkapitals	590,21	621,22
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	590,21	621,22
Ausstehende Aktien in Mio.	37,41	37,41
Fairer Wert der Aktie in EUR	15,78	16,60

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,18
Eigenkapitalkosten	7,7%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	2,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	7,7%

Kapitalrendite	WACC				
	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%
55,8%	19,85	17,94	16,37	15,07	13,97
56,3%	20,00	18,07	16,49	15,17	14,06
56,8%	20,15	18,20	16,60	15,28	14,15
57,3%	20,29	18,33	16,72	15,38	14,25
57,8%	20,44	18,46	16,83	15,48	14,34

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 anderen 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 § 85 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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, 7, 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 möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. 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



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