



## **Researchstudie (Update)**

**KPS AG**



**Weiteres dynamisches Wachstum aus der Internationalisierung  
zu erwarten mit möglichen Margenerhöhungen aus  
der Industrialisierung**

-

**Prognosen für GJ 2016/17 bestätigt**

**Kursziel: 18,00 €**

**Rating: HALTEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 14**

## KPS AG<sup>\*5a;6a;7;11</sup>

**Rating: HALTEN**  
**Kursziel: 18,00 €**

Aktueller Kurs: 17,28  
14.06.2017 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1A6V48  
WKN: A1A6V4  
Börsenkürzel: KSC

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 37,28\*  
Marketcap<sup>3</sup>: 652,82  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 640,23  
<sup>3</sup>in Mio. / in Mio. EUR  
\*nach Ausgabe Gratisaktien

Streubesitz: 21,20 %

**Transparenzlevel:**  
Prime Standard

**Marktsegment:**  
Regulierter Markt

**Rechnungslegung:**  
IFRS

Geschäftsjahr: 30.9.2017

**Designated Sponsor:**  
Oddo Seydler Bank AG

### Analysten:

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 15

### Unternehmensprofil

Branche: Dienstleistungen

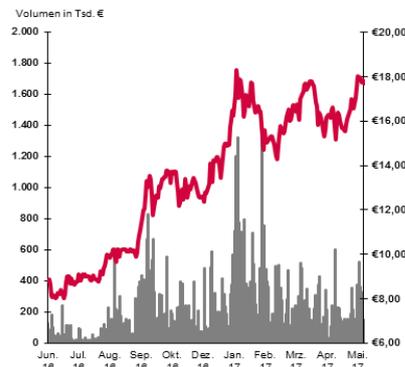
Fokus: Transformationsberatung, Prozessoptimierung

Mitarbeiter: 459 Stand: 31.03.2017

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Leonardo Musso



KPS ist europaweit die führende Unternehmensberatung für Business-Transformation und Prozessimplementierung im Handel. Das Unternehmen bietet durchgängige Strategie- und Prozessberatung zusammen mit langjähriger Kompetenz in der Umsetzung für die Bereiche digitales Kundenmanagement, E-Commerce und Warenwirtschaft. Kunden der KPS profitieren von der umfassenden Projekterfahrung und den exzellenten Branchenkenntnissen der Berater, die insbesondere auch Omnichannel- und digitale Transformationsprojekte in kürzester Zeit zum Erfolg führen. Verbunden mit der von KPS entwickelten Rapid Transformation® Methode werden Projekte um bis zu 50 Prozent beschleunigt. KPS wurde im Jahr 2000 gegründet und beschäftigt rund 800 Berater. Das Unternehmen mit Hauptsitz in München verfügt über weitere fünf Standorte in Deutschland sowie Niederlassungen in Dänemark, Österreich, den Niederlanden, der Schweiz und den USA. In den kommenden Jahren wird KPS durch richtungsweisende Projekte rund um die digitale Transformation seine Marktposition im Handel- und Konsumgüterbereich weiter ausbauen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	30.9.2015	30.9.2016	30.9.2017e	30.9.2018e
Umsatz	122,92	144,93	164,25	189,49
EBITDA	19,65	23,26	26,77	31,48
EBIT	18,61	22,26	25,77	30,38
Jahresüberschuss	17,93	19,28	21,82	25,70

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie**	0,53	0,52	0,59	0,69
Dividende je Aktie	0,30	0,33	0,35	0,39

\*\* Ausgabe von Gratisaktien im Verhältnis 10:1 bereits berücksichtigt

### Kennzahlen

EV/Umsatz	5,26	4,42	3,90	3,38
EV/EBITDA	32,89	27,53	23,92	20,34
EV/EBIT	34,73	28,76	24,84	21,07
KGV	36,41	33,87	29,92	25,41
KBV		9,61		

### Finanztermine

11.08.2017: Veröffentlichung 9M-Bericht  
31.01.2018: Veröffentlichung GJ-Bericht

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
14.02.2017: RS / 18,00 / KAUFEN  
18.08.2016: RS / 11,60 / KAUFEN  
06.06.2016: RS / 9,80 / 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

- Im ersten HJ 2016/17 konnte die KPS AG das dynamische Wachstum weiter fortsetzen und einen neuen Umsatzrekord erzielen. So wurde der Umsatz um 20,3% auf 82,83 Mio. € gesteigert und liegt hinsichtlich der Gesamtjahresprognose damit gut im Plan.
- Hintergrund des dynamischen Wachstums war zum einen der Ausbau des Bestandskundengeschäfts im Segment der Transformationsberatung und zum anderen die zunehmende internationale Expansion. Segmentseitig wurden die Umsatzerlöse in der Transformationsberatung um 24,4% auf 74,96 Mio. € gesteigert. Die wichtigsten Kunden stammen weiterhin aus dem Bereich Konsum und Handel, welche maßgeblich durch den Megatrend der Digitalisierung betroffen sind. Durch die hohe Nachfrage aus diesem Bereich nach den Lösungen der KPS ist die Beratungsmannschaft seit Jahren zu nahezu 100% ausgelastet und darüber hinaus wird eine Großzahl an Freelancern beschäftigt.
- Ergebnisseitig wurde ebenfalls ein neuer mit Rekordwert erzielt und das EBIT steigerte sich um 17,8% auf 12,49 Mio. €. Im Zuge der internationalen Expansion und der größeren Organisationsstrukturen fielen Kosten an, welche ein noch deutlicheres Ergebniswachstum verhindert haben. Jedoch sollte mit der zunehmenden Industrialisierung des Beratungsansatzes zukünftig signifikante Skalierungseffekte möglich sein und Margenverbesserungen zulassen.
- Insofern bestätigen wir unsere Prognose und erwarten für das GJ 2016/17 Umsatzerlöse in Höhe von 164,25 Mio. € bzw. 189,49 Mio. € für das GJ 2017/18. Weiterhin gehen wir davon aus, dass ein EBIT von 25,77 bzw. 30,38 für die Jahre 2016/17 und 2017/18 erzielt werden kann. Unseres Erachtens wird sich die KPS weiterhin sehr dynamisch entwickeln und ihre europäische Marktführerschaft im Bereich der Transformationsberatung für Konsum und Handel weiter ausbauen können. Hier spielt auch der Megatrend der Digitalisierung eine wichtige Rolle und wir erwarten auch zukünftig noch Nachfrageüberhänge in diesem Bereich. Margenseitig gehen wir davon aus, dass die Industrialisierung des Beratungsansatzes weitere Margenverbesserungen zulässt und sukzessive die Kosten für weitere Projekte gesenkt werden können. Darüber hinaus erwarten wir, dass das Service- und Wartungsgeschäft des Segments Produkte / Lizenzen zunimmt, welches durch den hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen eine äußerst hohe Marge aufweist.
- **Insgesamt ist die KPS AG sehr gut in dem gegenwärtigen Marktumfeld positioniert und nutzt ihre Marktstellung zur weiteren Expansion. Durch die strategischen Dependancen im Ausland sollen weitere Kunden gewonnen werden, insbesondere die USA sollte in den kommenden Jahren deutliche Umsatz- und Ergebnisbeiträge liefern. Darüber hinaus erwarten wir, dass die Industrialisierung der Beratungsansatzes eine überproportionale Steigerung der Ergebnisse ermöglicht. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein Kursziel von 18,00 € je Aktie bestimmt und vergeben vor dem Hintergrund des aktuellen Aktienkurses von 17,28 € das Rating HALTEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

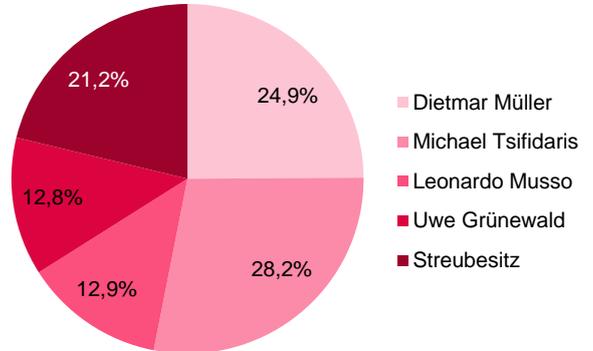
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Wichtige Kunden .....	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2016/17 .....	5
Umsatzentwicklung .....	5
Ergebnisentwicklung .....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	8
SWOT-Analyse .....	9
Prognose und Modellannahmen .....	10
Umsatzprognosen .....	10
Ergebnisprognosen .....	11
<b>Bewertung .....</b>	<b>12</b>
Modellannahmen .....	12
Bestimmung der Kapitalkosten .....	12
Bewertungsergebnis .....	12
DCF-Modell .....	13
<b>Anhang .....</b>	<b>14</b>

## UNTERNEHMEN

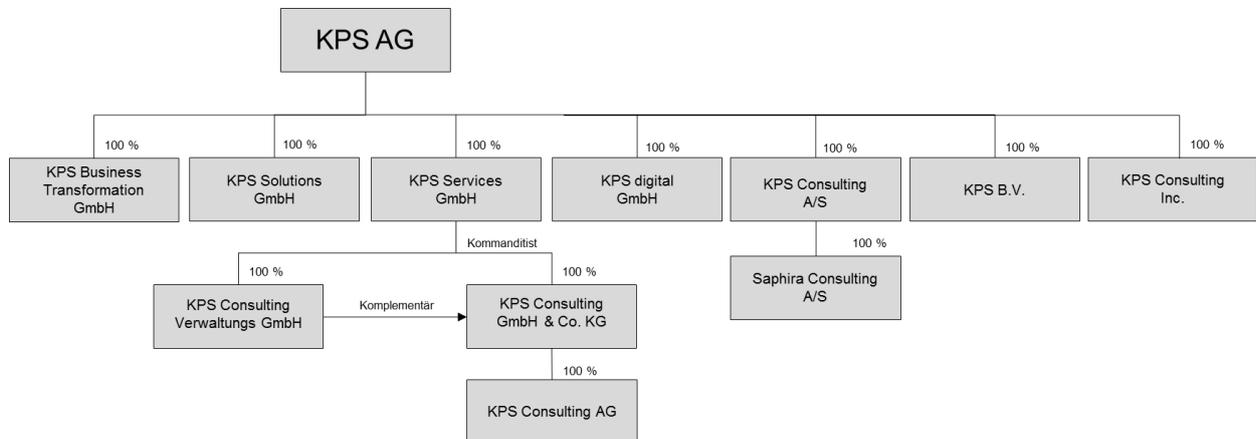
### Aktionärsstruktur

Dietmar Müller	24,9%
Michael Tsifidaris	28,2%
Leonardo Musso	12,9%
Uwe Grünewald	12,8%
Streubesitz	21,2%
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

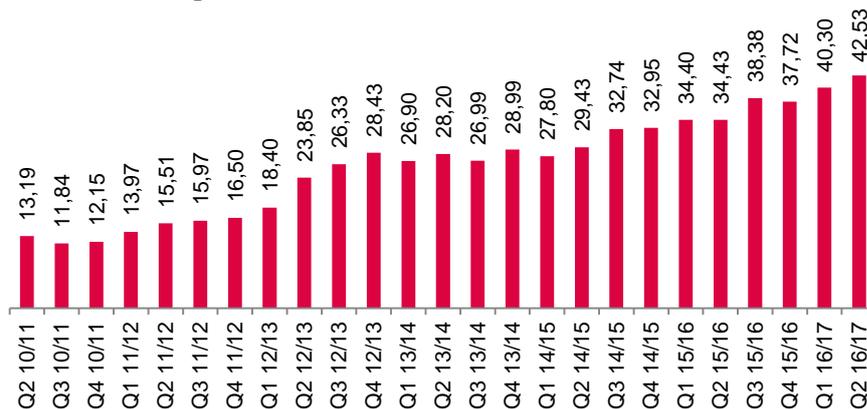
in Mio. €	HJ 2015/16	Δ in %	HJ 2016/17
Umsatzerlöse	68,83	20,3%	82,83
EBITDA	11,18	17,3%	13,11
EBITDA-Marge	16,2%		15,8%
EBIT	10,60	17,8%	12,49
EBIT-Marge	15,4%		15,1%
Jahresüberschuss	9,34	10,3%	10,30
EPS in €**	0,28	0,3%	0,28

\*\* Anzahl an Aktien HJ 15/16: 33,89 Mio. Stück; HJ 16/17: 37,41 Mio. Stück.  
Quelle: KPS, GBC

### Umsatzentwicklung

Die KPS AG (KPS) konnte das dynamische Wachstum des 1. Quartals erfolgreich fortsetzen und erreichte abermals ein neuen Rekordumsatz im 2. Quartal 2016/17. So erzielte die KPS ein Umsatzwachstum von 23,5% auf 42,53 Mio. € (VJ: 34,43 Mio. €). Gleichsam erreichte auch das 1. Halbjahr 2016/17 einen neuen Rekordumsatz von 82,83 Mio. €.

### Umsatzentwicklung nach Quartalen



Quelle: KPS, GBC

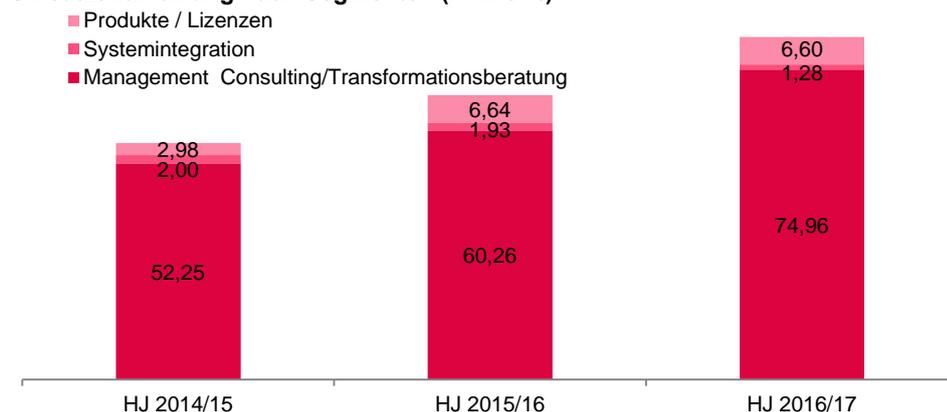
Hintergrund dieses weiterhin dynamischen Umsatzwachstums ist die zunehmende Internationalisierung der KPS. Neben dem Ausbau des Bestandskundengeschäfts schafft es das Unternehmen durch strategische Übernahmen insbesondere in das nahe Ausland zu expandieren. So konnte die neuste Übernahme des dänischen Beratungshauses Saphira Consulting A/S (Saphira) bereits 1,91 Mio. € zu den Konzern Erlösen beisteuern. Analog hierzu erwirtschaftete die niederländische KPS B.V. Umsatzerlöse in Höhe von 3,31 Mio. €.

Die globale Expansionsstrategie der KPS besteht in der Etablierung von lokalen Dependancen, entweder durch Neugründung im Rahmen eines bestehenden Kundenkontaktes vor Ort oder über strategische Übernahmen von kleinen, aber gut vernetzten, Beratungshäusern. Dies ermöglicht eine sofortige Profitabilität der Dependance und gleichzeitig kann KPS die Kunden durch lokale Ansprechpartner optimal unterstützen. Die Kosteneffizienz entsteht primär durch die Softwareentwicklung in Deutschland, welche durch den industrialisierten Transformationsansatz größtenteils in der SmartFactory in Dortmund generiert wird. So verbindet die KPS einen skalierbaren Beratungsansatz mit dem direkten Kundenkontakt und kann so kostendegressiv expandieren.

Als wichtigen Markt sieht die KPS auch den großen US-amerikanischen Markt an und baute bereits im Rahmen einer Kunden-Kooperation eine Dependence auf. Gegenwärtig werden die erzielten Umsätze noch in Deutschland fakturiert und folglich sind diese noch nicht sichtbar in der Segmentberichterstattung. Gemäß dem Management der KPS könnte bereits die nächste Finanzpublikation (11.08.2017: Veröffentlichung 9M-Bericht) die erzielten Umsätze in den USA aufzeigen. Geplant ist zunächst der Aufbau von 30-40 Mitarbeitern in den USA, was eine durchaus signifikante Größe für die KPS darstellen würde. Im Vergleich hierzu beschäftigte KPS zum 31.03.2017 rund 460 Mitarbeiter in Europa, exklusive der Freelancer.

Segmentseitig erzielte weiterhin die Transformationsberatung den weitaus größten Teil der Umsatzerlöse. Hier wurden die Erlöse um 24,4% auf 74,96 Mio. € gesteigert. Der Kundenkreis des Segments Management Consulting / Transformationsberatung setzt sich größtenteils aus den Bereichen Konsum und Handel zusammen. Hier hat KPS bereits seine europäische Marktführerschaft etabliert und schafft es neben dem Ausbau des Bestandskundengeschäfts auch Neukunden zu gewinnen. Die Transformationsberatung profitiert auch zunehmend von der Industrialisierung des Beratungsansatzes. Vor diesem Hintergrund verdoppelte die KPS bereits im Mai 2017 ihre Bürofläche in Dortmund.

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



Quelle: KPS, GBC

Während das Segment Produkte und Lizenzen mit 6,60 Mio. € (VJ: 6,64 Mio. €) auf Vorjahresniveau verblieb, konnte hier weiterhin eine äußerst hohe Segmentmarge von 26,0% erzielt werden. Hintergrund dieser Entwicklung ist der hohe Anteil an wiederkehrenden Erlösen aus dem Service- und Wartungsgeschäft. Hier werden üblicherweise Verträge über drei Jahre abgeschlossen und auch im Anschluss ist es für den Kunden tendenziell schwierig eine Wartungsqualität auf dem Niveau der KPS zu finden.

#### Ergebnisentwicklung

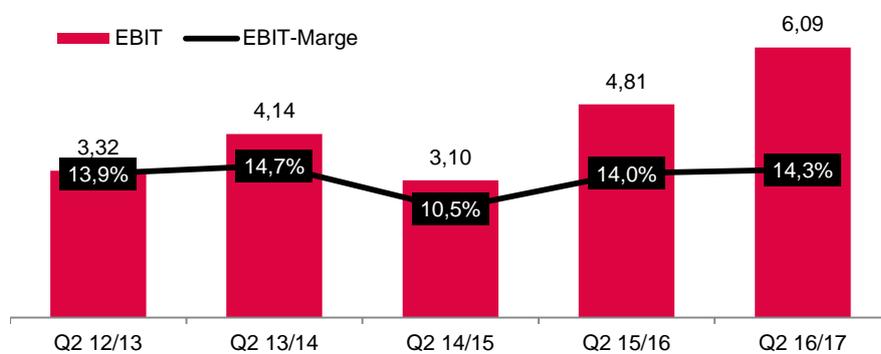
Die sehr dynamische Umsatzentwicklung des ersten Halbjahres 2016/17 schlug sich auch auf das Ergebnis nieder und so wuchs das EBIT um 17,8% auf 12,49 Mio. € (VJ: 10,60 Mio. €) an. Die EBIT-Marge verbleibt mit 15,1% (VJ: 15,4%) nahezu auf Vorjahresniveau.

Im Vergleich hierzu konnte im zweiten Quartal das EBIT um 26,6% auf 6,09 Mio. € (VJ: 4,81 Mio. €) gesteigert werden und abermals einen neuen Rekordwert erreichen. Analog hierzu erreichte die EBIT-Marge im zweiten Quartal ein Drei-Jahreshoch von 14,3%. Dennoch ist das zweite Quartal historisch betrachtet das schwächste Quartal des Geschäftsjahrs der KPS, was auf Abrechnungszeiträume des Projektgeschäfts zurückzuführen ist.

führen ist. Durch die zeitlich versetzten Fakturierungen der Transformationsberatung-Projekte ist keine lineare Abrechnung möglich. Wir erwarten, dass durch das ergebnis- und margenstärkere dritte und vierte Quartal die Prognosen zielsicher erreicht und möglicherweise übertroffen werden.

Kostenseitig stiegen insbesondere die Materialaufwendungen an, welche sich größtenteils aus Freelancern für Beratungsprojekte zusammensetzten. KPS hat historisch stets einen signifikanten Anteil an Freelancern beschäftigt, aufgrund der bereits sehr hohen Auslastung der eigenen Mitarbeiter von nahezu 100% und da teilweise fachspezifische Mitarbeiter für Einzelprojekte benötigt werden. Dementsprechend können auch zeitlich ambitionierte Ziele durch eine Ausweitung der bestellten Freelancer gewährleistet werden und somit kann KPS den Kunden auch kurzfristig wichtige Projektlösungen zu Verfügung stellen.

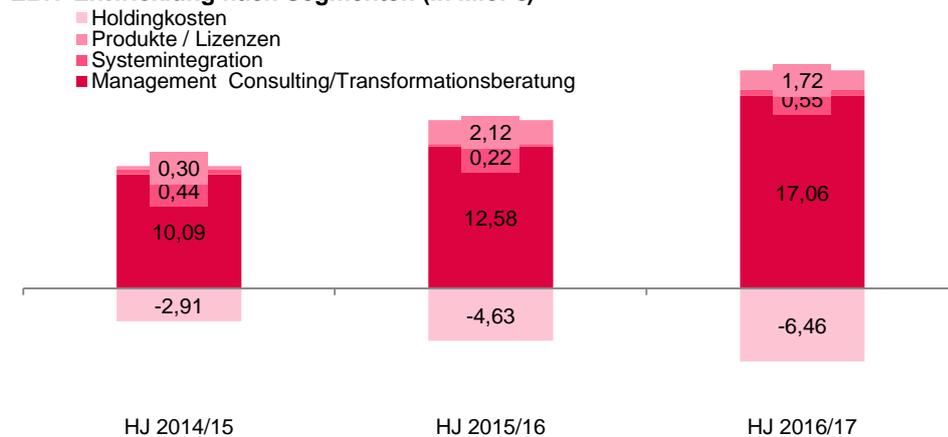
### Ergebnisentwicklung im Q2 (in Mio. €)



Quelle: KPS, GBC

Ein weiterer Kostentreiber war die zunehmende Internationalisierung sowie der Ausbau der Organisationsstrukturen. So stiegen die Holdingkosten auf 6,46 Mio. € an (VJ: 4,63 Mio. €), jedoch ist das Verhältnis relativ zum Umsatz weiterhin stabil geblieben und ist unseres Erachtens im Rahmen der wachsenden Organisationsgröße durchaus vertretbar, insbesondere da diese Kosten im Branchenvergleich äußerst gering ausfallen.

### EBIT-Entwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: KPS, GBC

Den Kosten steht insbesondere eine überproportionale Ausweitung des EBIT im Segment Transformationsberatung gegenüber. Hier steigerte sich das EBIT um 35,7% auf 17,06 Mio. € (VJ: 12,58 Mio. €) und verbesserte analog hierzu die EBIT-Marge von 20,9% auf 22,8%. Hintergrund dieser dynamischen Entwicklung ist die zunehmende Industrialisierung des Beratungsansatzes der KPS. Folglich werden zunehmend modula-

re Lösungen in der SmartFactory in Dortmund entwickelt, welche eine sukzessive Skalierbarkeit des Beratungsgeschäfts ermöglicht.

Weiterhin wurde in dem Segment Produkte / Lizenzen ein EBIT in Höhe von 1,72 Mio. € (VJ: 2,12 Mio. €) erzielt, was einen leichten Margenrückgang von 32,0% auf 26,0% bedeutet. Dennoch ist die Marge weiterhin auf einem äußerst hohen Niveau. Der Grund hierfür ist der hohe Anteil an wiederkehrenden Erlösen des Service- und Wartungsgeschäfts.

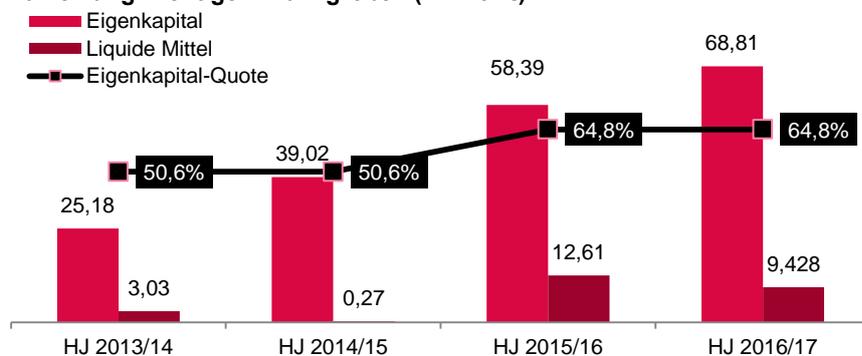
Insgesamt hat das erste Halbjahr einen guten Beitrag für die Gesamtjahresprognose geliefert. Insbesondere die Margenausweitung in der Transformationsberatung zeigt, dass der Industrialisierungsansatz funktioniert und weitere Skalierungseffekte möglich sind.

### **Bilanzielle und finanzielle Situation**

Bilanziell sehen wir die KPS AG weiterhin sehr gut aufgestellt. Das Eigenkapital erhöhte sich zum 1. HJ 2016/17 aufgrund der guten Ergebnissituation des Unternehmens auf 68,81 Mio. € (VJ: 58,39 Mio. €). Die Eigenkapitalquote blieb stabil auf äußerst hohem Niveau von 64,8%. Darüber hinaus verfügt die KPS über keine Bankverbindlichkeiten.

Zu beachten ist, dass im Rahmen der Dividendenzahlung noch 12,30 Mio. € (0,33 € je Aktie) an Abflüssen zu erwarten sind. Dieser Effekt lag auch im Vorjahreszeitraum vor und somit ist die Vergleichbarkeit nicht beeinträchtigt.

#### **Entwicklung wichtiger Bilanzgrößen (in Mio. €)**



Quelle: KPS, GBC

Neben der Dividendenzahlung wurde auf der Hauptversammlung auch ein Aktienoptionsprogramm in Höhe von 2,00 Mio. € beschlossen, um Mitarbeiter unterhalb der Vorstandsebene langfristig an das Unternehmen zu binden und weiter zu motivieren. Weitere Details zu diesen Programm sollen noch bekannt gegeben werden. Dennoch erwarten wir, dass diese Maßnahme langfristig wertschöpfend ist, da qualifizierte Mitarbeiter im IT-Umfeld äußerst gefragt sind.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Starke Marktposition bei Kunden im Bereich Konsumgüter und Handel</li> <li>• Solide bilanzielle Relationen mit über 60% Eigenkapitalquote und Nettocash-Position</li> <li>• Vollausslastung der Beratungsmannschaft und weitreichender Auftragsbestand</li> <li>• Rapid Transformation-Methode stellt Wettbewerbsvorteil dar</li> <li>• Hohe steuerliche Vorlustvorträge werden auch in den kommenden Jahren für reduzierte Steuerbelastung sorgen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geringer Freefloat schränkt Handelbarkeit der Aktie ein</li> <li>• Die steigende Projektanzahl und Projektvolumina bedürfen einem starken Ausbau der Mitarbeiteranzahl, was je nach Verfügbarkeit von Personalressourcen zu Engpässen führen könnte</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• SAP-Systemhaus-Status erlaubt es KPS SAP-Lizenzverträge und SAP-Wartungsverträge abzuschließen, was einen zusätzlichen Umsatzeffekt bringen kann</li> <li>• Die zunehmende Expansion auf Auslandsmärkte, insbesondere Skandinavien, birgt neues Umsatzpotenzial</li> <li>• Die Erschließung neuer Kundenbranchen könnte zusätzliche Umsatzpotenziale hervorbringen</li> <li>• Weitere Wachstumsmöglichkeiten über die Internationalisierung möglich. Insbesondere der US-amerikanische Markt birgt große Potenziale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zunehmender Preisdruck in der Consultingbranche könnte Tagessätze der Berater unter Druck bringen</li> <li>• Wettbewerber könnten Rapid Transformation kopieren und den Wettbewerbsvorteil der KPS AG schmälern</li> <li>• Ein Rückgang bei der Auftragsgewinnung könnte zu einer Unterauslastung der Beratermannschaft führen</li> <li>• Der Wegfall eines Großkunden könnte die Umsatz- und Ertragslage der KPS AG negativ beeinflussen</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2015/16	GJ 2016/17e	GJ 2017/18e
Umsatzerlöse	144,93	164,25	189,49
EBITDA	23,26	26,77	31,48
EBITDA-Marge	16,0%	16,3%	16,6%
EBIT	22,26	25,77	30,38
EBIT-Marge	15,4%	15,7%	16,0%
Jahresüberschuss	19,28	21,82	25,70
EPS in €	0,52	0,58	0,69

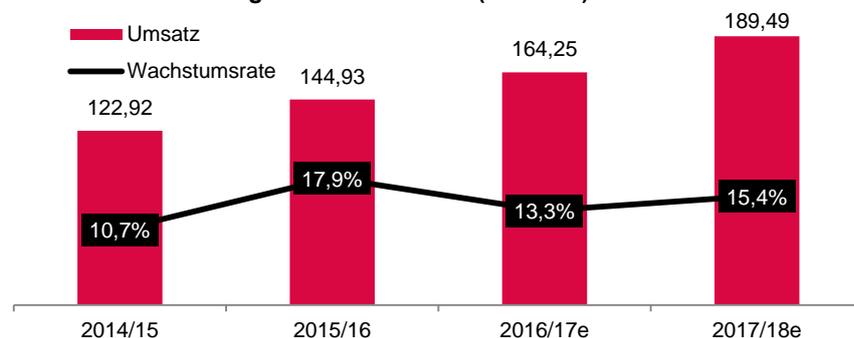
Quelle: GBC

### Umsatzprognosen

Auf Basis der Zahlen des zweiten Halbjahrs bestätigen wir unsere Prognosen und gehen weiterhin von einem dynamischen Wachstum der KPS AG aus. Hintergrund hierfür ist unter anderem die nahezu 100%ige Auslastung der KPS Mitarbeiter, womit das Unternehmen deutlich über dem Branchenschnitt liegt und gleichzeitig hohe Planungssicherheit gewährt. Weiterhin betreibt das Unternehmen Öffentlichkeitsarbeit um zunehmend Aufmerksamkeit von potenziellen Kunden und Arbeitnehmern auf sich zu ziehen.

Die KPS erzielt seit Jahren ein äußerst hohes Wachstumsniveau, welches unseres Erachtens noch steigerungsfähig ist, da in dem Markt für hochqualitative Transformationsberatung die Nachfrage tendenziell das Angebot übersteigt. Um die große Nachfrage bewältigen zu können und gleichzeitig Skaleneffekte zu heben, setzt die KPS zunehmend auf die Industrialisierung des Beratungsansatzes. Hierzu werden in der SmartFactory modulare Lösungen erstellt, welche zum Teil mehrfach genutzt werden können. Dass dieses Konzept funktioniert und zukunftssträftig, ist zeigt auch die bereits in Mai 2017 durchgeführte Verdopplung der Bürofläche der SmartFactory in Dortmund. Gleichzeitig wird die SmartFactory zunehmend zu dem zentralen Entwicklungsstandort, welcher auch Lösungen für die ausländischen Dependancen entwickelt. Somit hat das Unternehmen eine Möglichkeit gefunden, um kosteneffizient die globale Expansion voranzutreiben. Die erfolgreiche Umsetzung zeigt sich auch in der niederländischen und der dänischen Tochtergesellschaft, welche im ersten Halbjahr 2016/17 bereits wichtige Umsatz- und Ergebnisbeiträge geliefert haben. Gleichsam gehen wir davon aus, dass auch die Niederlassung in USA zukünftig signifikante Ergebnisse liefern wird.

### Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC

Neben der globalen Expansion ist die KPS auch ein SAP Value-Added-Reseller und betreibt in dem Segment Produkte und Lizenzen ein umfangreiches Wartungs- und Service-Geschäft. Dieses Segment ist insbesondere durch wiederkehrende Erlöse geprägt und erzielt dementsprechend hohe Margen. Wir gehen davon aus, dass neben der Transformationsberatung auch das Service-Geschäft zukünftig weiter ausgebaut werden

kann und das sich dieses hochmarginige Segment ebenfalls sehr positiv auf das Ergebnis niederschlagen wird.

Die Unternehmensguidance liegt gegenwärtig bei 160 Mio. €, jedoch werden die unternehmenseigenen Prognosen der KPS AG tendenziell konservativ formuliert. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen im GJ 2016/17 einen Umsatz von 164,25 Mio. € erzielt bzw. 189,49 Mio. € im Jahr 2017/18.

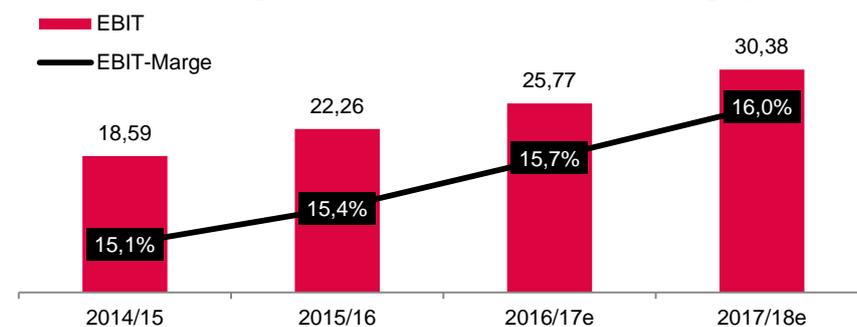
### Ergebnisprognosen

Ergebnisseitig geht das Unternehmen von 25 Mio. € EBIT aus und liegt somit leicht unter unserer Prognose von 25,77 Mio. €. Wir sind zuversichtlich, dass die KPS Guidance nach wie vor konservativ ist und historisch wurden die unternehmenseitigen Prognosen stets übertroffen.

Ein wichtiger Ergebnistreiber ist die Industrialisierung des Beratungsansatzes, welcher sukzessive Margensteigerungen erlaubt. Die Entwicklung eines umfangreichen Produktportfolios erlaubt die schnelle und kostengünstige Anpassung einzelner Elemente und so können in der Entwicklung weitere Kosten gespart werden. Dies führt mit einer Ausweitung des Produktportfolios zu einer sukzessiven Kostenreduzierung. Dementsprechend wurde auch von Vorstandsseite eine mittelfristige EBIT-Marge in Höhe von 17 - 18% kommuniziert.

Im Rahmen des Industrialisierungsansatzes gelingt es der KPS auch die Internationalisierung kosteneffizient zu gestalten. So werden nur kleine Beratungsteams vor Ort eingesetzt, um als Ansprechpartner zu agieren und den Kundenzugang zu ermöglichen. Gleichzeitig wird ein Großteil der Entwicklungstätigkeit weiterhin in Deutschland durchgeführt. Analog hierzu ist es geplant weitere Länder bei passenden Opportunitäten zu erschließen. Mögliche Expansionsziele können hier Großbritannien und Spanien sein.

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



Quelle: GBC

Neben der Industrialisierung und der Internationalisierung stellt die KPS zudem zunehmend von Freelancer auf eigene Mitarbeiter um. Diese operative Verschiebung führt ebenfalls zu Kostenersparnissen, da Freelancer zwar flexibler einsetzbar sind, jedoch auch deutlich teurer sind.

Somit erwarten wir, dass die KPS AG auch weiterhin dynamisch wächst und gehen davon aus, dass eine überproportionale Ergebnisentwicklung möglich sein sollte.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die KPS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016/17 und 2017/18 in Phase 1, erfolgt von 2018/19 bis 2023/24 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 12,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 17,0 % 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.

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: 1,00 %).**

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 1,18.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,5 % (bisher: 7,5%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,7 % (bisher: 7,5%).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,7 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017/18 entspricht als Kursziel 18,00 €.

## DCF-Modell

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	12,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	17,0%	ewige EBITA - Marge	17,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	3,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	164,25	189,49	212,13	237,48	265,86	297,63	333,20	373,02	
US Veränderung	13,3%	15,4%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,65	5,11	5,44	5,82	6,24	6,71	7,23	7,82	
EBITDA	26,77	31,48	36,08	40,40	45,22	50,63	56,68	63,45	
EBITDA-Marge	16,3%	16,6%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
EBITA	25,77	30,38	34,99	39,25	44,02	49,37	55,37	62,09	
EBITA-Marge	15,7%	16,0%	16,5%	16,5%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	17,0%
Steuern auf EBITA	-3,87	-4,56	-5,25	-5,89	-8,80	-12,34	-16,61	-18,63	
zu EBITA	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	21,90	25,82	29,74	33,36	35,22	37,03	38,76	43,46	
Kapitalrendite	62,0%	65,9%	69,8%	73,7%	73,6%	73,4%	72,9%	77,8%	77,1%
Working Capital (WC)	3,84	5,51	6,26	7,01	7,84	8,78	9,83	11,00	
WC zu Umsatz	2,3%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Investitionen in WC	-2,14	-1,67	-0,75	-0,75	-0,84	-0,94	-1,05	-1,17	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	35,33	37,07	38,98	40,83	42,63	44,37	46,06	47,70	
AFA auf OAV	-1,00	-1,10	-1,09	-1,15	-1,20	-1,26	-1,31	-1,36	
AFA zu OAV	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Investitionen in OAV	-2,70	-2,84	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investiertes Kapital	39,17	42,58	45,24	47,84	50,47	53,15	55,89	58,71	
EBITDA	26,77	31,48	36,08	40,40	45,22	50,63	56,68	63,45	
Steuern auf EBITA	-3,87	-4,56	-5,25	-5,89	-8,80	-12,34	-16,61	-18,63	
Investitionen gesamt	-4,84	-4,51	-3,75	-3,75	-3,84	-3,94	-4,05	-4,17	
Investitionen in OAV	-2,70	-2,84	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investitionen in WC	-2,14	-1,67	-0,75	-0,75	-0,84	-0,94	-1,05	-1,17	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	18,07	22,41	27,08	30,76	32,58	34,35	36,02	40,65	769,40

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	620,58	646,15
Barwert expliziter FCFs	163,77	154,02
Barwert des Continuing Value	456,81	492,13
Nettoschulden (Net debt)	-18,23	-27,40
Wert des Eigenkapitals	638,81	673,54
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	638,81	673,54
Ausstehende Aktien in Mio.	37,41	37,41
Fairer Wert der Aktie in EUR	17,07	<b>18,00</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%
76,1%	21,48	19,47	17,83	16,46	15,30
76,6%	21,59	19,57	17,92	16,54	15,37
77,1%	21,70	19,67	<b>18,00</b>	16,62	15,45
77,6%	21,81	19,77	18,09	16,69	15,52
78,1%	21,92	19,87	18,18	16,77	15,59

## 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,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 Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de.

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Matthias Greiffenberger, M.A., M.Sc., Finanzanalyst**  
**Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellv. Chefanalyst**

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<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)