



## **Researchstudie (Update)**

**KPS AG**

**KPS**

**1. HJ 2014/15 durch verzögerte Projektstarts und die Integration von getit lediglich temporär belastet -  
Deutliche Aufholeffekte im 2. HJ 2014/15 zu erwarten -  
Kursziel von 8,35 € bestätigt**

**Kursziel: 8,35 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

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

## KPS AG<sup>\*5a;7;11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 8,35**

Aktueller Kurs: 5,40  
3.6.2015 / ETR  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1A6V48  
WKN: A1A6V4  
Börsenkürzel: KSC  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 34,011  
Marketcap<sup>3</sup>: 183,66  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 194,97  
<sup>3</sup>in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 19,40 %

### Transparenzlevel:

General Standard

### Marktsegment:

Regulierter Markt

### Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 30.9.2015

### Designated Sponsor:

VEM Aktienbank AG

### Analysten:

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

### Unternehmensprofil

Branche: Dienstleistungen

Fokus: Transformationsberatung, Prozessoptimierung

Mitarbeiter: 335 Stand: 31.03.2015

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Dietmar Müller



Die KPS AG 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 in der digitalen Wirtschaft. 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 der Rapid-Transformation Methode macht KPS zum führenden Transformationsberater. Die Zentrale der KPS befindet sich in München mit weiteren Standorten in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Im Rahmen internationaler Kundenprojekte ist die KPS AG weltweit präsent. Anfang Juli 2014 hat KPS die Stellung im Bereich E-Commerce durch die Übernahme der getit-Gruppe deutlich ausgebaut.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	30.9.2013	30.9.2014	30.9.2015e	30.9.2016e
Umsatz	96,99	111,08	120,00	131,25
EBITDA	13,32	17,48	19,15	22,04
EBIT	12,54	16,69	18,00	20,94
Jahresüberschuss	16,25	16,33	15,85	18,40

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,50	0,50	0,47	0,54
Dividende je Aktie	0,22	0,28	0,30	0,35

### Kennzahlen

EV/Umsatz	2,01	1,76	1,62	1,49
EV/EBITDA	14,64	11,15	10,18	8,84
EV/EBIT	15,55	11,68	10,83	9,31
KGV	11,30	11,25	11,59	9,98
KBV		4,71		

### Finanztermine

17.08.2015: Veröffentlichung 9M-Bericht  
29.01.2016: Veröffentlichung GB-Bericht

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
18.02.2015: RS / 8,35 / KAUFEN  
08.12.2014: RG / 7,70 / KAUFEN  
29.07.2014: RG / 7,70 / KAUFEN  
25.07.2014: RS / 7,70 / KAUFEN  
23.06.2014: RS / 7,70 / 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 Wachstum im 1. HJ 2014/15 fiel bei der KPS AG im Vergleich zu den Vorjahren verhältnismäßig verhalten aus. Mit 3,9 % Wachstum in den ersten sechs Monaten des laufenden GJ 2014/15 wurden unsere Erwartungen nicht ganz erfüllt. Dennoch ist zu betonen, dass die Umsatzerlöse im Q2 2014/15 mit 29,4 Mio. € dennoch auf dem höchsten Quartalsniveau der Unternehmensgeschichte lagen.
- Hintergrund der verhaltenen Wachstumsdynamik waren verzögerte Starts von Projekten. Die Projekte werden nun damit im 2. HJ 2014/15 umsatzwirksam werden, so dass davon auszugehen ist, dass es dann zu deutlichen Aufholeffekten kommen wird.
- Auch ist die Auftragsdynamik unverändert hoch, mit einer Auslastung der Beratungsmannschaft von rund 95 %, was einen absoluten Spitzenwert in der Branche darstellt. Nicht zuletzt durch die Übernahme der getit sollte die Auftragsdynamik in den kommenden Perioden hoch bleiben. Mit dieser Übernahme hatte die KPS AG ihr Kompetenzfeld erweitert und kann dadurch nicht nur neue Kunden erreichen, sondern auch die Wertschöpfung mit bestehenden Kunden ausweiten.
- Ergebnisseitig hat die Integration der getit zunächst noch Aufwand hervorgerufen. Im Zuge eines ganzheitlichen Angebots der Produkte und Lösungen mussten die Prozesse der getit in die KPS AG integriert werden. Dies hat vorübergehend Beraterkapazitäten gebunden, denen keine Umsatzerlöse gegenüberstanden. Mittel- und langfristig sollte sich dies jedoch klar bezahlt machen.
- In der Folge lag das EBIT im 1. HJ 2014/15 mit 7,70 Mio. € rund 10,9 % unter dem Vorjahresniveau. Wir rechnen jedoch damit, dass es im 2. HJ 2014/15 zu deutlichen Aufholeffekten kommen wird. Auch das Management der KPS AG bestätigte die bisherige Guidance von 120 Mio. € Umsatzerlösen, bei einem EBIT von 18,0 Mio. €.
- Unsere Umsatzprognose für das GJ 2014/15 haben wir auf Grund der verzögerten Projektstarts auf das Niveau der Unternehmensguidance von 120 Mio. € angepasst, nachdem wir zuvor ein leichtes Übertreffen erwartet hatten. Für 2015/16 behalten wir jedoch unsere Umsatzprognose von 131,25 Mio. € unverändert bei.
- Die EBIT-Erwartung haben wir für 2014/15 ebenfalls auf Höhe der Unternehmensguidance auf 18,00 Mio. € angepasst, was einer EBIT-Marge von 15,0 % entspricht. Für 2015/16 und die nachfolgenden Perioden erwarten wir, dass die KPS AG weiteres Steigerungspotenzial bei den Ergebnismargen hat.
- **Mit einem 2016er KGV in Höhe von 10 ist die KPS AG auf dem derzeitigen Kursniveau in unseren Augen nicht zu hoch bewertet. Vielmehr weist das Unternehmen ein gutes Wachstum auf und erzielt hohe Ergebnismargen sowie Free Cashflows. Vor diesem Hintergrund rechnen wir der Aktie der KPS AG weiteres Kurspotenzial zu. Auf Basis unserer DCF-Bewertung ergibt sich unverändert ein fairer Wert in Höhe von 8,35 € je Aktie. Angesichts des attraktiven Kurspotenzials bleibt auch das Rating KAUFEN unverändert bestehen.**

## INHALTSVERZEICHNIS

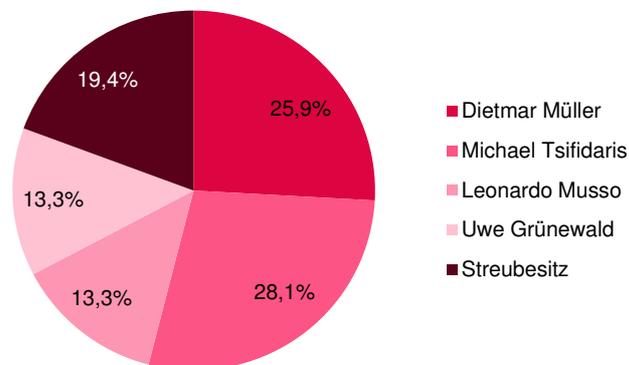
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Wichtige Kunden .....	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2014/15 .....	5
Umsatzentwicklung .....	5
Ergebnisentwicklung .....	5
Prognose und Modellannahmen .....	7
Umsatzprognosen .....	7
Ergebnisprognosen .....	7
<b>Bewertung .....</b>	<b>8</b>
Modellannahmen .....	8
Bestimmung der Kapitalkosten .....	8
Bewertungsergebnis .....	8
DCF-Modell .....	9
<b>Anhang .....</b>	<b>10</b>

## UNTERNEHMEN

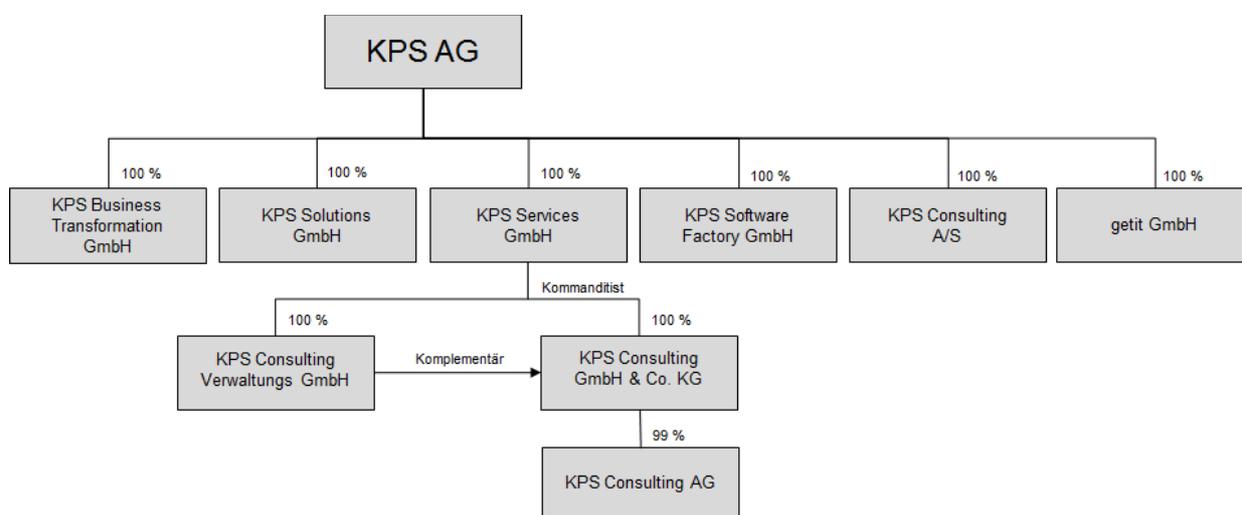
### Aktionärsstruktur

Dietmar Müller	25,9%
Michael Tsifidaris	28,1%
Leonardo Musso	13,3%
Uwe Grünewald	13,3%
Streubesitz	19,4%
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 2014/15

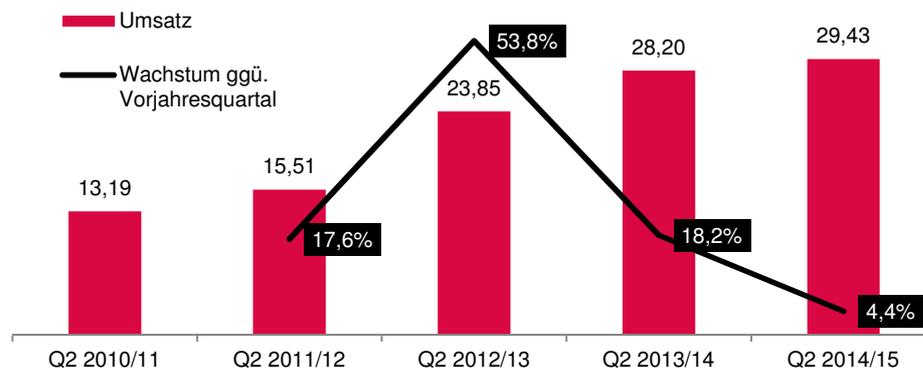
GuV (in Mio. €)	HJ 2013/14	Δ zum VJ	HJ 2014/15
Umsatzerlöse	55,10	+3,9 %	57,23
EBITDA (Marge)	9,02 (16,4 %)	-9,0 %	8,21 (14,3 %)
EBIT (Marge)	8,64 (15,7 %)	-10,9 %	7,70 (13,5 %)
Jahresüberschuss	8,01	-14,3 %	6,87
EPS in €	0,25	-20,0 %	0,20

Quelle: KPS, GBC

### Umsatzentwicklung

Mit 57,23 Mio. € lagen die Umsatzerlöse der KPS AG im 1. HJ 2014/15 um 3,9 % über dem Wert des Vorjahres. Im Q2 2014/15 wurde mit einem Wert in Höhe von 29,43 Mio. € eine Steigerung um 4,4 % gegenüber dem Vorjahresquartal erreicht. Gleichzeitig lag der Quartalsumsatz auf dem höchsten Niveau in der Unternehmensgeschichte.

### Umsatzentwicklung im Q2 seit dem GJ 2010/11 (in Mio. €)



Quelle: KPS, GBC

Dennoch war unsere Erwartungshaltung für das Q2 2014/15 etwas höher, insbesondere vor dem Hintergrund der vom Unternehmen ausgegebenen Wachstumserwartung in Höhe von rund 8 % für das GJ 2014/15. Jedoch ist hierbei zu berücksichtigen, dass es bei einigen Aufträgen zu Verzögerungen beim Projektanlauf kam, so dass diese nicht mehr im 1. HJ 2014/15 umsatzwirksam wurden. Entsprechend sollte eine deutliche Belebung des Umsatzzuwachses im Q3 2014/15 zu sehen sein. Daher bestätigte der Vorstand im Rahmen der Halbjahreszahlen auch die Prognose für das Gesamtjahr.

Es handelt sich demnach nicht um eine strukturelle Wachstumsdelle, sondern vielmehr um einen temporären Effekt. Dies bestätigt sich auch durch die anhaltend hohe Auslastung der Beratermannschaft, mit rund 95 %. Dieser Wert ist im Branchenvergleich unverändert als ein absoluter Spitzenwert zu sehen. Darüber hinaus schätzt das Unternehmen die Auftragsituation nach wie vor als sehr gut ein. Insbesondere im Zuge der Übernahme der getit eröffnen sich neue Umsatzpotenziale, die in den kommenden Perioden erschlossen werden sollten.

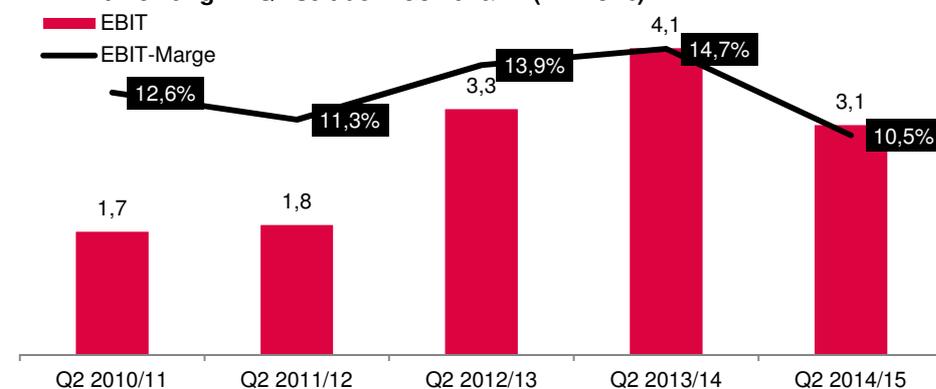
### Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig wurden die Vorjahreswerte im Q2 2014/15 nicht ganz erreicht. Nachdem im Q1 noch eine Steigerung beim EBIT um 0,1 Mio. € zu verzeichnen war, lag der Rückstand im Q2 bei rund 1,0 Mio. €. Entsprechend fiel das Halbjahres-EBIT mit 7,70 Mio. € rund 0,90 Mio. € unterhalb des Vorjahres aus.

Die Ergebnisentwicklung ist jedoch im Rahmen der Umsatzbetrachtung ebenfalls zu relativieren. Die erwähnten Umsatzverschiebungen haben sich auch entsprechend auf die Ergebnissituation ausgewirkt. Hinzu kamen weitere Faktoren, die das Ergebnis im Q2 außerordentlich belastet haben.

Vor allem ist hierbei die Integration der getit-Gruppe zu nennen, welche im Herbst vergangenen Jahres übernommen wurde. Die getit-Gruppe ist eine der führenden Beratungsunternehmen für den E-Commerce und ergänzt das bisherige Beratungsportfolio der KPS AG. Die Prozesse beider Unternehmen müssen jedoch, um den Kunden eine umfassende Omni-Channel-Beratung anbieten zu können, integriert und vereinheitlicht werden. Hierfür hat KPS im 1. HJ 2014/15 ein Team eingesetzt, um die Leistungen von getit in das Beratungsportfolio der Gruppe zu integrieren. Dem standen entsprechend keine Umsatzerlöse gegenüber, was das Ergebnis vorübergehend belastete.

#### EBIT-Entwicklung im Q2 seit dem GJ 2010/11 (in Mio. €)



Quelle: KPS, GBC

Ein weiterer Faktor waren personelle Investitionen im Bereich des internationalen Vertriebs. Im Rahmen der Omni-Channel-Strategie wird KPS Kunden in Zukunft immer mehr auch im Ausland betreuen, was eine entsprechende Verstärkung der Strukturen bedarf. Auch dies wirkte sich zunächst auf das Ergebnis aus.

Die genannten Effekte machten sich vor allem im Personalaufwand bemerkbar, welcher im 1. HJ 2014/15 um knapp 40 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum zulegte. Dabei wirkte sich jedoch auch der durch die Übernahme bedingte Anstieg des Personals von 164 auf 335 Mitarbeiter aus.

Gegenläufig entwickelten sich hingegen die Materialaufwendungen. Hier sind vor allem Aufwendungen für den Einsatz von Freelancern abgebildet. Mit 23,50 Mio. € lagen diese deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus von 27,69 Mio. €. Hintergrund des Rückgangs ist der übernahmebedingte Anstieg der festangestellten Berater und damit der weniger notwendige Rückgriff auf freie Berater.

Auch der Zinsaufwand lag mit 0,09 Mio. € leicht oberhalb des Vorjahresniveaus von 0,05 Mio. €. Hintergrund dessen ist eine Aufstockung der Darlehen um 7,57 Mio. €. Diese Erhöhung ist insbesondere im Rahmen der Übernahme der getit zu sehen und entsprechend dem aktuellen Niedrigzinsumfeld im niedrigen einstelligen Prozentbereich verzinst.

In der Folge lag das Periodenergebnis in den ersten sechs Monaten des laufenden GJ 2014/15 bei 6,87 Mio. € und damit um 14,3 % unterhalb des Vorjahreswertes. Auf Grund der leicht erhöhten Aktienanzahl ging das Ergebnis pro Aktie noch etwas stärker um 17,4 % auf 0,20 € je Aktie zurück.

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013/14	GJ 2014/15e (alt)	GJ 2014/15e (neu)	GJ 2015/16e (alt)	GJ 2015/16e (neu)
Umsatzerlöse	111,08	125,00	120,00	131,25	131,25
EBITDA (Marge)	17,48 (15,7 %)	20,23 (16,2 %)	19,15 (16,0 %)	22,43 (17,1 %)	22,04 (16,8 %)
EBIT (Marge)	16,69 (15,0 %)	19,43 (15,5 %)	18,00 (15,0 %)	21,61 (16,5 %)	20,94 (16,0 %)
Konzernjahresüberschuss	16,33	17,30	15,85	19,22	18,40
EPS in €	0,50	0,51	0,47	0,57	0,54

Quelle: GBC

### Umsatzprognosen

Trotz der zum HJ 2014/15 verhaltenen Umsatzentwicklung hat das Management der KPS AG die Prognosen für das GJ 2014/15 bestätigt. Hintergrund dessen sind verzögerte Beginne von Projekten, die nunmehr erst im 2. HJ 2014/15 zum Tragen kommen. Die KPS AG verzeichnet damit unverändert eine hohe Auftragsdynamik, welche sich auch über die kommenden Quartale hinweg zeigen sollte. Dabei ist auch die Übernahme der getit-Gruppe ein wichtiger Baustein, um neue Kunden zu adressieren und das Geschäft mit bestehenden Kunden auszubauen. Wir rechnen bereits für das Q3 mit einer weiteren Belebung auf der Umsatzseite.

Vor dem Hintergrund der verzögerten Projektbeginne im 1. HJ 2014/15 nehmen wir eine leichte Korrektur unserer Umsatzprognose für das GJ 2014/15 vor. Durch die Verschiebung erwarten wir nun nicht mehr, dass die Guidance übertroffen werden wird. Vielmehr legen wir nunmehr die 120 Mio. € Umsatzerlöse, wie vom Unternehmen in Aussicht gestellt, zu Grunde.

Für das GJ 2015/16 erwarten wir dagegen unverändert Umsatzerlöse in Höhe von 131,25 Mio. €. Wenngleich sich die Projektverschiebungen im GJ 2014/15 bemerkbar machen, sollte eine entsprechende Aufholung zu Beginn des neuen GJ 2015/16 stattfinden. Zudem ist die Projektpipeline unverändert gut gefüllt und die Synergien aus der getit-Übernahme beginnen zu fruchten, so dass wir auch für das kommende GJ von einer anhaltend hohen Dynamik bei den Auftragseingängen ausgehen.

### Ergebnisprognosen

Auch ergebnisseitig nehmen wir unsere bisherigen Prognosen auf das vom Unternehmen in Aussicht gestellte Niveau beim EBIT von 18,00 Mio. € herunter. Hierbei sind vor allem die Integrationskosten der getit ausschlaggebend, die im 1. HJ 2014/15 zu Buche standen. Im 2. HJ 2014/15 ist hier bereits von einer merklichen Relativierung auszugehen, so dass wir bereits im Q3 deutliche Aufholeffekte erwarten. Damit sollte das EBIT zum einen deutlich um 7,9 % über dem Vorjahreswert liegen. Die EBIT-Marge liegt dann erwartungsgemäß mit 15,0 % auf dem Niveau des Vorjahres.

Für das GJ 2015/16 nehmen wir nur eine geringe Adjustierung der Ergebnisschätzungen vor. Nach einer EBIT-Erwartung von bislang 21,61 Mio. € erwarten wir nun 20,94 Mio. €. Hintergrund der Adjustierung sind höher erwartete Personalaufwendungen, welchen jedoch auch niedrigere Materialaufwendungen im Zuge des verringerten Einsatzes von Freelancern gegenüberstehen. Bei einer erwarteten EBIT-Marge von 16,0 % für 2015/16 sehen wir mittelfristig nach wie vor weiteren Spielraum nach oben, haben dieses in unserem Bewertungsmodell jedoch noch nicht reflektiert.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die KPS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014/15 und 2015/16 in Phase 1, erfolgt von 2016/17 bis 2021/22 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 16,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge mit 15,0 - 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### 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.

**Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen, mit einem Mindestwert von 2 %, für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.**

Der risikolose Zinssatz wird fortan 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 1,00 %.**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,30.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,1 % (bisher: 8,9 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,1 % (bisher: 8,9 %).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,9 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015/16 entspricht als Kursziel unverändert 8,35 €. Den leicht adjustierten Prognosen wirkt dabei der verringerte risikolose Zinssatz entgegen.

## DCF-Modell

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,5%	ewige EBITA - Marge	14,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,4%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-1,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	120,00	131,25	137,81	144,70	151,94	159,54	167,51	175,89	
US Veränderung	8,0%	9,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,65	4,00	4,21	4,44	4,67	4,92	5,18	5,45	
EBITDA	19,15	22,04	22,74	23,88	25,07	26,32	27,64	29,02	
EBITDA-Marge	16,0%	16,8%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	
EBITA	18,00	20,94	21,64	22,78	23,98	25,23	26,55	27,94	
EBITA-Marge	15,0%	16,0%	15,7%	15,7%	15,8%	15,8%	15,9%	15,9%	14,5%
Steuern auf EBITA	-2,04	-2,39	-3,25	-4,56	-5,99	-7,57	-7,97	-8,38	
zu EBITA	11,3%	11,4%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	15,96	18,55	18,39	18,22	17,98	17,66	18,59	19,56	
Kapitalrendite	53,2%	63,3%	59,2%	58,2%	57,7%	57,0%	60,3%	63,8%	59,7%
Working Capital (WC)	-3,59	-1,74	-1,38	-1,45	-1,52	-1,60	-1,68	-1,76	
WC zu Umsatz	-3,0%	-1,3%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	
Investitionen in WC	0,53	-1,85	-0,36	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	32,91	32,81	32,71	32,62	32,53	32,44	32,35	32,26	
AFA auf OAV	-1,15	-1,10	-1,10	-1,10	-1,09	-1,09	-1,09	-1,08	
AFA zu OAV	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	
Investitionen in OAV	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investiertes Kapital	29,32	31,07	31,33	31,17	31,01	30,84	30,67	30,51	
EBITDA	19,15	22,04	22,74	23,88	25,07	26,32	27,64	29,02	
Steuern auf EBITA	-2,04	-2,39	-3,25	-4,56	-5,99	-7,57	-7,97	-8,38	
Investitionen gesamt	-0,47	-2,85	-1,36	-0,93	-0,93	-0,92	-0,92	-0,92	
Investitionen in OAV	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in WC	0,53	-1,85	-0,36	0,07	0,07	0,08	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	16,64	16,80	18,13	18,39	18,14	17,83	18,76	19,72	287,09

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	260,18	264,53
Barwert expliziter FCFs	94,07	84,92
Barwert des Continuing Value	166,10	179,61
Nettoschulden (Net debt)	-11,99	-18,45
Wert des Eigenkapitals	272,16	282,97
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	272,16	282,97
Ausstehende Aktien in Mio.	33,89	33,89
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,03	<b>8,35</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,30
Eigenkapitalkosten	8,1%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	2,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	<b>8,1%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,5%	7,8%	8,1%	8,4%	8,7%
59,2%	9,07	8,67	8,30	7,98	7,68
59,4%	9,10	8,69	8,33	8,00	7,70
59,7%	9,12	8,72	<b>8,35</b>	8,02	7,72
59,9%	9,15	8,74	8,37	8,04	7,74
60,2%	9,18	8,77	8,40	8,06	7,76

## 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: (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 inhaltliche 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 inhaltliche 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 mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: [klebl@gbc-ag.de](mailto:klebl@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:

**Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellv. Chefanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

Weitere an der Erstellung der Studie beteiligte Personen:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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