



Researchstudie (Update)

KPS AG



Akquisitionskosten belasten das laufende Geschäftsjahr

-

Langfristprognose weiterhin positiv

Kursziel: 12,50 € (bisher: 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 13

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

KPS AG^{*5a;6a;7;11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 12,50 €

Aktueller Kurs: 6,80 € / ETR
22.06.2017-Schlusskurs

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1A6V48
WKN: A1A6V4
Börsenkürzel: KSC

Aktienanzahl³: 37,41
Marketcap³: 257,77
Enterprise Value³: 283,08
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 36,7%

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 Interessenkonflikte auf Seite 14

Unternehmensprofil

Branche: Dienstleistungen

Fokus: Transformationsberatung, Prozessoptimierung

Mitarbeiter: 614 Stand: 31.03.2018

Gründung: 2000

Firmensitz: München

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	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	144,93	160,30	170,00	185,08
EBITDA	23,26	26,41	20,76	30,69
EBIT	22,26	24,76	16,26	26,29
Jahresüberschuss	19,28	19,80	12,12	19,34

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie**	0,52	0,53	0,32	0,52
Dividende je Aktie	0,33	0,35	0,35	0,37

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,95	1,76	1,66	1,53
EV/EBITDA	12,14	10,69	13,60	9,20
EV/EBIT	12,68	11,40	17,36	10,74
KGV	13,33	12,98	21,20	13,29
KBV		4,24		

Finanztermine

10.08.2018: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

20.02.2018: RS / 16,60 / KAUFEN

28.08.2017: RS / 18,00 / KAUFEN

18.08.2017: RS / 18,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Zum ersten Halbjahr 16/17 steigerte das Unternehmen die Umsatzerlöse um 6,7% auf 88,37 Mio. € (VJ: 82,83 Mio. €). Ein Grund für den Umsatzanstieg war ein umfangreicher Software-Deal mit einem Umsatzvolumen in Höhe von 7 bis 8 Mio. €. Darüber hinaus lieferten die Akquisitionen der ICE Consultants Europe, Infont Consulting & Management und der Envoy Digital einen wertvollen Umsatzbeitrag in Höhe von 7,17 Mio. €. Insgesamt profitiert dabei das Unternehmen weiterhin vom Megatrend der Digitalisierung und verfügt mit dem ausgeprägten Branchenfokus auf Handel und Logistik sowie mit der Rapid-Transformation-Methode über klare Wettbewerbsvorteile.
- Ergebnisseitig wurde zum ersten Halbjahr 2017/18 ein EBIT in Höhe von 7,51 Mio. € erwirtschaftet (VJ: 12,49 Mio. €). Im Zuge dessen wurde die EBIT-Guidance für das Gesamtjahr von ursprünglich 23 bis 26 Mio. € auf 16 bis 20 Mio. € angepasst. Hintergrund dieser Entwicklung sind Projektanlaufkosten sowie höhere Abschreibungen, bedingt durch die Akquisitionen. Im Rahmen der Kaufpreisallokation der ICE Consultants Europe, Infont Consulting & Management und der Envoy Digital wurden immaterielle Vermögenswerte aktiviert. Die immateriellen Vermögenswerte belaufen sich primär auf Kundenbeziehungen und den Auftragsbestand. Hieraus ergaben sich höhere M&A-bedingte-Abschreibungen in Höhe von 1,45 Mio. €. Darüber hinaus erhöhten sich die Personalkosten um 19,7% auf 30,85 Mio. € (VJ: 25,77 Mio. €). Der Aufbau eines umfangreichen Personalbestands ist unseres Erachtens äußerst positiv, da ein operatives Wachstum im Bereich der Transformationsberatung nur über Personal möglich ist. So kann das Unternehmen sukzessive Freelancer durch eigene Mitarbeiter ersetzen und perspektivisch Kosten sparen. Darüber hinaus hat die Gesellschaft mit der ICE-Akquisition einen guten Zugang zum spanischen Arbeitsmarkt bekommen. In Spanien herrscht im Vergleich zu Deutschland ein geringeres Lohnniveau vor, was zu einer langfristigen Margenverbesserung der KPS beitragen sollte.
- Vor dem Hintergrund der Halbjahreszahlen mit erhöhen wir unsere Umsatzprognose auf 170,00 Mio. € für das GJ 2017/18 bzw. 185,08 Mio. € für das GJ 2018/19. Historisch konnte das Unternehmen deutlich zweistellige Wachstumsniveaus erreichen und übertraf in der Regel die Guidance. Das Unternehmen befindet sich mit dem Megatrend der Digitalisierung weiterhin in einem attraktiven Wachstumsmarkt und sollte mit dem Branchenfokus Handel und Logistik sowie der Rapid-Transformation-Methode wertvolle Wettbewerbsvorteile besitzen. Gleichsam treibt das Unternehmen die geographische Expansion in Europa und den USA voran. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen mittel- bis langfristig zu den historischen Wachstumsniveaus zurückkehren wird.
- Mit der Anpassung der EBIT-Guidance haben wir unsere EBIT-Prognose auf 16,26 Mio. € für das GJ 17/18, bzw. auf 26,29 Mio. € für das GJ 18/19 korrigiert. Kurzfristig gehen wir von Ergebnisbelastungen durch die PPA-Abschreibungen sowie den höheren Projektanlaufkosten aus. Mittel- bis langfristig sollten wieder die historischen EBIT-Margen von über 15% erreichbar werden. Wir gehen davon aus, dass mit der Umstellung auf eigene Mitarbeiter gegenüber Freelancern Ergebnisverbesserungen möglich sein sollten und auch die Industrialisierung des Beratungsansatzes hierzu beitragen sollte.
- **Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert in Höhe von 12,50 € je Aktie ermittelt (bisher: 16,60 €). Die Kurszielanpassung beruht zum einen auf den korrigierten Prognosen für die kommenden zwei Jahre sowie einer Erhöhung des Beta-Faktors. Durch die vergleichsweise hohe Abhängigkeit von Großkunden gehen wir nun von höheren Eigenkapitalkosten aus. Dennoch behalten wir unsere langfristigen Umsatz- und Margenschätzungen bei und gehen davon aus, dass die KPS sich operativ auf einem guten Weg befindet.**

INHALTSVERZEICHNIS

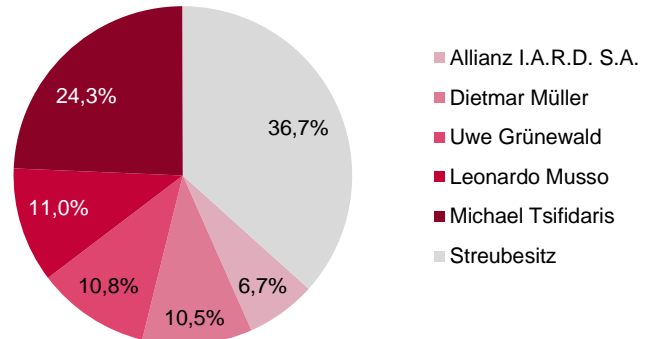
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Wichtige Kunden	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2016/17	5
Umsatzentwicklung	5
Ergebnisentwicklung	6
Bilanzielle und finanzielle Situation	8
Prognose und Modellannahmen	9
Umsatzprognosen	9
Ergebnisprognosen	10
Bewertung	11
Bestimmung der Kapitalkosten	11
Bewertungsergebnis	11
DCF-Modell	12
Anhang	13

UNTERNEHMEN

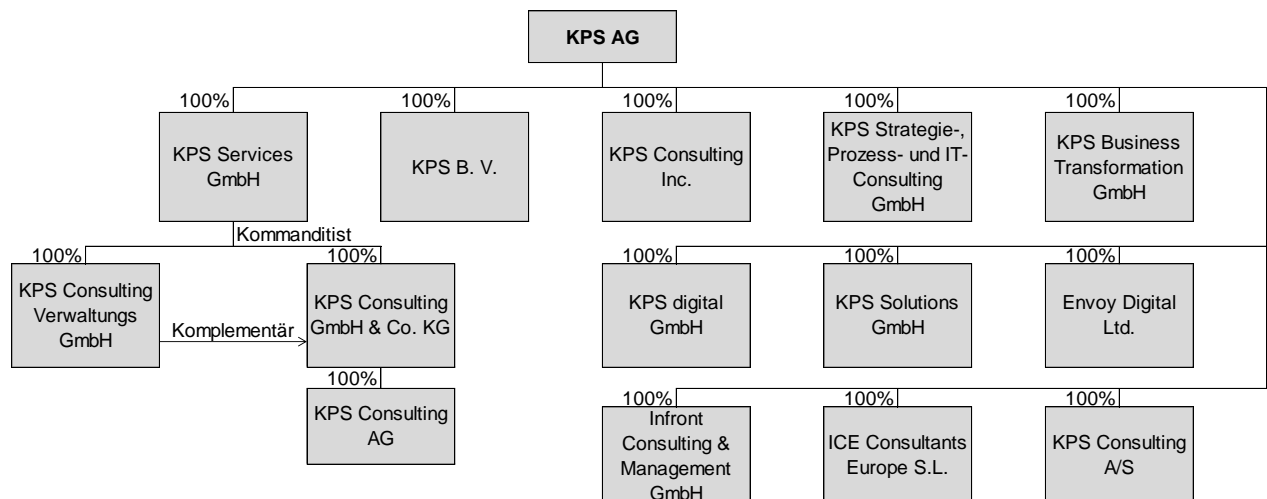
Aktionärsstruktur

Michael Tsifidaris	24,3%
Leonardo Musso	11,0%
Uwe Grünewald	10,8%
Dietmar Müller	10,5%
Allianz I.A.R.D. S.A.	6,7%
Streubesitz	36,7%
Summe	100,0%

Quelle: KPS AG



Konsolidierungskreis



Quelle: KPS AG

Wichtige Kunden

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:



Quelle: KPS AG

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2016/17

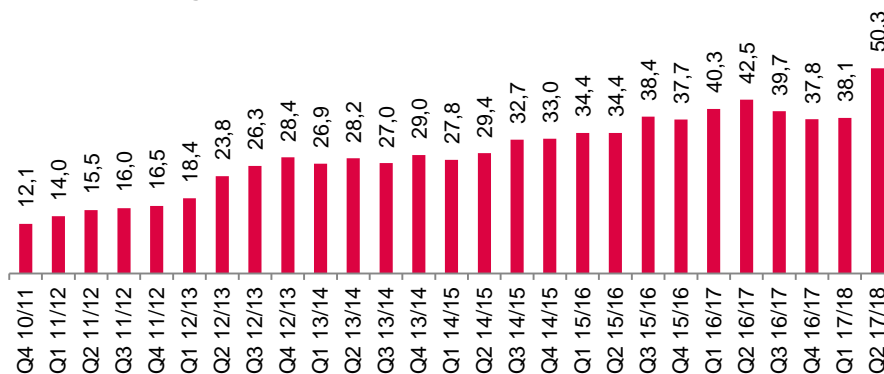
in Mio. €	1. HJ 2016/17	Δ in %	1. HJ 2017/18
Umsatzerlöse	82,83	6,7%	88,37
EBITDA	13,11	-28,6%	9,37
EBITDA-Marge	15,8%		10,6%
EBIT	12,49	-39,9%	7,51
EBIT-Marge	15,1%		8,5%
Periodenüberschuss	10,30	-46,8%	5,48
EPS in €**	0,28	-47,0%	0,15

Quelle: KPS, GBC

Umsatzentwicklung

Im ersten Halbjahr 16/17 steigerte das Unternehmen die Umsatzerlöse um 6,7% auf 88,37 Mio. € (VJ: 82,83 Mio. €). Maßgeblich für die Entwicklung war insbesondere das zweite Quartal mit 50,3 Mio. € im Vergleich zu 38,1 Mio. € im ersten Quartal. Somit konnte ein erneuter Quartals-Umsatzrekord aufgestellt werden.

Umsatzentwicklung nach Quartalen



Quelle: KPS, GBC

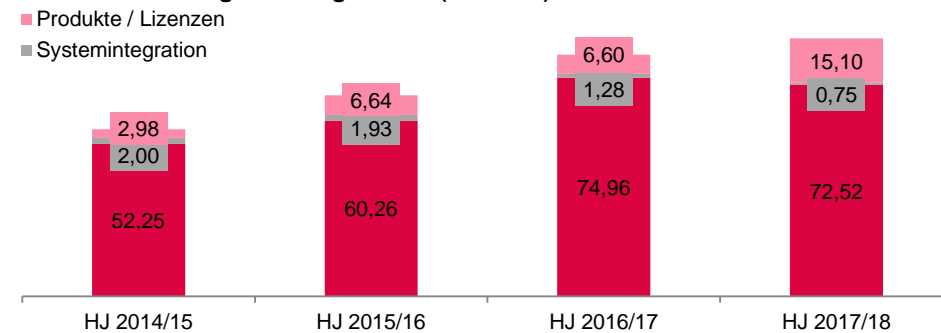
Ein Grund für diesen signifikanten Umsatzanstieg waren Verkaufserlöse aus einem größeren Software-Deal, welcher sich auf rund 7 bis 8 Mio. € belief. Derartige umfangreiche Software-Deals sind eher unüblich für die KPS und wir gehen davon aus, dass es sich hierbei um einen positiven Einmaleffekt handelt. Dennoch profitiert hier das Unternehmen von der Zertifizierung als Vertriebspartner von namhaften Herstellern wie SAP, IBM und SAPERION.

Darüber hinaus trugen die jüngsten Akquisitionen ICE Consultants Europe, Infont Consulting & Management und die Envoy Digital mit zusammen 7,17 Mio. € ebenfalls positiv zum Umsatzwachstum bei. Im Vorjahresvergleich (1. HJ 16/17) trugen die Akquisitionen Saphira Consulting und die KPS B.V. mit einem Umsatzbeitrag in Höhe von 5,22 Mio. € zum Umsatzanstieg bei. Somit wurde bereinigt um die Akquisitionen und Neugründungen ein Umsatzanstieg von 4,6% auf 81,20 Mio. € erzielt (VJ: 77,61 Mio. €).

Insgesamt profitiert das Unternehmen weiterhin von dem Megatrend der Digitalisierung und verfügt mit dem ausgeprägten Branchenfokus auf Handel und Logistik über einen klaren Wettbewerbsvorteil. Die KPS ist insbesondere bekannt für die Rapid-Transformation-Methode, mit dem die Digitalisierungsprojekte deutlich schneller und agiler umgesetzt werden können. Damit verkürzen sich die durchschnittlichen Projektlaufzeiten auf 18 bis 24 Monate. Diese Projektlaufzeiten spiegeln sich auch in der quartalsweisen Umsatzentwicklung wider. So bildet sich eine Art Wellenform, welche nicht an bestimmte Quartale gebunden ist, da individuelle Projekte ungleichmäßig begonnen und

fakturiert werden. Gleichzeitig ist die Prognose von zukünftigen Projekten äußerst schwierig, da die Kunden- bzw. Projektgewinnung meist nur auf Vorstandsebene möglich ist und durch die umfangreichen Projektgrößen nur eingeschränkt planbar sind.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: KPS, GBC

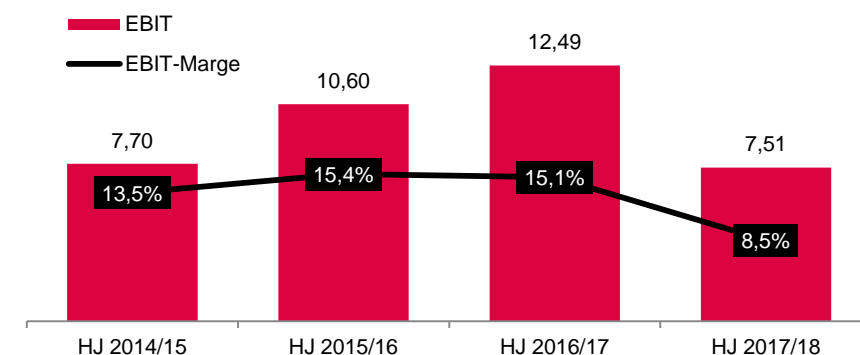
Zum 1. Halbjahr 2017/18 ist die Transformationsberatung auf Segmentebene weiterhin der primäre Umsatztreiber mit 72,52 Mio. € (VJ: 74,96 Mio. €). Das Segment Produkte und Lizenzen erzielte einen Umsatzsprung von 6,60 Mio. € im ersten HJ 16/17 auf 15,10 Mio. € im ersten HJ 17/18, wobei sich hier der umfangreiche Softwaredeal von 7 bis 8 Mio. € wiederfindet. Das Segment Systemintegration entwickelt sich mit 0,75 Mio. € (VJ: 1,28 Mio. €) im Rahmen der Erwartungen, da hier Altbestände aus Supportverträgen übernommen wurden und nun sukzessive auslaufen.

Die positive Umsatzsteigerung wurde, entgegen signifikanter Projektverschiebungen, der Bodenbildung in der ‚Umsatzwellenformation‘ und der rückläufigen Umsätze eines Großkunden erzielt. Im Rahmen des Halbjahresberichts wurde auch die Umsatz-Guidance von 160 bis 170 Mio. € bestätigt und wir gehen davon aus, dass das Unternehmen operativ weiterhin Fortschritte erzielt.

Ergebnisentwicklung

Die KPS erwirtschaftete zum ersten Halbjahr 17/18 ein EBIT in Höhe von 7,51 Mio. € (VJ: 12,49 Mio. €). Im Zuge dessen korrigierte das Unternehmen die EBIT-Guidance von ursprünglich 23 bis 26 Mio. € auf nun 16 bis 20 Mio. €. Hintergrund dieser Entwicklung waren die hohen Anlaufkosten von vier Großprojekten. Diese höheren Kosten schlugen sich insbesondere auf das erste Quartal 2017/18 nieder und belasteten auch das zweite Quartal 2017/18. So erhöhte sich das EBIT um 42,3% auf 4,41 Mio. € im zweiten Quartal im Vergleich zu 3,1 Mio. € im ersten Quartal.

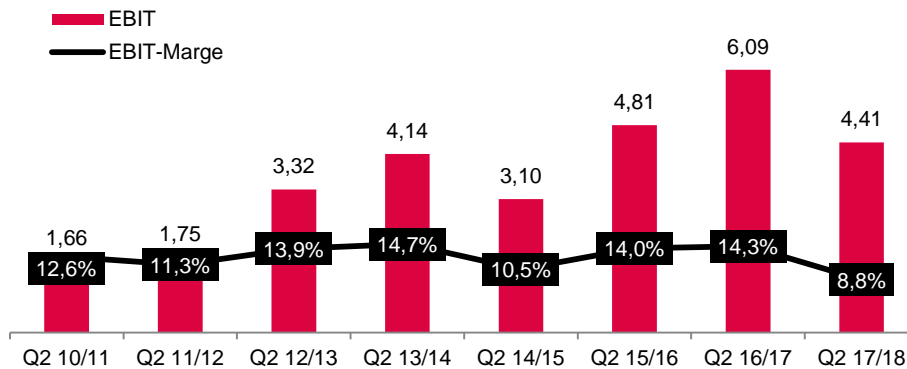
Entwicklung des EBIT (in Mio. €) und der EBIT-Marge (in %)



Quelle: KPS, GBC

Auf Quartalsebene reduzierte sich die Marge des zweiten Quartals auf 8,8% (VJ: 14,3%). Dennoch auch im langjährigen Vergleich, dass quartalsweise Margen- und Ergebnisschwankungen durchaus üblich sind. So wurde im zweiten Quartal 14/15 eine Marge von 10,5% erzielt, welche sich auf Gesamtjahressicht 14/15 auf 15,1% erhöhte. Verantwortlich hierfür sind ähnlich wie in der Umsatzentwicklung auch die Projektlaufzeiten von 18 bis 24 Monate, die in unregelmäßigen Abständen gewonnen und fakturiert werden.

Ergebnisentwicklung im Q2 (in Mio. €)



Quelle: KPS, GBC

Im ersten Halbjahr 17/18 kam es darüber hinaus durch die drei Akquisitionen zu PPA-Abschreibungen in Höhe von 1,45 Mio. €. Diese wurden vom Unternehmen separat ausgewiesen, da diese sich nicht auf das operative Geschäft beziehen, sondern primär auf die neu bewerteten immateriellen Vermögenswerte aus den Akquisitionen. Die PPA-Abschreibungen waren mitverantwortlich für die Prognoseanpassung und sollten sich unseres Erachtens auf 3,50 Mio. € auf Gesamtjahressicht belaufen.

Weiterhin konnten sich die getätigten Akquisitionen bereits äußerst wertschöpfend auswirken und lieferten einen EBIT-Beitrag in Höhe von 1,40 Mio. € (bezogen auf ICE, Infront, Envoy).

Maßgeblich für die höheren Kosten im ersten Halbjahr 17/18 war auch der gestiegene Personalaufwand, welcher sich um 19,7% auf 30,85 Mio. € (VJ: 25,77 Mio. €) erhöhte. Hintergrund ist der Aufbau des Mitarbeiterstammes sowohl organisch als auch über die Akquisitionen. So wurden zum 31.03.2018 614 Mitarbeiter beschäftigt. Zum Vorjahreszeitpunkt lag dieser Wert noch bei 459. Diese Entwicklung ist als positiv einzuschätzen, da operatives Wachstum in der Transformationsberatung nahezu ausschließlich über die Anzahl der Berater möglich ist. Zudem ist der Markt für hochqualifiziertes Personal in diesem Bereich äußerst umkämpft. Durch den hohen Auftragsbestand wurden traditionell auch viele externe Freelancer eingestellt, welche sich im Materialaufwand wiederfinden. Einerseits bieten Freelancer eine höhere Flexibilität, andererseits sind Freelancer in der Regel kostenintensiver als eigene Mitarbeiter. Daher versucht KPS zunehmend den Anteil der eigenen Mitarbeiter zu erhöhen. Darüber hinaus hat die KPS mit der ICE Consulting-Akquisition einen guten Zugang zum spanischen Arbeitsmarkt bekommen. In Spanien sind die durchschnittlichen Lohnkosten geringer als in Deutschland und hierüber sollten sich langfristig die Kosten weiter senken lassen.

Wir gehen davon aus, dass es sich bei der aktuellen Entwicklung größtenteils um kurz- bis mittelfristige Ergebnisbelastungen handelt und, dass mittel- bis langfristig wieder die hohen EBIT-Margen von über 15% erreicht werden können.

Bilanzielle und finanzielle Situation

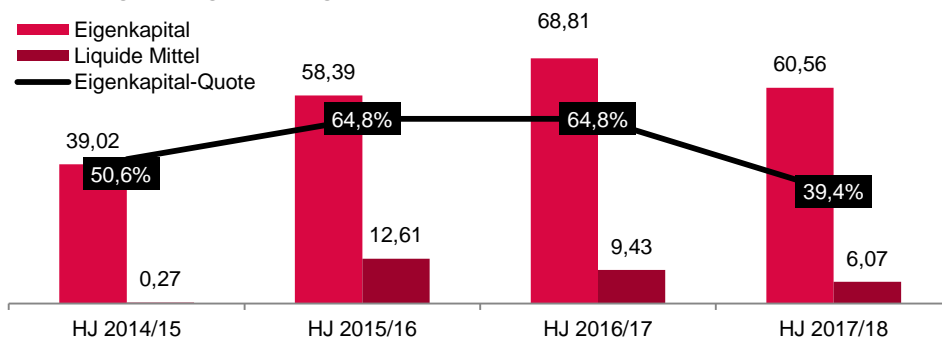
in Mio. €	30.09.16	30.09.17	31.03.18
Eigenkapital	58,39	66,19	60,56
EK-Quote (in %)	61,4%	64,3%	39,4%
Operatives Anlagevermögen	33,64	43,28	82,72
Working Capital	1,70	12,26	15,63
Net Debt	-12,61	-6,67	25,32
Operativer Cashflow	20,29	16,79	0,82
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-3,96	-12,39	-21,57
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-10,21	-12,34	-13,09

Quelle: KPS, GBC

Die Eigenkapitalquote ist bedingt durch die Akquisitionen deutlich zurückgegangen und belief sich auf 39,4% (31.03.17: 64,8%). Das Eigenkapital reduzierte sich auf 60,56 Mio. € (31.03.17: 68,81 Mio. €).

Hintergrund hierfür sind die Akquisitionen und der damit verbundene Aufbau von Bankverbindlichkeiten in Höhe von -25,30 Mio. € zur Finanzierung der Akquisitionen der ICE Consultants Europe, Infront Consulting & Management und die Envoy Digital. Somit erhöhte sich der Net Debt auf 25,32 Mio. € nach vormals -6,67 Mio. € (30.09.17). Insgesamt kam es im Geschäftsjahr 17/18 zu einem Netto-Abfluss in Höhe von 20,91 Mio. €. In der KPS Bilanz erhöhte sich zudem das operative Anlagevermögen auf 82,72 Mio. € (31.03.17) von 43,28 Mio. € (30.09.17), bedingt durch signifikante Goodwillzuflüsse durch die drei Akquisitionen in Summe von 32,83 Mio. €.

Entwicklung wichtiger Bilanzgrößen (in Mio. €)



Quelle: KPS, GBC

Traditionell hat die KPS die Finanzverbindlichkeiten vergleichsweise schnell über den starken operativen Cashflow abgebaut. Wir gehen davon aus, dass dies auch in den kommenden Jahren erfolgen sollte und die Ziel-Verschuldungsquote von zinstragenden Verbindlichkeiten weiterhin 0% betragen sollte.

Prognose und Modellannahmen

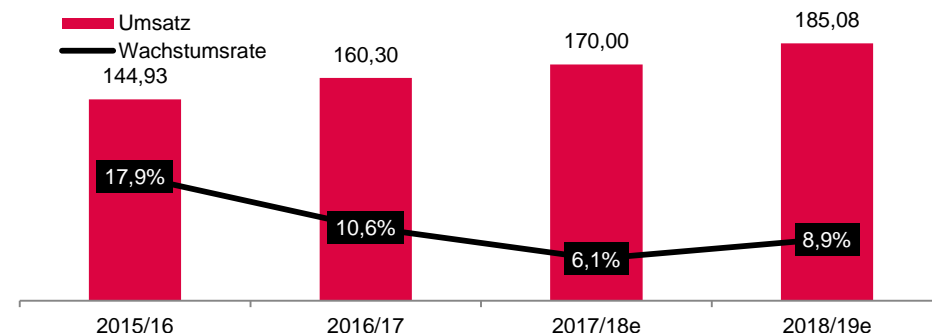
GuV (in Mio. €)	GJ 2016/17	Bisher GJ 17/18e	Angepasst GJ 2017/18e	Bisher GJ 18/19e	Angepasst GJ 2018/19e
Umsatzerlöse	160,30	164,55	170,00	180,08	185,08
EBITDA	26,41	26,45	20,76	30,01	30,69
EBITDA-Marge	16,5%	16,1%	12,2%	16,7%	16,6%
EBIT	24,76	24,95	16,26	28,51	26,29
EBIT-Marge	15,4%	15,2%	9,6%	15,8%	14,2%
Jahresüberschuss	19,80	18,64	12,12	20,99	19,34
EPS in €	0,53	0,50	0,32	0,56	0,52

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Das Unternehmen hat mit dem Halbjahresbericht die Umsatz-Guidance von 160 bis 170 Mio. € bestätigt. Vor dem Hintergrund der Halbjahreszahlen mit 88,37 Mio. € Umsatz heben wir unsere Umsatzprognose von 164,55 Mio. € auf 170,00 Mio. € für das Geschäftsjahr 2017/18 an. Gleichsam erwarten nun und 185,08 Mio. € Umsatz (bisher: 180,08 Mio. €) im Geschäftsjahr 2018/19.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC

Hintergrund des vergleichsweise geringen erwarteten Umsatzwachstums für das laufende Geschäftsjahr 17/18 sind waren rückläufige Projektumsätze eines Großkunden sowie eine Bodenbildung in den Umsatzwellen (siehe auch Research Report vom 26.02.2018). Historisch erreichte das Unternehmen deutlich zweistellige Wachstumsraten, die in der Regel noch die Guidance übertrafen. Durch diesen Verschiebungseffekt gehen wir davon aus, dass 2018/19 wieder ein stärkeres Wachstum von 8,9% erreicht werden und mittelfristig zu den historischen zweistelligen Niveaus zurückgekehrt werden kann.

Gegenwärtig befindet sich das Unternehmen mit der digitalen Transformation in einem sehr dynamischen Wachstumsmarkt mit dem Megatrend der Digitalisierung. So konnten im ersten Halbjahr 2017/18 bereits neue Kunden gewonnen werden und zudem sind vier weitere Großprojekte angelaufen.

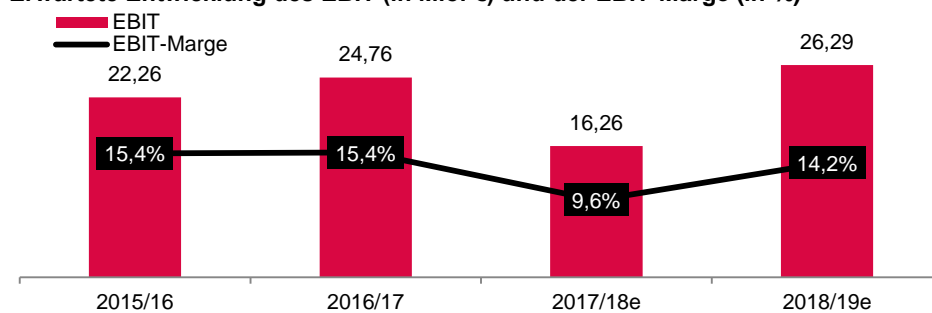
Mit der Fokussierung auf Handel und Logistik ist die KPS in Deutschland eines der führenden Beratungshäuser in dem Bereich digitale Transformation. Zukünftig sollen die Erkenntnisgewinne aus dem Bereich Handel und Logistik auch sukzessive auf weitere Branchen übertragen werden. Darüber hinaus expandiert das Unternehmen zunehmend nach Europa und teilweise auch in die USA. Mit der Envoy Digital-Akquisition konnte eine erste Dependence in Großbritannien erworben werden. Mit dem britischen Beratungshaus sollten auch sprachliche und kulturelle Parallelen zum Markt in den USA bestehen, was zusätzliche Synergien schaffen sollte. Darüber hinaus konnte mit der Saphira Consulting auch der skandinavische Markt zunehmend erschlossen werden.

Mit der Rapid-Transformation-Methode besitzt das Unternehmen zudem einen klaren Wettbewerbsvorteil und sollte so auch weiterhin Großprojekte für sich gewinnen können. Wir gehen davon aus, dass die Wachstumsstory der KPS weiterhin intakt ist und halten bei unserem Bewertungsmodell mittelfristig ein 11,0%-Umsatzwachstum bei.

Ergebnisprognosen

Mit dem Halbjahresbericht hat das Unternehmen die EBIT-Guidance für das Geschäftsjahr 2017/18 von ursprünglich 23 bis 26 Mio. € auf nun 16 bis 20 Mio. € angepasst. Hintergrund dieser Entwicklung sind deutlich gestiegene Personalkosten sowie PPA-Abschreibungen durch die Akquisitionen. So müssen nach einer Akquisition der Kaufpreis auf die erworbenen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten verteilt werden. Dies schließt auch die Bewertung und Identifikation von neu zu aktivierenden immateriellen Vermögenswerten ein. Hier fallen in der Regel auch Neubewertungen auf den Auftragsbestand und die vertraglichen Kundenbeziehungen an. In Summe wurde so über die Envoy, ICE und Infront zusammen sonstige immaterielle Vermögenswerte in Höhe von 6,49 Mio. € aktiviert. Diese müssen zudem zeitwertbedingt abgeschrieben werden. Zum 1. Halbjahr fielen nun erstmalig 1,45 Mio. € an M&A bedingten-Abschreibungen an. Auf Gesamtjahressicht erwarten wir, dass die M&A-bedingten Abschreibungen sich auf 3,50 Mio. € belaufen.

Erwartete Entwicklung des EBIT (in Mio. €) und der EBIT-Marge (in %)



Weiterhin erwarten wir, dass sich mit der Industrialisierung des Beratungsansatzes weitere Margenverbesserungen erzielen lassen. So wurde eine Prozessfabrik in Dortmund gegründet, welche standardisierte Module entwickeln soll. Diese Module können wiederholt bei unterschiedlichen Kunden eingesetzt werden. Zudem würden hierdurch weniger Berater pro Projekt benötigt werden, was weiteres Margenpotenzial bietet.

Bedingt durch die PPA-Abschreibungen, die verschobenen Projekte des Großkunden und die höheren Projektanlaufkosten im ersten Halbjahr reduzieren wir unsere EBIT-Prognose für 2017/18 auf 16,26 Mio. € (bisher: 24,95 Mio. €) und 26,29 Mio. € (bisher: 28,51 Mio. €) für das Jahr 2018/19. Wir gehen davon aus, dass sich das Unternehmen dennoch operativ auf dem richtigen Weg befindet, um auf die historischen Margenniveaus von über 15% EBIT-Marge zurückzukehren. Daher haben wir ausschließlich unsere Schätzwerte für die nächsten zwei Jahre angepasst und belassen unsere langfristigen Schätzungen im DCF-Modell unverändert.

BEWERTUNG

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 1,41 (bisher: 1,18).

Bedingt durch die hohe Abhängigkeit von einzelnen Großkunden nehmen wir eine höhere Konjunktursensitivität des Unternehmens an erhöhen daher den Beta-Faktor.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,0% (bisher: 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 9,0% (bisher: 7,7 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,0 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018/19 entspricht als Kursziel 12,50 € (bisher: 16,60 €). 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	6,6%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	8,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	170,00	185,08	205,44	228,04	253,12	280,96	311,87	346,18	
<i>US Veränderung</i>	6,1%	8,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	2,62	2,76	3,12	3,53	3,99	4,52	5,10	5,76	
EBITDA	20,76	30,69	34,92	38,77	43,03	47,76	53,02	58,85	
<i>EBITDA-Marge</i>	12,2%	16,6%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
EBITA	16,26	26,29	30,54	34,45	38,80	43,61	48,94	54,85	
<i>EBITA-Marge</i>	9,6%	14,2%	14,9%	15,1%	15,3%	15,5%	15,7%	15,8%	17,0%
Steuern auf EBITA	-4,07	-6,83	-7,63	-8,61	-9,70	-10,90	-12,24	-13,71	
<i>zu EBITA</i>	25,0%	26,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	12,20	19,45	22,90	25,84	29,10	32,71	36,71	41,13	
Kapitalrendite	22,0%	24,5%	27,9%	31,1%	34,8%	38,8%	42,9%	47,3%	50,7%
Working Capital (WC)	14,50	15,00	17,05	18,93	21,01	23,32	25,89	28,73	
<i>WC zu Umsatz</i>	8,5%	8,1%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	
<i>Investitionen in WC</i>	-2,24	-0,50	-2,05	-1,88	-2,08	-2,31	-2,57	-2,85	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	64,88	67,00	65,91	64,59	63,36	62,21	61,14	60,13	
<i>AFA auf OAV</i>	-4,50	-4,40	-4,39	-4,32	-4,23	-4,15	-4,07	-4,00	
<i>AFA zu OAV</i>	6,9%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-26,10	-6,52	-3,30	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investiertes Kapital	79,38	82,00	82,96	83,52	84,37	85,53	87,02	88,87	
EBITDA	20,76	30,69	34,92	38,77	43,03	47,76	53,02	58,85	
Steuern auf EBITA	-4,07	-6,83	-7,63	-8,61	-9,70	-10,90	-12,24	-13,71	
Investitionen gesamt	-31,57	-10,25	-8,58	-8,11	-8,31	-7,03	-5,57	-5,85	
<i>Investitionen in OAV</i>	-26,10	-6,52	-3,30	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
<i>Investitionen in WC</i>	-2,24	-0,50	-2,05	-1,88	-2,08	-2,31	-2,57	-2,85	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	-3,23	-3,23	-3,23	-3,23	-3,23	-1,72	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-14,88	13,60	18,71	22,05	25,02	29,83	35,22	39,29	615,24

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	460,65	488,64
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	124,70	122,36
<i>Barwert des Continuing Value</i>	335,94	366,27
Nettoschulden (Net debt)	21,41	21,05
Wert des Eigenkapitals	439,24	467,59
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	439,24	467,59
Ausstehende Aktien in Mio.	37,41	37,41
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,74	12,50

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,41
<i>Eigenkapitalkosten</i>	9,0%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
<i>Fremdkapitalkosten</i>	2,5%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
<i>Taxshield</i>	28,7%
WACC	9,0%

Kapitalrendite	WACC				
	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
49,7%	14,52	13,32	12,30	11,42	10,66
50,2%	14,65	13,43	12,40	11,51	10,74
50,7%	14,77	13,54	12,50	11,60	10,82
51,2%	14,90	13,65	12,60	11,69	10,91
51,7%	15,02	13,77	12,70	11,78	10,99

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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.

II.

§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,6a,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 Studienstellung 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