



## **Researchstudie (Anno)**

# KPS

**„Überragende operative Entwicklung führt  
zur fundamentalen Neubewertung“**

**Kursziel: 7,40 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18**

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

### Kaufen

**Kursziel: 7,40**

aktueller Kurs: 6,62  
13.2.2014 / 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 Leipold  
leipold@gbc-ag.de

Felix Gode  
gode@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf Seite  
19

### Unternehmensprofil

Branche: Dienstleistungen

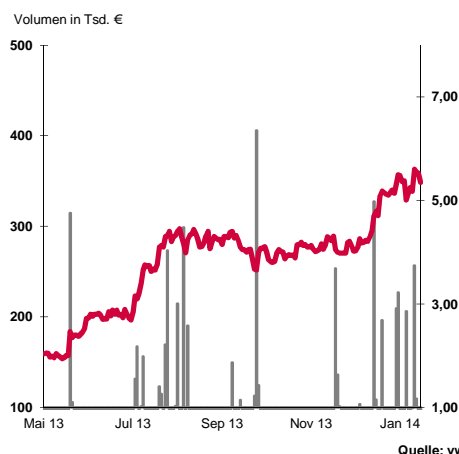
Fokus: Transformationsberatung, Prozessoptimierung

Mitarbeiter: 171 Stand: 30.9.2013

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

28.03.2014: Hauptversammlung  
28.05.2014: Veröffentlichung HJ-Bericht

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
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 kann auf das mit Abstand erfolgreichste Geschäftsjahr der bisherigen Unternehmensgeschichte zurückblicken. Sowohl auf Umsatz-, als auch auf Ergebnisseite, konnten dabei absolute Rekordwerte verzeichnet werden. Das Umsatzwachstum von über 50 % auf fast 100 Mio. € konnte dank einer Vielzahl von Projekten bei einer gleichzeitig hohen Auslastungsquote der Beratungsmannschaft erreicht werden.
- Der hervorragende operative Cash Flow von knapp 15 Mio. € in 2012/13 führte zu einer deutlichen Verbesserung der Bilanzqualität. Die KPS AG verfügt über eine positive Nettoliquidität von rund 7 Mio. € sowie eine Eigenkapitalquote von rund 46 %. Die ausgezeichneten Bilanzkennzahlen in Verbindung mit der hohen Ertragskraft und den vorhandenen Verlustvorträgen ermöglicht eine Dividendenausschüttung von 0,22 €.
- Wir gehen davon aus, dass sich der Wachstumskurs auch in den beiden Geschäftsjahren 2013/14 sowie 2014/15 fortsetzen wird. Die guten Zahlen des ersten Quartals 2013/14 bestätigen uns in unserer Meinung. Allerdings werden sich die Wachstumsraten abschwächen. Für die beiden Geschäftsjahre 2013/14 sowie 2014/15 rechnen wir mit einer weiter steigenden EBIT-Marge auf 14,7 % respektive 15,4 %. Einhergehend mit dieser Entwicklung sollte sich auch die Dividende in den kommenden Jahren weiter erhöhen.
- Trotz der ausgezeichneten Kursentwicklung in den vergangenen Jahren sehen wir noch weiteres Kurspotential für die Aktie der KPS AG. Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir unser Kursziel für die Aktie von KPS deutlich auf 7,40 € (bisher: 4,50 €) angehoben. Damit tragen wir der hervorragenden operativen Entwicklung des Unternehmens entsprechend Rechnung.

## INHALTSVERZEICHNIS

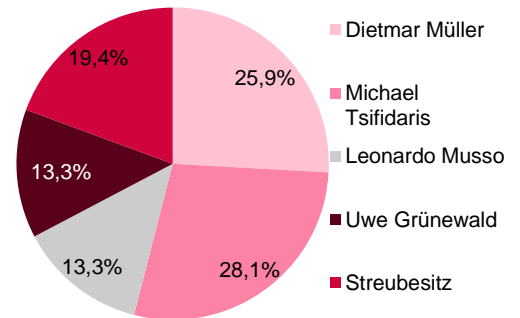
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Kundenkreis .....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>5</b>
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>6</b>
Kennzahlen im Überblick .....	6
Geschäftsentwicklung 2012/13 .....	7
Umsatzentwicklung .....	7
Ergebnisentwicklung .....	9
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	10
SWOT-Analyse .....	12
Prognose und Modellannahmen .....	13
Umsatzprognosen .....	13
Ergebnisprognosen .....	14
<b>Bewertung .....</b>	<b>16</b>
Modellannahmen .....	16
Bestimmung der Kapitalkosten .....	16
Bewertungsergebnis .....	16
<b>DCF-Modell.....</b>	<b>17</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>18</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.09.2013
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:



## MARKT UND MARKTUMFELD

### ***Branchenentwicklung - Gute Stimmung am IT-Markt, weiteres Wachstum in 2014 für IT- und Beratungsbranche erwartet***

Nachdem es im Jahr 2013 laut dem Hightech-Verband Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (BITKOM) zu einer Steigerung beim Umsatz mit Produkten und Diensten der Informationstechnologie, Telekommunikation und Unterhaltungselektronik von lediglich 0,1 % gekommen ist, soll laut Branchenverband 2014 wieder Schwung in den Markt gelangen. Dieser prognostiziert dann für das Jahr 2014 ein steigendes Wachstum von 1,6 %.

Dabei soll die Informationstechnologie laut BITKOM in diesem Jahr um 2,0 % auf 74,7 Mrd. € ansteigen, im Jahr 2014 um 2,8 % auf 76,8 Mrd. €. Als Wachstumstreiber sollte sich dabei in 2013 das Geschäft mit Software erweisen, welches um 4,9 % auf 18,1 Mrd. € zulegen soll. Die Umsätze mit IT-Dienstleistungen wie Outsourcing und Wartung wachsen laut BITKOM um 2,4 % auf 35,7 Mrd. €. Etwas schwächer wird die Entwicklung des Marktes für IT-Hardware erwartet, welcher in 2013 voraussichtlich um 1,1 % auf 21 Mrd. € zurückgehen wird.

Zu einer ähnlichen Einschätzung kommt eine Befragung des Marktforschung Unternehmens Lünendonk. So erwarten hiernach die 25 größten Unternehmen im deutschen Markt für IT-Beratung und Systemintegration für das Jahr 2014 erneut ein Marktwachstum von rund 4 %.

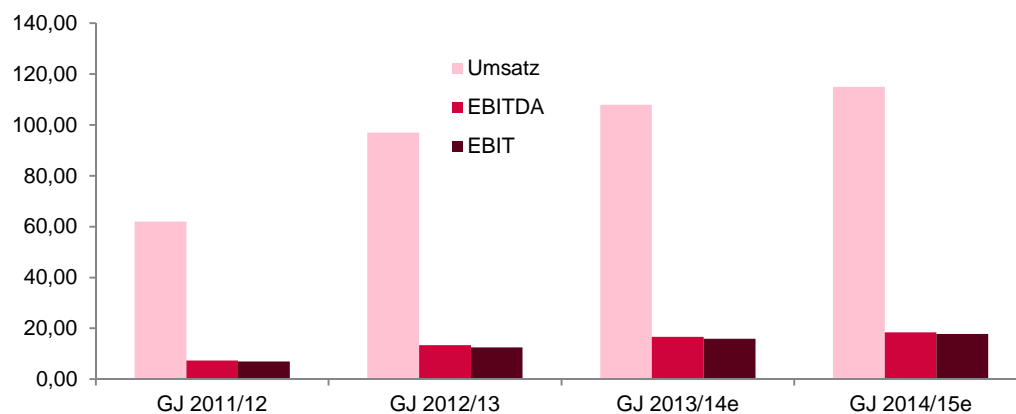
Der deutsche Beratungsmarkt („Outplacement“) kann auf eine eindrucksvolle Entwicklung in den letzten 10 Jahren blicken. Lag der Umsatz 2004 noch bei rund 40 Mio. €, hat dieser sich bis 2013 auf 74 Mio. € nahezu verdoppelt. Zwar konnte im Jahr 2013 nicht an das starke Wachstum von 17 % aus dem Vorjahr angeschlossen werden, jedoch fiel das Wachstum mit 8,5 % erneut sehr dynamisch aus. Ein Ende des starken Wachstums ist laut dem Branchenverband Bundesverband Deutscher Unternehmensberater (BDU) nicht in Sicht. Der BDU geht für das Jahr 2014 davon aus, dass sich das Wachstum wieder etwas verstärken wird. Der Markt für externe Beratung soll laut BDU im laufenden Jahr mit einem Wachstum von 12 % wieder deutlich zulegen. Des Weiteren schätzt der BDU den Gesamtumsatz des europäischen Beratungsmarktes auf 500 Mio. €. Damit nimmt Deutschland mit einem Marktanteil von rund 15 % eine wesentliche Position ein.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010/11	GJ 2011/12	GJ 2012/13	GJ 2013/14e	GJ 2014/15e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>50,18</b>	<b>61,94</b>	<b>96,99</b>	<b>108,00</b>	<b>115,00</b>
sonstige betriebliche Erträge	0,48	0,38	0,35	0,50	0,50
<b>Betriebsleistung</b>	<b>50,66</b>	<b>62,32</b>	<b>97,34</b>	<b>108,50</b>	<b>115,50</b>
Materialaufwand	-24,64	-27,97	-46,89	-51,86	-54,74
Personalaufwand	-14,10	-19,30	-28,81	-31,00	-32,80
Abschreibungen	-0,16	-0,47	-0,79	-0,75	-0,70
sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,94	-7,68	-8,32	-9,00	-9,50
sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,02	0,01	0,01	0,00	0,00
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-0,49	-0,46	-0,20	0,05	0,10
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit</b>	<b>5,35</b>	<b>6,45</b>	<b>12,35</b>	<b>15,94</b>	<b>17,86</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,63	1,70	3,90	-3,19	-3,57
Minderheiten	-0,05	0,14	0,00	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,67</b>	<b>8,29</b>	<b>16,25</b>	<b>12,75</b>	<b>14,29</b>
EBITDA	5,97	7,37	13,32	16,64	18,46
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,9%</i>	<i>13,7%</i>	<i>15,4%</i>	<i>16,1%</i>
EBIT	5,81	6,91	12,54	15,89	17,76
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,2%</i>	<i>12,9%</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,4%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,14	0,26	0,50	0,39	0,44
Dividende je Aktie in €	0,09	0,11	0,22	0,25	0,29
Aktienzahl in Mio. Stück	32,60	32,42	32,60	32,60	32,60

Quelle: KPS AG; GBC AG



## Geschäftsentwicklung 2012/13

**Erfolgreichstes Geschäftsjahr in der Unternehmenshistorie mit Rekorden auf allen Ebenen**

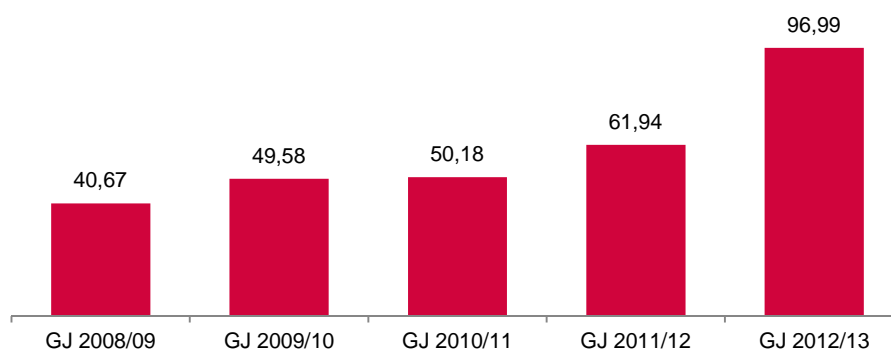
GuV (in Mio. €)	GJ 2011/12	Δ zum VJ	GJ 2012/13
Umsatzerlöse	61,94	56,6%	96,99
EBITDA	7,37	80,6%	13,32
<i>EBITDA-Marge</i>	11,9%		13,7%
EBIT	6,91	81,5%	12,54
<i>EBIT-Marge</i>	11,2%		12,9%
Jahresüberschuss	8,29	96,1%	16,25
EPS in €	0,26	95,0%	0,50

Quelle: KPS AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung – Umsatzgrenze von 100 Mio. € fest im Blick

Das Beratungshaus KPS AG kann auf ein überragendes abgelaufenes Geschäftsjahr 2012/13 zurückblicken. Die KPS AG hat sich in den vergangenen Jahren sowohl auf dem deutschen Managementberatungs- als auch auf dem deutschen Aktienmarkt ausnahmslos zu einer der Erfolgsgeschichten im Nebenwertebereich entwickelt. Dies wird eindrucksvoll durch die äußerst dynamische Umsatzentwicklung seit dem Geschäftsjahr 2008/2009 belegt. Seit diesem Zeitpunkt konnten die Umsatzerlöse von rund 40 Mio. € auf annähernd 100 Mio. € signifikant gesteigert werden, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rund 25 % entspricht. Damit konnte die KPS AG ein deutlich höheres Wachstum vorweisen als die Branche. KPS konnte somit im abgelaufenen Jahr seine Stellung als das marktführende Beratungshaus im Bereich der Transformationsberatung und der Prozessoptimierung mit Fokus auf die Branchen Handel und Konsumgüter weiter ausbauen. Das nachstehende Schaubild zeigt die Umsatzentwicklung von KPS.

### Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: KPS AG; GBC AG

Die Umsätze konnten im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012/13 sehr deutlich um 56,6 % auf 96,99 Mio. € (VJ: 61,94 Mio. €) gesteigert werden. Die Umsatzgrenze von 100 Mio. € ist folglich in greifbare Nähe gerückt und sollte in laufenden Geschäftsjahr übertroffen werden. Wie in den Vorjahren war das operative Geschäft geprägt durch eine sehr hohe Auslastung der Beratungsmannschaft. Die Auslastungsquote lag hier nach Unternehmensangaben erneut über der Marke von 90 %, was im Branchenvergleich einen auszeichnenden Wert darstellt.

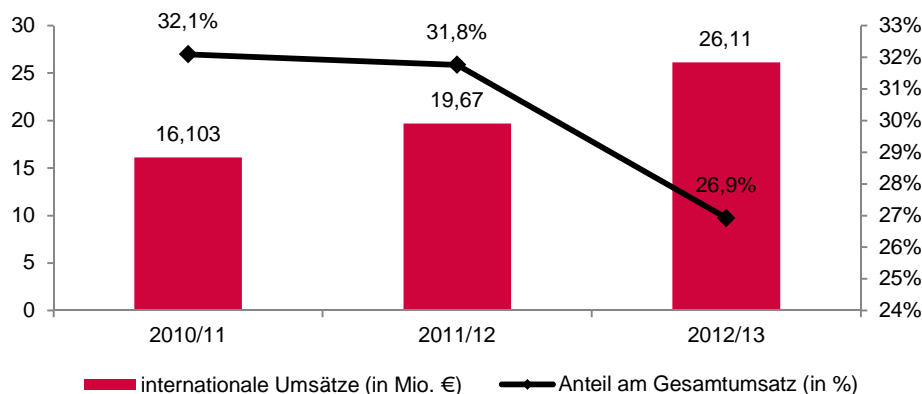


Die KPS AG konnte das organische Wachstum einerseits durch die Gewinnung von Neukunden sowie andererseits durch die Hebung von Cross-Selling Potentialen bei Bestandskunden als auch das schrittweise Hochfahren der bestehenden Projekte erreichen. Derzeit wichtige Beratungsthemen im SAP-Umfeld, wie Cross 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.

Auch im europäischen Ausland konnte KPS beachtliche Erfolge verzeichnen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012/13 wurden über 26 Mio. € im Ausland erzielt. Ein Großteil der Umsätze entfiel hierbei mit 22,4 Mio. € (VJ: 19,7 Mio. €) auf die Region Skandinavien. Als wichtige Kunden sind hier Dansk Supermarked, ECCO und **BESTSELLER A/S** zu nennen.

#### Auslandsumsätze (in Mio. €)



Quelle: KPS AG; GBC AG

Des Weiteren haben sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012/13 die wiederkehrenden Erlöse aus Wartungs- und Support-Aktivitäten erhöht. Die Umsätze im Zusammenhang mit der eigenen Softwarelösung KPS System Scan sollte gemäß unserer Einschätzung in 2012/13 noch auf einem relativ moderaten Niveau gelegen haben. Hier erwarten wir in den kommenden Jahren jedoch erhebliche Zuwächse. Mit Verkäufen von SAP-Lizenzen hat KPS nach unserer Einschätzung bislang noch keine Umsätze erzielt.

**Ergebnisentwicklung – EBIT signifikant auf über 12 Mio. € gesteigert; Jahresüberschuss positiv durch Aktivierung von Verlustvorträgen beeinflusst; Dividendenerhöhung auf 0,22 € geplant**

Die Materialaufwendungen sind der größte Aufwandsposten in der GuV-Rechnung der KPS AG. Die Materialaufwendungen beliefen sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012/13 auf 46,89 Mio. € gegenüber 27,97 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Dies entspricht einer leicht erhöhten Materialaufwandsquote von 48,4 % in 2012/13 (VJ: 45,2 %). Die Materialaufwendungen sind fast ausschließlich auf die Einbeziehung von externen Beratern zurückzuführen. Die Lieferung von IT-Infrastruktur und Hardwarekomponenten ist zu vernachlässigen. Einhergehend mit dem deutlichen Anstieg des Geschäftsvolumens erhöhte sich auch die Mitarbeiteranzahl. Per Ende September 2013 beschäftigte KPS 171 Mitarbeiter. Mehr als 90 % der Mitarbeiter von KPS sind als Berater tätig. Die Verwaltung ist mit aktuell 13 Mitarbeitern für die inzwischen erreichte Unternehmensgröße nach unserer Ansicht sehr kostenschlank aufgestellt. Die Personalaufwendungen stiegen in 2012/13 auf 28,81 Mio. € (VJ: 19,30 Mio. €).

Die Abschreibungen haben sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012/13 bedingt durch den Erwerb eines Software-Portfolios im Rahmen eines Asset Deals auf 0,79 Mio. € (VJ: 0,47 Mio. €) erhöht. Die Abschreibungen wurden dabei hauptsächlich auf immaterielle Vermögensgegenstände getätigt. Das Sachanlagevermögen liegt aufgrund des geringen Investitionsbedarfs des Geschäftsmodells auf einem niedrigen Niveau (30.9.2013: 0,28 Mio. € vs. 30.9.2012: 0,26 Mio. €).

Aufgrund von zum Tragen kommenden Skaleneffekten infolge des starken Umsatzwachstums konnte das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) überproportional auf 12,54 Mio. €, nach 6,91 Mio. € im Vorjahr, gesteigert werden. Die EBIT-Marge erhöhte sich dementsprechend im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012/13 auf 12,9 % (VJ: 11,2 %).

Das Finanzergebnis hat sich infolge der positiven Liquiditätsentwicklung weiter verbessert. Das Finanzergebnis fiel im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012/13 mit -0,18 Mio. € (VJ: -0,46 Mio. €) noch leicht negativ aus. Die KPS AG hat konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr sämtliche Finanzschulden zurückführen und verfügt zum Geschäftsjahresende 2012/13 positive Nettoliquidität von über 7 Mio. €. Auch zinsbare Pensionsrückstellungen sind keine vorhanden. Der tatsächliche Steueraufwand lag in 2012/13 bei -0,93 Mio. € (VJ: -0,92), was auf die Regelungen der Mindestbesteuerung zurückzuführen ist. Des Weiteren erfolgte eine weitere Nachaktivierung von latenten Steuern von mehr als 4,8 Mio. €. Diese Maßnahme wurde notwendig aufgrund der hervorragenden Perspektiven für die kommenden Geschäftsjahre von KPS in Verbindung mit den noch reichlich vorhandenen Verlustvorträgen.

Dank des positiven Steuerertrags, bedingt durch die Aktivierung von Verlustvorträgen, lag der Jahresüberschuss im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012/13 bei hervorragenden 16,25 Mio. € (VJ: 8,29 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,50 € (VJ: 0,26 Mio. €). Konsequenterweise soll die Dividende deutlich von 0,11 € auf 0,22 € angehoben werden. KPS verfolgt eine nachhaltige Dividendenstrategie, dass rund 50 % des operativen Gewinns an die Aktionäre ausgeschüttet werden soll. Aufgrund der sehr komfortablen Liquiditätslage sowie den noch vorhandenen Verlustvorträgen bestünde für KPS die Möglichkeit, in den kommenden Jahren die Ausschüttungsquote zu erhöhen. Dies ist nach unserer Einschätzung in Abhängigkeit von möglichen Akquisitionen zu sehen. Die Dividendenrendite liegt derzeit bei rund 4 %, was wir als solide erachten.

## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2010/11	GJ 2011/12	GJ 2012/13
Eigenkapital	6,37	11,62	24,47
EK-Quote (in %)	0,28	0,35	0,46
Operatives Anlagevermögen	10,11	12,74	12,06
Working Capital	-4,95	-3,89	-5,02
Net Debt	-1,25	-2,69	-17,54

Quelle: KPS AG; GBC AG

Die bilanziellen und finanziellen Relationen der KPS AG haben sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012/13 signifikant verbessert. Dies ist in erster Linie auf den sehr hohen Jahresüberschuss, welcher zusätzlich von der Aktivierung der reichlich vorhandenen Verlustvorräte profitierte, sowie auf den sehr starken operativen Cashflow der Gesellschaft zurückzuführen.

Die Eigenkapitalquote hat sich per Ende September 2013 auf knapp 46 % erhöht, was wir als überaus solide erachten. Das Eigenkapital erhöhte sich dank des hohen Gewinns auf rund 24,5 Mio. €.

Der Firmenwert beläuft sich unverändert auf 9,29 Mio. €. Vor dem Hintergrund der Ertragskraft der Gesellschaft haben wir keinen Zweifel an der Werthaltigkeit des Firmenwerts. Die immateriellen Vermögensgegenstände in Höhe von rund 2,5 Mio. € stehen im engen Zusammenhang mit dem Erwerb eines Software-Portfolios im Vorjahr. Eine Aktivierung von Entwicklungsaufwendungen erfolgt bei KPS nicht.

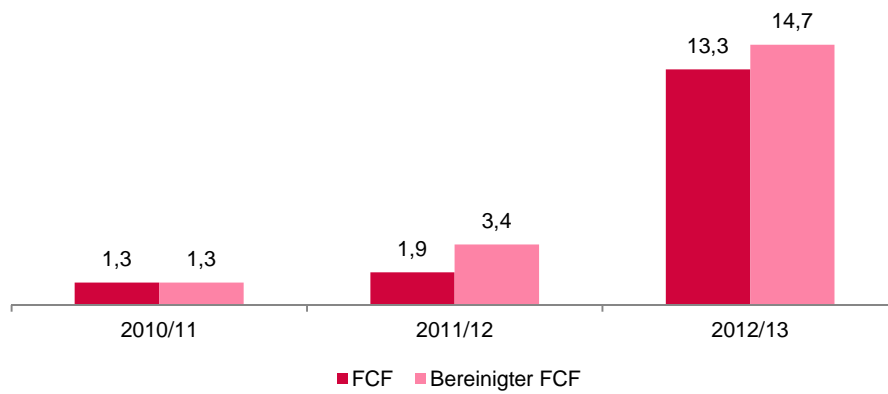
Im Jahresverlauf hat die KPS AG sämtliche bestehenden Bankkredite vollständig zurückgeführt. Die KPS AG verfügt jetzt weder über zinsbare Bankverbindlichkeiten, noch über Pensionsverpflichtungen. Die Nettoliquidität war zum 30.9.2013 mit 7,57 Mio. € deutlich positiv. Unter Berücksichtigung der aktiven latenten Steuern errechnet sich die Kennzahl „Net Debt“ von -17,54 Mio. €. Der Wert der latenten Steuern lag per Ende September 2013 bei 10,02 Mio. € (VJ: 5,11 Mio. €). KPS verfügt noch über hohe steuerliche Verlustvorräte von jeweils mehr als 80 Mio. € bei der Körperschaftsteuer und bei der Gewerbesteuer. Nach unserer Ansicht ist mittelfristig eine weitere Nachaktivierung von Verlustvorräten daher als wahrscheinlich anzusehen.

Das Net Working Capital hat sich trotz der sehr deutlichen Ausweitung der Geschäftstätigkeit positiv entwickelt. Das Net Working Capital belief sich nach unseren Berechnungen auf -5,02 Mio. € (VJ: -3,89 Mio. €) zum 30.9.2013. Diese Entwicklung erklärt sich vornehmlich durch eine hohe Rückstellung zu den Personalverpflichtungen von 9,57 Mio. € (VJ: 3,05 Mio. €).

Keine neuen Erkenntnisse gab es im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012/13 hinsichtlich der gebildeten Gewerbesteuerrückstellung. Hier wurde in 2010/11 ein Betrag von mehr als 2 Mio. € für Risiken im Zusammenhang mit der steuerlichen Anerkennung von Sanierungsgewinnen zurückgestellt. Aus einer möglichen Auflösung dieser Rückstellung könnten sich nach unserer Einschätzung in den kommenden Jahren positive Erträge ergeben.

Der operative Cash Flow konnte im Berichtszeitraum 2012/13 ebenfalls deutlich auf 14,89 Mio. € (VJ: 3,44 Mio. €) verbessert werden. Der freie Cash Flow lag bei 13,26 Mio. € (VJ: 1,86 Mio. €). Die Investitionen betragen 1,6 Mio. € (VJ: 1,6 Mio. €). Die Investitionen betreffen dabei im Wesentlichen eine weitere Kaufpreiszahlung für ein im Vorjahr erworbenes Software-Portfolio. Die sonstigen Investitionen lagen mit rund 0,1 Mio. € auf einem niedrigen Niveau.

### Freier Cashflow (in Mio. €)



Quelle: KPS AG; GBC AG

Bereinigt um die beiden Kaufpreiszahlungen für das erworbene Software-Portfolio lag der freie Cash Flow bei 14,7 Mio. € im Geschäftsjahr 2012/13, respektive bei 3,4 Mio. € im Geschäftsjahr 2011/12.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Komfortabler Auftragsbestand sorgt für hohe Auslastung der Beratungsteams und für gute Planbarkeit der Umsätze</li> <li>• Hervorragende Marktstellung und namhafte Referenzen in den Fokusbranchen Handel und Konsum</li> <li>• Die Flexible Kostenstruktur dank eines hohen Anteils freien Mitarbeiter</li> <li>• Gutes Netzwerk und langjährige Zusammenarbeit mit bewährten Freelancern</li> <li>• USP durch Rapid Transformation Methode</li> <li>• Margensituation und erzielbaren Tagessätze zeugen von der strategischen Relevanz der Projekte bei den Kunden</li> <li>• Steuerliche Verlustvorträge führen zu einer moderaten Steuerbelastung in den nächsten Jahren</li> <li>• Sehr solide Bilanz mit positiver Nettoliquidität</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Partnervertrieb im Produktgeschäft noch nicht etabliert</li> <li>• Produktgeschäft und damit die wiederkehrenden Umsätze haben noch eine überschaubare Größenordnung</li> <li>• Geringer Streubesitz führt noch zu einem geringen Handelsvolumen in der Aktie</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verstärkte Internationalisierung eröffnet weitere Umsatzpotentiale</li> <li>• Erschließung neuer Branchen könnte zu Umsatzausweitung führen</li> <li>• Ausbau des Produktgeschäfts kann zu steigenden Lizenzerlösen und wiederkehrenden Erlösen führen</li> <li>• Zunehmende Unternehmensgröße erhöht die Wahrnehmung bei Großkunden und potentiellen Mitarbeitern</li> <li>• Steigende Kundennachfrage in den Wachstumsfeldern SAP-HANA, E-Commerce, Managed Services und Cross Channel Sales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Führende Mitarbeiter könnten das Unternehmen verlassen</li> <li>• Verzögerungen bei wichtigen Projekten</li> <li>• Ausbleiben von Neukundengewinnung könnte die Umsatzseite belasten</li> </ul>

## 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

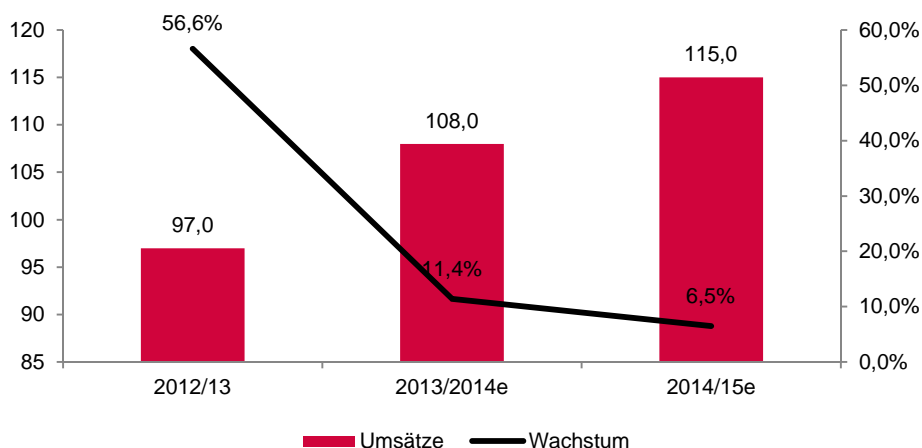
Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen

Wir sind der festen Überzeugung, dass sich der Wachstumskurs von KPS auch im laufenden Geschäftsjahr 2013/14 weiter fortsetzt. Zudem sollte erstmalig in der bisherigen Unternehmenshistorie die Umsatzschwelle von 100 Mio. € übertroffen werden. Damit hat sich KPS innerhalb von wenigen Jahren als eines der führenden Beratungsunternehmen im Bereich der Transformationsberatung und der Prozessoptimierung etabliert.

Für das laufende Geschäftsjahr 2013/14 erwarten wir einen weiteren Umsatzzuwachs um 11,4 % auf 108,0 Mio. €. Der Vorstand hat ein Umsatzvolumen für 2013/14 von 104 Mio. € in Aussicht gestellt. Der Vorstand von KPS hat in den vergangenen Jahren stets konservative Prognosen abgegeben und diese dann, zum Teil deutlich, übertroffen. Auch vor diesem Hintergrund halten wir es für möglich, dass sich die Prognosen von KPS als zu konservativ erweisen. Dieser Tatsache tragen wir mit unserer Umsatzprognose von 108,0 Mio. € Rechnung. Jedoch gehen wir auch davon aus, dass sich die hohen Wachstumsraten der beiden vergangenen Jahre nicht in gleicher Höhe fortschreiben lassen und sich abschwächen werden.

### Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Laut Unternehmensangaben ist der Auftragsbestand aufgrund in Bearbeitung befindlicher sowie anlaufender Projekte mit einer Reichweite von mehr als 18 Monaten unverändert auf einem überaus komfortablen Niveau. Die Planungssicherheit für die kommenden Quartale erachten wir daher als überdurchschnittlich gut. Auch die Auslastungsquote der Beratungsmannschaft sollte gemäß unserer Einschätzung weiter auf einem ausgezeichneten Niveau von rund 90 % verbleiben.

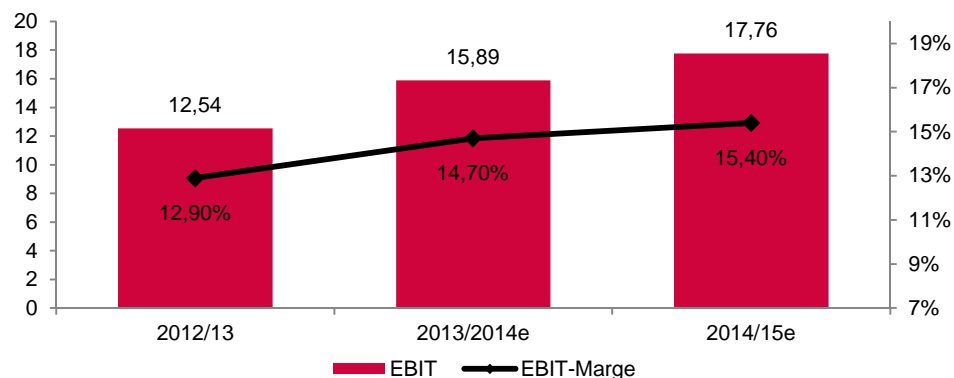
KPS konnte ein sehr gutes erstes Quartal 2013/14 verzeichnen. Die Umsätze konnten gegenüber dem Vorjahr deutlich auf 26,9 Mio. € (VJ: 18,4 Mio. €) gesteigert werden. Auch das EBIT lag mit 4,5 Mio. € deutlich über dem Vorjahresniveau von 2,2 Mio. €. Damit hat sich positive Umsatztrend der vergangenen Quartale unvermindert fortgesetzt. Seit Januar 2014 verfügt KPS zudem über einen SAP Goldpartner-Status, welcher die Gesellschaft zum Vertrieb von SAP-Lizenzen berechtigt. Hier rechnen wir bereits im laufenden Geschäftsjahr 2013/14 mit Umsatzimpulsen.

Steigerungspotential sehen wir darüber hinaus im Produktgeschäft, welches innerhalb der Tochtergesellschaft KPS Software Factory angesiedelt ist. Die Umsätze im Zusammenhang mit der eigenen Software-Lösung KPS System Scan sollten nach unserer Einschätzung in 2012/13 noch bei weniger als 1 Mio. € gelegen haben. Der System Scan ist eine Diagnose- und Optimierungs-Tool für komplexe SAP-Landschaften. Um hier die Produktumsätze in den kommenden Jahren zu erhöhen, ist es vorgesehen, einen Partnervertrieb zu organisieren.

### Ergebnisprognosen

Für das operative Ergebnis rechnen wir in den beiden Geschäftsjahren 2013/14 und 2014/15 mit weiteren Verbesserungen. Unsere EBIT-Schätzung für das laufende Geschäftsjahr 2013/14 sieht hier einen Wert in Höhe von 15,89 Mio. € vor, was einer EBIT-Marge von 14,7 % entspricht. Damit liegen wir leicht über der Unternehmensprognose, welche ein EBIT in der Spanne von 14,5 bis 15,5 Mio. € in Aussicht gestellt hat. Im kommenden Geschäftsjahr 2014/15 sollte die EBIT-Marge dann weiter auf 15,4 % ansteigen.

### Ergebnisentwicklung



Quelle: GBC AG

Die Abschreibungen werden gemäß unseren Schätzungen in 2013/14 mit 0,75 Mio. € über Investitionen liegen (GBC: ~0,4 Mio. €). Dies erklärt sich durch weiterhin anfallende Abschreibungen auf das erworbene Software-Portfolio.

Mögliche positive Sondereffekte aus der Auflösung der Gewerbesteuerrückstellung haben wir im Rahmen unserer Schätzungen nicht berücksichtigt. Die Gewerbesteuerrückstellung steht derzeit mit über 2 Mio. € in der Bilanz.

Positive Überraschungen könnten sich nach unserer Ansicht zusätzlich durch zwei Faktoren ergeben. Einerseits ist es denkbar, dass die Rückstellungen für Personalverpflichtungen in 2013/14 (2012/13: ~9,6 Mio. €) geringer ausfallen werden als im Vorjahreszeitraum. Andererseits könnten zusätzliche Skaleneffekte durch den erfolgreichen Verkauf von SAP-Lizenzen zum Tragen kommen.

Aufgrund der stark verbesserten Liquiditätslage mit einer Nettocashposition von aktuell mehr als 7 Mio. € ist des Weiteren von einem leicht positiven Finanzergebnis in den beiden Geschäftsjahren 2013/14 und 2014/15 auszugehen.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir unter konservativen Annahmen mit einer Steuerquote auf Konzernebene von 20 % gerechnet. Hier gilt es zu berücksichtigen, dass die KPS AG für die hohen vorhandenen Verlustvorräte bereits aktive latente Steuern von rund 10 Mio. € bilanziert hat. Allerdings halten wir trotz der bereits aktivierten Verlustvorräte eine weitere Nachaktivierung von latenten Steuern mittelfristig für wahrscheinlich.

Den Jahresüberschuss für das laufende Geschäftsjahr 2013/14 erwarten wir bei 12,75 Mio. €. Auf Basis der derzeit ausstehenden Aktienanzahl von 32,60 Mio. Stück errechnet sich folglich ein Gewinn je Aktie von 0,39 €. Derzeit kauft die Gesellschaft keine eigenen Aktien über die Börse zurück.

Wird eine Ausschüttungsquote von rund 50 % in Relation zum EBIT angenommen, ergibt sich eine erwartete Dividende von 0,25 € für 2013/14. Aufgrund der sehr gesunden Bilanz, mit einer positiven Nettoliquidität sowie der vorhandenen Verlustvorräte könnte KPS problemlos die Ausschüttungsquote erhöhen. Hier gilt es nach unserer Einschätzung abzuwägen, inwieweit sich Chancen durch anorganisches Wachstum ergeben könnten.



## **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 % (bisher: 3,0 %) angenommen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,1 % (bisher: 13,8 %) unterstellt. Die Steuerquote haben wir konservativ mit 20,00% berücksichtigt. Zudem haben wir die aktivierten latenten Steuern in Höhe von 10,02 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 (bisher: 1,54).

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 % (bisher: 10,5 %).

### **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 2013/14 entspricht einem Kursziel in Höhe 7,40 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel 4,50 € infolge der deutlich über der Erwartung liegenden Geschäftsentwicklung sowie den angehobenen Prognosen deutlich erhöht.

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	20,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,1%	ewige EBITA - Marge	15,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	5,0%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	-0,9%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	108,00	115,00	121,90	129,21	136,97	145,18	153,90	163,13	
US Veränderung	11,4%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	9,23	9,91	10,60	11,24	11,91	12,62	13,38	14,19	
EBITDA	16,64	18,46	19,56	20,74	21,98	23,30	24,70	26,18	
EBITDA-Marge	15,4%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	
EBITA	15,89	17,76	18,98	20,16	21,41	22,73	24,13	25,61	
EBITA-Marge	14,7%	15,4%	15,6%	15,6%	15,6%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%
Steuern auf EBITA	-3,18	-3,55	-3,80	-4,03	-4,28	-4,55	-4,83	-5,12	
zu EBITA	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	12,71	14,21	15,19	16,13	17,13	18,18	19,30	20,49	
Kapitalrendite	180,6%	163,3%	150,4%	155,1%	165,7%	177,1%	189,3%	202,5%	182,2%
Working Capital (WC)	-3,00	-1,50	-1,10	-1,16	-1,23	-1,31	-1,39	-1,47	
WC zu Umsatz	-2,8%	-1,3%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	
Investitionen in WC	-2,02	-1,50	-0,40	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	11,70	11,60	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	
AFA auf OAV	-0,75	-0,70	-0,58	-0,58	-0,58	-0,58	-0,58	-0,58	
AFA zu OAV	6,4%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in OAV	-0,39	-0,60	-0,48	-0,58	-0,58	-0,58	-0,58	-0,58	
Investiertes Kapital	8,70	10,10	10,40	10,34	10,27	10,19	10,11	10,03	
EBITDA	16,64	18,46	19,56	20,74	21,98	23,30	24,70	26,18	
Steuern auf EBITA	-3,18	-3,55	-3,80	-4,03	-4,28	-4,55	-4,83	-5,12	
Investitionen gesamt	-2,41	-2,10	-0,88	-0,51	-0,51	-0,50	-0,50	-0,49	
Investitionen in OAV	-0,39	-0,60	-0,48	-0,58	-0,58	-0,58	-0,58	-0,58	
Investitionen in WC	-2,02	-1,50	-0,40	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	11,05	12,81	14,89	16,20	17,20	18,26	19,38	20,57	253,56

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	220,80	228,15
Barwert expliziter FCFs	83,25	78,04
Barwert des Continuing Value	137,55	150,11
Nettoschulden (Net debt)	-20,48	-25,24
Wert des Eigenkapitals	241,28	253,39
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	241,28	253,39
Ausstehende Aktien in Mio.	32,60	32,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,40	7,77

#### Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	8,5%	8,8%	9,1%	9,4%	9,7%
181,7%	7,96	7,66	7,39	7,14	6,92
182,0%	7,96	7,67	7,39	7,15	6,92
182,2%	7,97	7,67	7,40	7,15	6,93
182,5%	7,98	7,68	7,41	7,16	6,93
182,7%	7,98	7,68	7,41	7,16	6,94

## 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<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)