



Researchstudie (Anno)

KPS AG



Rückkehr zum hohen zweistelligen Margenniveau erreicht

-

Weitere Potenziale durch die Internationalisierung in Sicht

Kursziel: 13,20 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 05.03.2019 (14:35 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 06.03.2019 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 13,20 €

Aktueller Kurs: 8,10 €
05.03.2019 / ETR 14:30
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1A6V48
WKN: A1A6V4
Börsenkürzel: KSC

Aktienanzahl³: 37,37
Marketcap³: 302,71
Enterprise Value³: 328,02
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 36,1%

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahresende: 30.09.

Designated Sponsor:
Oddo Seydler Bank AG

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Dienstleistungen

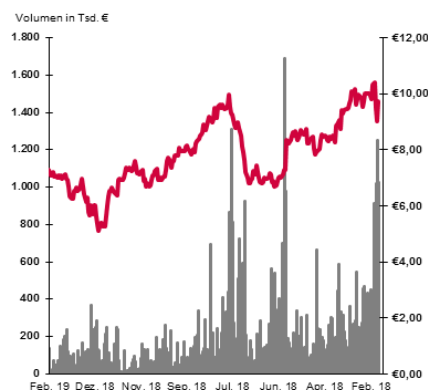
Fokus: Transformationsberatung, Prozessoptimierung

Mitarbeiter: 591 Stand: 30.09.2018

Gründung: 2000

Firmensitz: Unterföhring

Vorstand: Leonardo Musso



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

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	30.09.2017	30.09.2018	30.09.2019e	30.09.2020e
Umsatz	160,30	172,22	179,97	188,97
EBITDA	26,41	20,02	26,47	28,76
EBIT	24,76	16,59	23,17	25,56
Jahresüberschuss	19,80	9,83	15,31	17,08

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,53	0,26	0,41	0,46
Dividende je Aktie	0,35	0,35	0,35	0,35

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,05	1,90	1,82	1,74
EV/EBITDA	12,42	16,38	12,39	11,41
EV/EBIT	13,25	19,77	14,16	12,84
KGV	15,29	30,79	19,77	17,72
KBV		5,00		

Finanztermine

29.03.2019: Hauptversammlung
29.05.2019: Halbjahresbericht 2018/19
09.08.2019: Bericht 3. Quartals 2018/19

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
14.08.2018: RS / 12,50 / KAUFEN
20.02.2018: RS / 16,60 / KAUFEN
28.08.2017: RS / 18,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Das abgelaufene Geschäftsjahr 2017/18 war geprägt durch die Kosten der getätigten Akquisitionen sowie durch rückläufige Umsätze mit einem Großkunden. Somit wurde die historische Dynamik eines zweistelligen Wachstums nicht fortgesetzt und auch die EBITDA-Marge reduzierte sich. Diese Entwicklung konnte aber bereits im laufenden Geschäftsjahr 2018/19 umgekehrt werden. Schon im ersten Quartal 2018/19 wurden wieder die historisch hohen Margenniveaus erreicht. Wir gehen davon aus, dass sich diese Entwicklung auch auf das Gesamtjahr 2018/19 übertragen lässt.
- Die Umsatzerlöse wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/18 um 7,4% auf 172,22 Mio. € (VJ: 160,30 Mio. €) gesteigert. Während ein Großkunde verantwortlich für einen Umsatzrückgang in Höhe von 18 Mio. € war, konnte dies gut durch die Umsatzbeiträge aus den Akquisitionen (19,5 Mio. €) ausgeglichen werden. Zudem trugen neue Transformations- und Beratungsprojekte zu der weiteren Umsatzsteigerung bei.
- Ergebnisseitig wurde ein EBITDA in Höhe von 20,02 Mio. € erzielt, gegenüber 26,41 Mio. € im Vorjahr. Somit reduzierte sich die EBITDA-Marge von 16,5% (GJ 2016/17) auf 11,6% (GJ 2017/18). Im Vergleich zum Vorjahr wurde jedoch die Ergebnisqualität durch die deutlich reduzierten aktivierten Eigenleistungen erhöht. Die aktivierten Eigenleistungen gingen um 44,9% auf 2,83 Mio. € (VJ: 5,14 Mio. €) zurück. Hintergrund dieser Entwicklung sind im Wesentlichen gestiegene Personalaufwendungen aus den Akquisitionen. Zukünftig sollte sich dies jedoch äußerst positiv für die KPS auswirken, da die wichtigste Ressource für ein Beratungshaus das Personal ist, welches zudem in der Regel schwer zu bekommen ist. Weiterhin konnten, durch die spanische Gesellschaft, die durchschnittlichen Lohnkosten weiter gesenkt werden, was sich mittelfristig positiv auf die Margenentwicklung auswirken sollte.
- Die aktuelle Guidance des Unternehmens beläuft sich auf 170 bis 180 Mio. € Umsatzerlöse und auf ein EBITDA in Höhe von 22 bis 27 Mio. €. Die Guidance zeigt, dass sich das Unternehmen im laufenden Jahr vermehrt auf eine Ergebnisverbesserung fokussiert und weniger auf ein Umsatzwachstum abzielt. Im ersten Quartal konnten bereits sehr gute Ergebnisse präsentiert werden, mit gesteigerten Umsatzerlösen um 16,5% auf 44,4 Mio. € (VJ: 38,1 Mio. €) und einem überproportional verbesserten EBITDA, welches sich um 100% auf 6,6 Mio. € erhöhte (VJ: 3,3 Mio. €). Entsprechend konnte die EBITDA-Marge deutlich von 8,7% (Q1 17/18) auf 14,9% (Q1 18/19) gesteigert werden. Extrapoliert auf das Gesamtjahr würde dies einem Umsatz in Höhe von 177,6 Mio. € entsprechen und einem EBITDA von 26,4 Mio. €. Entsprechend wäre das obere Ende der Guidance erreicht, sofern die nächsten Quartale ähnlich gut ausfallen.
- **Wir gehen davon aus, dass für das laufende Geschäftsjahr 2018/19 Umsatzerlöse in Höhe von 179,97 Mio. € erwirtschaftet werden und ein EBITDA in Höhe von 26,47 Mio. € erzielt wird. Somit liegen wir mit unseren Prognosen am oberen Ende der Guidance. Wir erwarten, dass mittelfristig die Kostenbelastungen weiter zurückgehen und dass die Kostensparmaßnahmen greifen. Zudem sollten langfristig, mit der Industrialisierung des Beratungsansatzes und dem geringeren Lohnniveau in Spanien, weitere Skaleneffekte gehoben werden können. Auf Basis unserer Prognose heben wir das Kursziel auf 13,20 € (bisher: 12,50 €) an und vergeben erneut das Rating Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

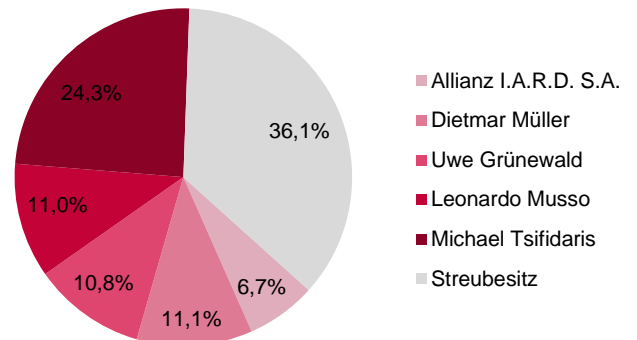
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Wichtige Kunden	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2017/18	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
Geschäftsentwicklung im Q1 2018/19	12
SWOT-Analyse	13
Prognose und Modellannahmen	14
Umsatzprognosen	14
Ergebnisprognosen	15
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

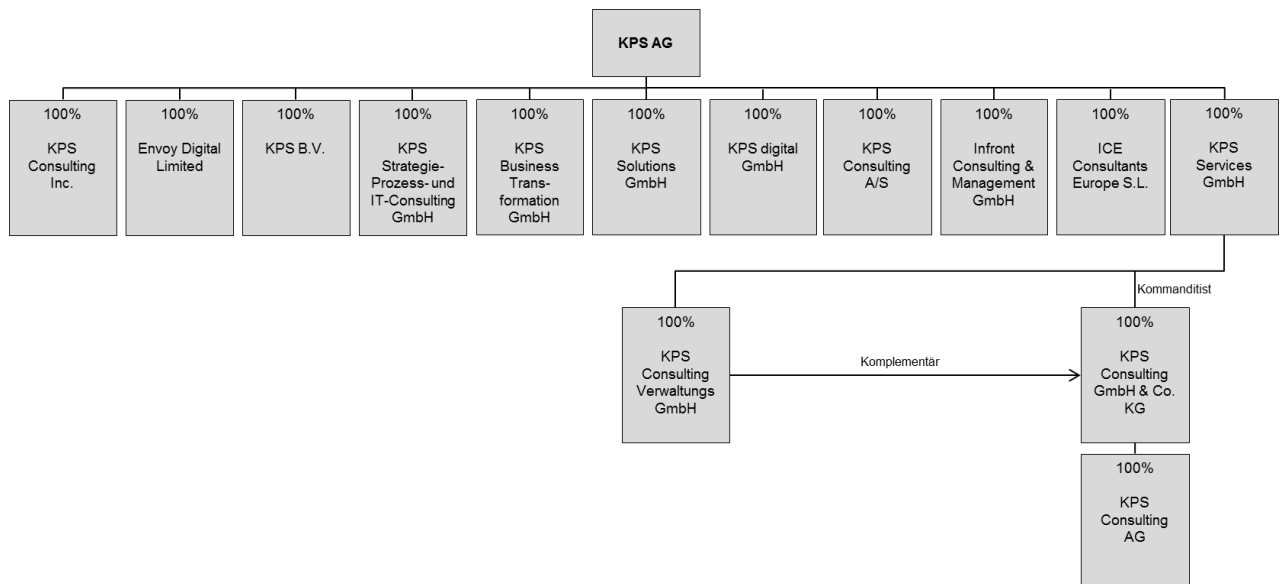
Aktionärsstruktur

Aktionäre	Anteil
Allianz I.A.R.D. S.A.	6,7%
Dietmar Müller	11,1%
Uwe Grünewald	10,8%
Leonardo Musso	11,0%
Michael Tsifidaris	24,3%
Streubesitz	36,1%
Summe	100,0%

Quelle: KPS AG



Konsolidierungskreis



Quelle: KPS AG

Wichtige Kunden

Zum Kundenstamm der KPS AG gehören eine Reihe von renommierten Konzernen. Dabei liegt der Fokus auf den Branchen Handel und Konsumgüterindustrie.

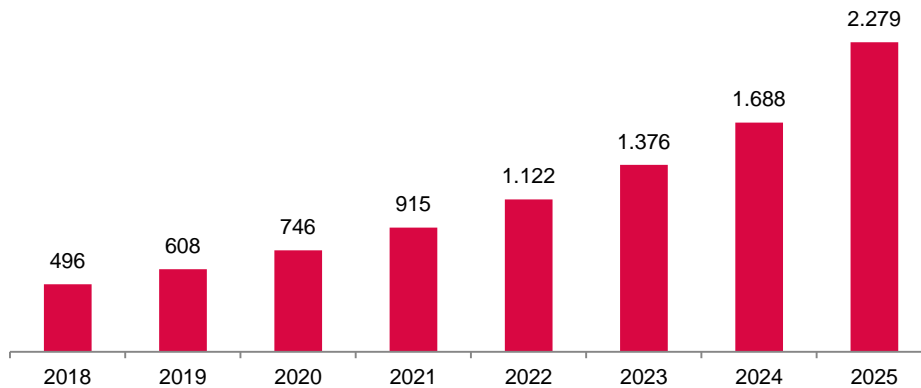


Quelle: KPS AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Der Markt für digitale Transformation entwickelt sich weiterhin dynamisch. Research and Markets erwartet, dass der globale Markt für digitale Transformation von etwa 445 Mrd. USD im Jahr 2017 auf rund 2.279 Mrd. USD im Jahr 2025 anwachsen wird. Laut Research and Markets wird mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum in Höhe von 24,3% zwischen 2018 und 2025 gerechnet, wobei sich hier der Begriff digitale Transformation auf ein sehr breites Spektrum bezieht.

Globaler Markt der digitalen Transformation (in Mrd. USD)



Quelle: ResearchAndMarkets

Hintergrund dieses dynamischen Wachstums ist unter anderem der Zugzwang von vielen Unternehmen, welche die Digitalisierungsprozesse aufgeschoben haben oder unter Wettbewerbsdruck leiden. Diese Unternehmen müssten in den kommenden Jahren die interne digitale Transformation vorantreiben. Da diese Prozesse in der Regel außerhalb der Kernkompetenzen der entsprechenden Unternehmen liegen, werden in der Regel externe Beratungshäuser wie z.B. die KPS beauftragt. Zudem verfügen externe Experten zumeist über eine relevante Expertise und können so eine schnellere Umsetzungen ermöglichen.

Weitere Gründe für die hohe Nachfrage nach digitaler Transformation sind unter anderem notwendige Kapazitätssteigerungen und der Aufbau einer robusten Infrastruktur. Die Unternehmen können die neuen Technologien und Lösungen nutzen, um das eigene Wachstum zu steigern. Zudem führt der Wettbewerbsdruck innerhalb der jeweiligen Branchen zu weiteren Anreizen, in Technologie zu investieren. So können durch die digitale Transformation zum Teil Wettbewerbsvorteile erzielt werden.

Dieses sehr gute Marktumfeld nutzt der KPS AG und das Unternehmen zählt weiterhin, laut des Marktforschungsunternehmens Lünendonk, zu den Top 10 der deutschen Managementberatungshäusern. Gemäß Lünendonk entwickelt sich der deutsche Beratungsmarkt sehr dynamisch und wuchs 2017 um 12,5%. Damit liegen die deutschen Beratungshäuser gleichauf mit dem internationalen Wachstumsniveau. Hintergrund des hohen Wachstums soll die gute wirtschaftliche Gesamtlage sein sowie der hohe Transformationsbedarf der Kundenunternehmen. Die hohe Nachfrage wird insbesondere befeuert durch die zunehmende Digitalisierung in allen Lebens- und Arbeitsbereichen.

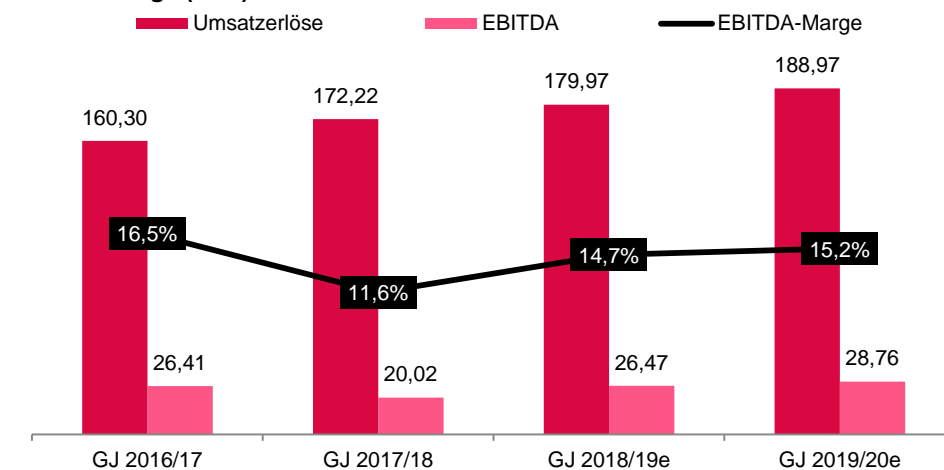
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

	GJ 2016/17	GJ 2017/18	GJ 2018/19e	GJ 2019/20e
Umsatzerlöse	160,30	172,22	179,97	188,97
aktivierte Eigenleistungen	5,14	2,83	3,00	3,00
Sonstige betriebliche Erträge	2,82	3,23	3,00	1,00
Gesamtleistung	168,26	178,29	185,97	192,97
Materialaufwand	-67,57	-68,49	-70,00	-71,40
Rohertrag	100,68	109,80	115,97	121,57
Personalaufwand	-53,27	-62,19	-63,00	-65,52
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-21,00	-27,59	-26,50	-27,30
EBITDA	26,41	20,02	26,47	28,76
Abschreibungen	-1,66	-3,43	-3,30	-3,20
EBIT	24,76	16,59	23,17	25,56
Zinserträge	1,22	0,01	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-0,13	-1,34	-1,30	-1,15
EBT	25,84	15,27	21,87	24,41
Ertragssteuern	-6,04	-5,44	-6,56	-7,32
Konzernergebnis	19,80	9,83	15,31	17,08

Umsatzerlöse	160,30	172,22	179,97	188,97
EBITDA	26,41	20,02	26,47	28,76
<i>EBITDA-Marge</i>	16,5%	11,6%	14,7%	15,2%
EBIT	24,76	16,59	23,17	25,56
<i>EBIT-Marge</i>	15,4%	9,6%	12,9%	13,5%
Konzernergebnis	19,80	9,83	15,31	17,08
<i>Netto-Marge</i>	12,4%	5,7%	8,5%	9,0%

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



Quelle: KPS, GBC

Geschäftsentwicklung 2017/18

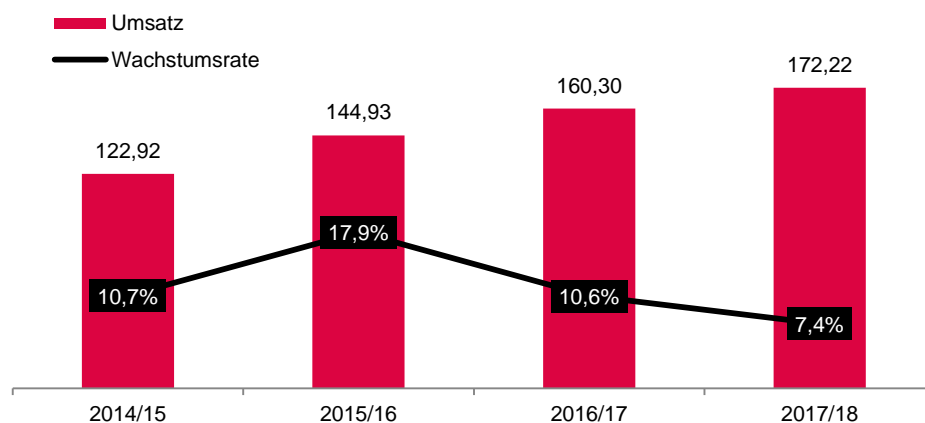
GuV (in Mio. €)	GJ 15/16	GJ 16/17	GJ 17/18
Umsatzerlöse	144,93	160,30	172,22
EBITDA	23,26	26,41	20,02
EBITDA-Marge	16,0%	16,5%	11,6%
EBIT	22,26	24,76	16,59
EBIT-Marge	15,4%	15,4%	9,6%
Jahresüberschuss	19,28	19,80	9,83
EPS in €	0,52	0,53	0,26

Quelle: KPS, GBC

Umsatzentwicklung

Zum Geschäftsjahr 2017/18 steigerte die KPS AG die Umsatzerlöse um 7,4% auf 172,22 Mio. € (VJ: 160,30 Mio. €). Neben neugewonnenen Projekten lieferten auch die getätigten Akquisitionen einen maßgeblichen Umsatzbeitrag. Hierdurch konnte der Umsatzrückgang eines Großkunden ausgeglichen werden. Somit lag der erzielte Umsatz leicht über der Guidance von 160 bis 170 Mio. € und auch über unseren Erwartungen von 170,00 Mio. €. Entsprechend lagen wir mit unserer Einschätzung der Umsatzerlöse am oberen Ende der Guidance durchaus richtig.

Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €) und der Wachstumsrate (in %)

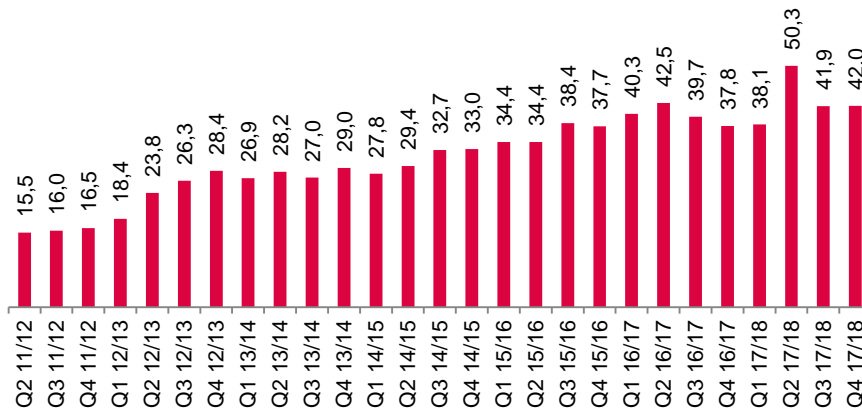


Quelle: KPS, GBC

Ein Großkunde war im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/18 für einen Umsatzrückgang in Höhe von 18 Mio. € verantwortlich. Aktuell bestehen noch umfangreiche Geschäftsbeziehungen mit laufenden Transformations- und Beratungsprojekten, welche noch abgeschlossen werden. Daher gehen wir davon aus, dass der Großkunde auch in den kommenden Jahren Umsätze mit der KPS generieren wird, jedoch sollte dieser Umsatz sukzessive zurückgehen. Die KPS konnte trotz dieses Effekts den Umsatz weiter steigern und zeigt so, dass keine zu große Abhängigkeit von Großkunden besteht.

Einen wertvollen Umsatzbeitrag lieferten dabei die getätigten Akquisitionen, nämlich die ICE Consultants Europe S.L., die Envoy Digital Ltd. und die Infront Consulting & Management GmbH. Insgesamt wurde ein anorganischer Umsatzbeitrag in Höhe von 19,5 Mio. € erwirtschaftet. Konkret wurden 3,0 Mio. € durch die Infront Consulting & Management erwirtschaftet, 3,9 Mio. € durch die Envoy Digital und 11,6 Mio. € durch die ICE Consultants Europe. Wobei hier die neu erworbenen Unternehmen laut Aussage des Managements bereits von dem KPS-Verbund profitierten. So konnten die Unternehmen durch die umsatzstarke KPS im Hintergrund bereits bei größeren Projekten pitch und erhielten die Möglichkeit bei einer Vielzahl an Neuprojekten zu pitch.

Quartalsweise Umsatzentwicklung (in Mio. €)

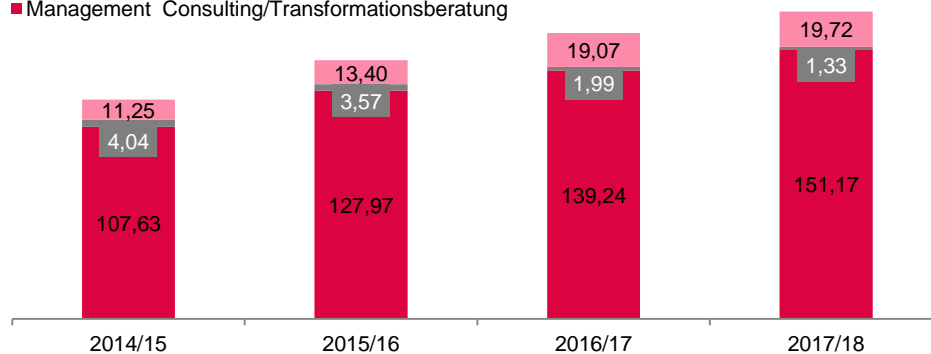


Quelle: KPS, GBC

Auf Quartalsicht zeigt sich weiterhin eine heterogene Verteilung der Umsatzerlöse. Die unterschiedlichen Projektlaufzeiten von 18 bis 24 Monaten und die damit einhergehenden ungleichmäßigen Fakturierungen tragen zu der vergleichsweise breiten Guidance des Unternehmens bei.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)

- Produkte / Lizenzen
- Systemintegration
- Management Consulting/Transformationsberatung



Quelle: KPS, GBC

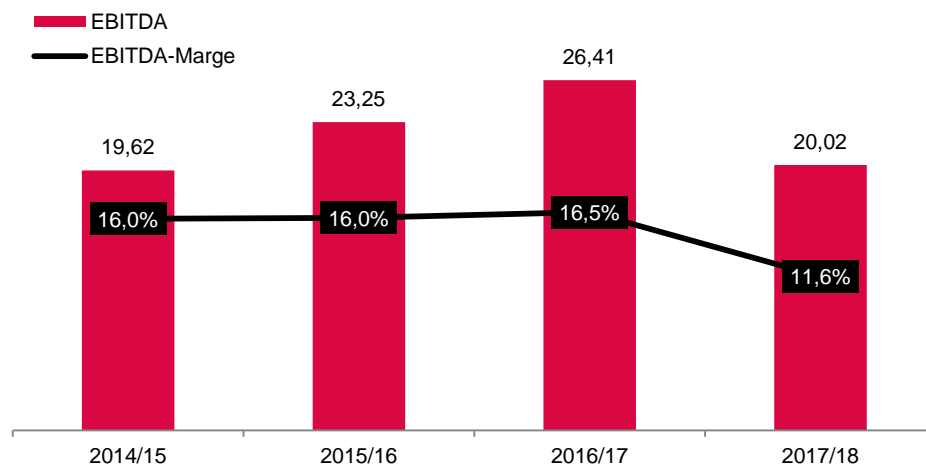
Segmentseitig zeigt sich, dass der Bereich Management Consulting/Transformationsberatung weiterhin den maßgeblichen Umsatztreiber darstellt. Dieses Segment wuchs um 8,6% auf 151,17 Mio. € (VJ: 139,24 Mio. €) und bleibt mit 87,8% Umsatzanteil das umsatzstärkste Segment. Getrieben wird diese Entwicklung durch die starke Marktstellung des Unternehmens und durch die Rapid-Transformation-Methode, mit dem Fokus auf die Bereiche Handel und Logistik. Diese guten Rahmenbedingungen spiegeln sich auch in der nahezu 100%igen Auslastung der Beratermannschaft wider.

Insgesamt konnte die Gesellschaft ein sehr erfolgreiches Geschäftsjahr vorweisen und die Umsatzrückgänge des Großkunden überkompensieren.

Ergebnisentwicklung

Das EBITDA verzeichnete einen Rückgang auf 20,02 Mio. €, nach 26,41 Mio. € im Vorjahr. Folglich reduzierte sich die EBITDA-Marge von 16,5% im Vorjahr auf 11,6%. Entsprechend lag das Ergebnis leicht unter unserer EBITDA-Prognose von 20,76 Mio. €.

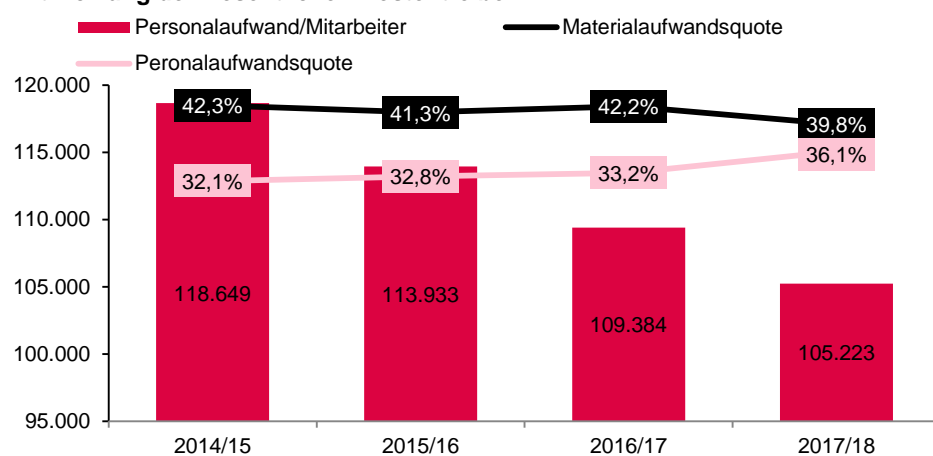
Entwicklung von EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: KPS, GBC

Positiv ist hier, dass die aktivierten Eigenleistungen deutlich zurückgingen und nur einen Ergebnisbeitrag von 2,83 Mio. € lieferten (VJ: 5,14 Mio. €). Somit konnte die Ergebnisqualität wieder gesteigert werden. Darüber hinaus erhöhten sich auch die Personalaufwendungen überproportional um 16,7% auf 62,19 Mio. € (VJ: 53,27 Mio. €). Diese Steigerung geht hauptsächlich auf die getätigten Übernahmen zurück. Der Personalaufbau ist positiv zu bewerten, da eine der größten Herausforderungen eines Beratungsunternehmens die Gewinnung qualifizierter Mitarbeiter darstellt. Gleichsam ist der Personalaufwand einer der größten Posten in der GuV. Durch die mittelgroße Akquisition konnte somit ein Mitarbeiterstamm von 65 in Spanien aufgebaut werden (Gesamtunternehmen: 591 Mitarbeiter). Die KPS profitiert hier von dem insgesamt geringeren Lohnniveau in Spanien und konnte so die Personalkosten pro Mitarbeiter sukzessive senken. Während die Personalaufwandsquote weiter auf 36,1% anstieg (VJ: 33,2%), konnte die Materialaufwandsquote auf 39,8% reduziert werden (VJ: 42,2%). Dies entspricht der langfristigen Strategie, zunehmend auf eigene Mitarbeiter zu setzen im Vergleich zu Freelancern, welche Materialaufwand verursachen. Zwar sind Freelancer flexibler einsetzbar, jedoch stellen sie in der Regel eine höhere Kostenbelastung da. Unseres Erachtens ist diese Entwicklung zu begrüßen.

Entwicklung der wesentlichen Kostentreiber



Quelle: KPS, GBC

Im Rahmen der Übernahmen fielen auch M&A-bedingt Abschreibungen in Höhe von 2,58 Mio. € an (VJ: 0,84 Mio. €) an, was sich ergebnismindernd auf das EBIT auswirkte. Unsere EBIT-Prognose für das Geschäftsjahr 2017/18 belief sich auf 16,26 Mio. € und

lag somit leicht unter dem erreichten EBIT in Höhe von 16,59 Mio. € (VJ: 24,76 Mio. €), was einer EBIT-Marge von 9,6% entspricht (VJ: 15,4%). Entsprechend lag die EBIT-Marge deutlich unter dem Niveau der Vorjahre, dennoch lag die Marge damit immer noch auf sehr hohem Niveau. Laut Aussage des Managements sollen wieder die historisch deutlich zweistelligen Margenniveaus erreicht werden. Mit der Industrialisierung des Beratungsansatzes, der Prozessfabrik in Dortmund und der sukzessiven Reduktion des durchschnittlichen Personalaufwandes sollte dieses Ziel erreichbar sein. Insbesondere vor dem Hintergrund der Ergebnisbelastung durch die rückläufigen Umsätze des Großkunden sowie der Kosten aus den Akquisitionen lag eine höhere Belastung im Geschäftsjahr 2017/18 vor. In Summe wurde so ein Jahresüberschuss in Höhe von 9,83 Mio. € (VJ: 19,80 Mio. €) erzielt. Laut dem Geschäftsbericht plant der Vorstand und Aufsichtsrat den Aktionären eine Dividende auf Vorjahresniveau vorzuschlagen, sprich 0,35 € je Aktie. Damit beläuft sich die geplante Dividendenausschüttung auf 13,09 Mio. € und wird somit zum Teil aus der Substanz bezahlt. Gleichsam verspricht eine derart hohe Dividende eine Dividendenrendite von deutlich über 5%, was für viele Anleger äußerst attraktiv sein sollte.

Bilanzielle und finanzielle Situation

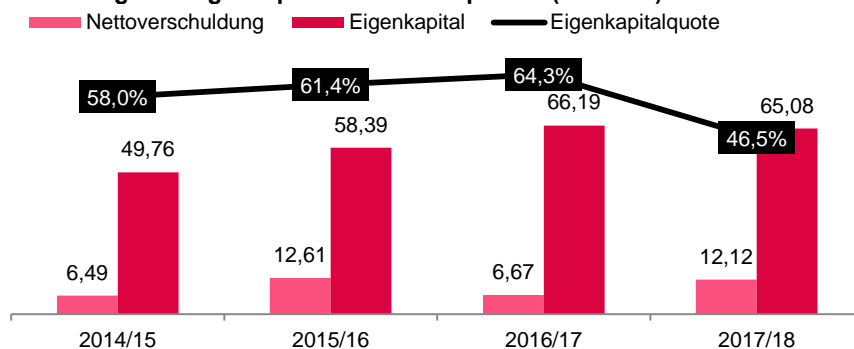
in Mio. €	30.09.2016	30.09.2017	30.09.2018
Eigenkapital	58,39	66,19	65,08
EK-Quote	61,4%	64,3%	46,5%
Operatives Anlagevermögen	33,64	43,28	79,76
Working Capital	1,70	12,26	7,51
Net Debt	-12,61	-6,67	12,12

Quelle: KPS, GBC

Bilanziell ist das Unternehmen weiterhin sehr gut aufgestellt, dennoch gab es deutliche Veränderungen in der Eigenkapitalquote. Während das Eigenkapital mit 65,08 Mio. € nahezu auf dem Vorjahresniveau verblieb (VJ: 66,19 Mio. €), wurde, bedingt durch die Übernahmen, das Fremdkapital deutlich erhöht.

Das Eigenkapital reduzierte sich leicht durch den geringen Bilanzgewinn in 2017/18 in Verbindung mit der Dividendenzahlung in Höhe von 0,35 € (2016/17). Weiterhin erhöhten sich insbesondere die langfristigen Schulden; zum einen durch Rückstellungen für zukünftige Earn-Out-Zahlungen für die getätigten Akquisitionen um 10,20 Mio. € (VJ: 0,00) und zum anderen durch langfristige Finanzschulden in Höhe von 12,40 Mio. € (VJ: 0,00) mit einer Laufzeit von 4,5 Jahren zur Finanzierung der Unternehmenskäufe. In diesem Zusammenhang sind auch die kurzfristigen Schulden angestiegen. So wurden laufzeitbedingt 3,8 Mio. € von den langfristigen Schulden in die kurzfristigen Schulden umgegliedert sowie Earn-Out-Verbindlichkeiten über 7,1 Mio. € (VJ: 0,6 Mio. €) passiviert. Darüber hinaus wurde zur Liquiditätssicherung ein Kredit über 5,00 Mio. € aufgenommen. Somit stieg die Bilanzsumme um 36,0% auf 139,87 Mio. € an (VJ: 102,83 Mio. €), was bei dem Eigenkapital auf Vorjahresniveau zu einer Reduktion der Eigenkapitalquote von 64,3% (30.09.2017) auf 46,5% (30.09.2018) führte. Dennoch ist die Eigenkapitalquote mit 46,5% weiterhin sehr hoch.

Entwicklung von Eigenkapital und Nettoliquidität (in Mio. €)



Quelle: KPS, GBC

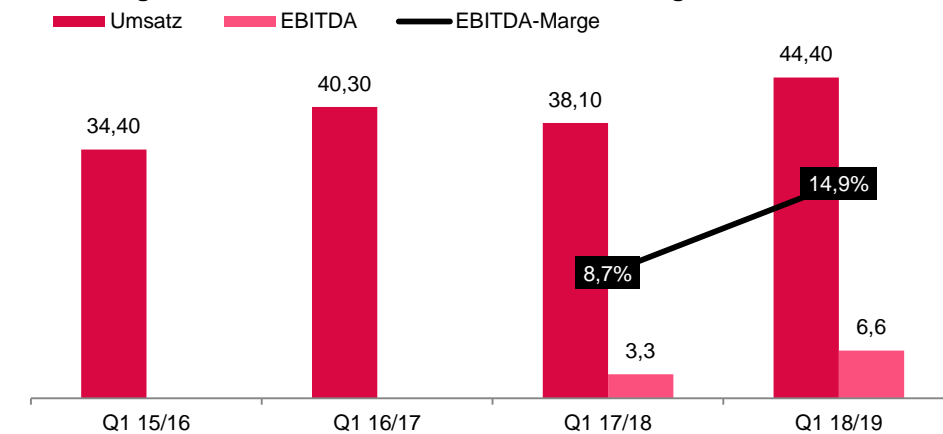
Trotz des rückläufigen Ergebnisses im Geschäftsjahr 2017/18 konnte der operative Cashflow um 6,3% auf 17,85 Mio. € (VJ: 16,79 Mio. €) gesteigert werden, was für die operative Stärke des Unternehmens spricht. Durch die getätigten Übernahmen belief sich der Cashflow aus Investitionstätigkeiten auf -24,88 Mio. € an (VJ: -12,39 Mio. €), jedoch konnte der CAPEX auf -3,42 Mio. € reduziert werden (VJ: -5,96 Mio. €).

Insgesamt ist die KPS sehr solide aufgestellt und die getätigten Akquisitionen sollten zukünftig zur operativen Verbesserung beitragen.

Geschäftsentwicklung im Q1 2018/19

Im ersten Quartal 2018/19 konnte die KPS bereits zeigen, dass sich das Unternehmen in Bezug auf die Guidance auf einem sehr guten Weg befindet. Die Umsatzerlöse und insbesondere das EBITDA lagen hochgerechnet auf das Gesamtjahr am oberen Ende der Guidance. Mit 44,4 Mio. € Umsatzerlösen wurde eine Steigerung in Höhe von 16,5% erreicht (VJ: 38,1 Mio. €) und das EBITDA verdoppelte sich auf 6,6 Mio. € (VJ: 3,3 Mio. €). Hintergrund des guten Umsatzwachstums war die Erreichung wesentlicher Meilensteine von Kundenprojekten, welche somit weiter abgerechnet werden konnten.

Entwicklung des Umsatzes, EBITDA* und der EBITDA-Marge*



Quelle: KPS, GBC; *EBITDA wurde in Q1 15/16, Q1 16/17 nicht veröffentlicht

Laut Management liegen auch im laufenden Geschäftsjahr weiterhin leichte Belastungen aus M&A-Aktivitäten vor, dennoch zahlen sich die getätigten Investitionen aus. Gleichsam konnten durch die Arbeitsteilung in der Gesamtgruppe Synergien gehoben werden. So konnten die durchschnittlich geringen Lohnkosten in Spanien genutzt werden, um die Kosten weiter relativ zu senken.

Weiterhin konnte die Geschäftsführung eine Verbesserung der Kundenkonzentration erreichen. Während vor zwei Jahren noch rund 80% der Umsätze von 10% bis 15% der Kunden erzielt wurden, sollen sich 80% des Umsatzes in diesem Jahr auf 30% bis 35% beziehen. Somit soll die Abhängigkeit von Einzelkunden deutlich reduziert werden. Die breitere Basis konnte auch die durch die Übernahmen von kleineren Projekten mit einem Volumen um jeweils 10 Mio. € erzielt werden. Die kleineren und kürzeren Projekte ermöglichen die Übernahme von mehreren Projekten. Die Übernahme von mehreren Projekten stellt gleichzeitig eine Herausforderung dar. Diese Herausforderung kann zum einen durch die Industrialisierung des Beratungsansatzes erreicht werden und zum anderen soll das neue Design Center in Dortmund eine entscheidende Rolle in der Koordination der Projekte spielen.

Insgesamt scheint die Strategie der KPS aufzugehen. So wurden wieder deutlich zweistellige Ergebnismilieus erzielt. Sofern die kommenden Quartale ebenfalls so gut ausfallen werden, sollte das obere Ende der Guidance erreicht werden.

SWOT-Analyse

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

Prognose und Modellannahmen

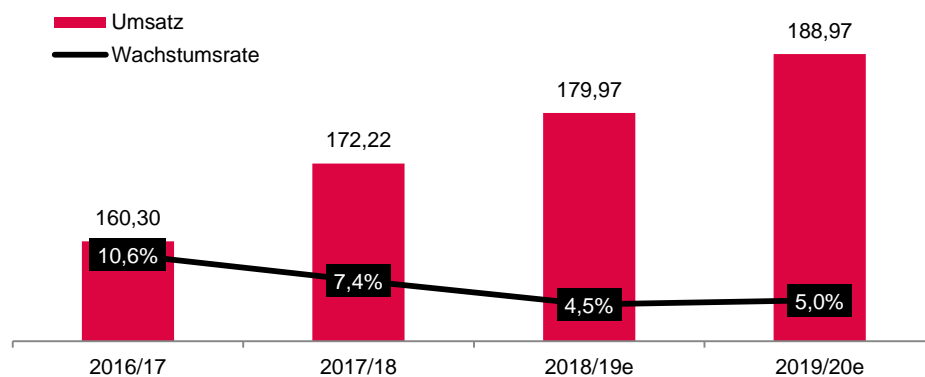
GuV (in Mio. €)	GJ 2017/18	GJ 2018/19e	GJ 2019/20e
Umsatzerlöse	172,22	179,97	188,97
EBITDA	20,02	26,47	28,76
EBITDA-Marge	11,6%	14,7%	15,2%
EBIT	16,59	23,17	25,56
EBIT-Marge	9,6%	12,9%	13,5%
Jahresüberschuss	9,83	15,31	17,08
EPS in €	0,26	0,41	0,46

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Aktuell plant das Unternehmen die Internationalisierungsstrategie weiter voranzutreiben und über die Industrialisierung des Beratungsansatzes die Margen zu steigern. Die aktuelle Guidance der KPS liegt bei 170,0 bis 180,0 Mio. € Umsatzerlösen und einem EBITDA zwischen 22,0 und 27,0 Mio. €. Nach Umsatzerlösen in Höhe von 172,22 Mio. € im Geschäftsjahr 2018/19 würde die Guidance im schlimmsten Fall aktuell von einem Umsatzrückgang von 1,3% ausgehen. Angenommen es wird das obere Ende der Guidance erreicht, so würde dies einem Umsatzwachstum von 4,5% entsprechen. Dies würde unter dem deutlich zweistelligen Wachstumsniveau der Vergangenheit liegen. Ein maßgeblicher Grund hierfür sollten weiterhin die rückläufigen Umsätze des Großkunden darstellen. Wir gehen aber davon aus, dass das Unternehmen mittelfristig wieder zum dynamischeren Wachstumspfad zurückkehren wird, jedoch sollte der Effekt des Großkunden auch noch das Geschäftsjahr 2019/20 betreffen.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC

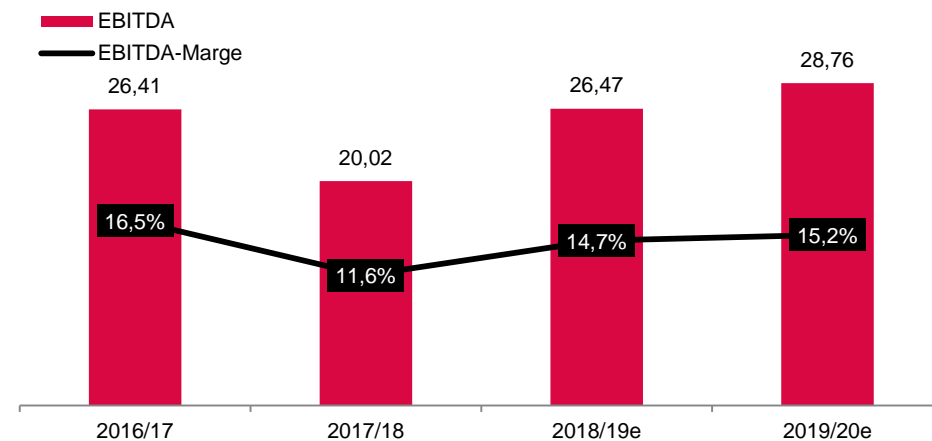
Unseres Erachtens sollte der maßgebliche Umsatztreiber zum einen die Internationalisierungsstrategie sein und zum anderen die erweiterte Kundenadressierung durch die akquirierten Unternehmen. Einerseits sollte so durch die Infront in Hamburg die Strategieberatung einen stärkeren Fokus finden und andererseits sollte zusätzliches Geschäft über die ausländischen Unternehmen wie die ICE Consultants erzielt werden. Bei der Übernahme der Envoy Digital aus England wird sich zeigen wie die Entwicklung des Brexit sich auf die Umsatzentwicklung in Großbritannien auswirken wird. Aktuell gehen wir davon aus, dass der Bereich der digitalen Transformationsberatung auch bei einem harten Brexit weniger betroffen wird. Insgesamt sollten die getätigten Übernahmen durch den starken Namen der KPS im Hintergrund profitieren, da durch die Umsatzhöhe des Gesamtkonzerns auch bei größeren Projekten gepitcht werden kann. Laut Aussage des Managements stehen aktuell keine weiteren Akquisitionen an, es sei denn es ergibt sich eine äußerst attraktive Kaufchance.

Ergebnisprognosen

Mit der aktuellen Ergebnisguidance wurde eine vergleichsweise breite Spanne angegeben. So soll sich das EBITDA auf 22,0 bis 27,0 Mio. € belaufen. Mit dem aktuellen Ergebnis aus dem ersten Quartal liegt das Unternehmen tendenziell an der oberen Grenze der Guidance. Sofern das Ergebnis des ersten Quartals die nächsten drei Quartale reproduzierbar ist, würde sich das EBITDA auf 26,4 Mio. € belaufen (4 x 6,6 Mio. €) und somit am oberen Ende der Guidance liegen.

Wir gehen davon aus, dass im laufenden Geschäftsjahr 2018/19 ein EBITDA in Höhe von 26,47 Mio. € (VJ: 20,02 Mio. €) erzielt wird, was einer EBITDA-Marge von 14,7% entspricht (VJ: 11,6%). Gefolgt von einem weiteren überproportionalen EBITDA-Wachstum im Geschäftsjahr 2019/20 auf 28,76 Mio. €, bzw. einer EBITDA-Marge von 15,2%.

Erwartete Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: GBC

Wir gehen davon aus, dass sich das Unternehmen wieder auf dem Pfad der historisch hohen Profitabilität, mit einer EBITDA-Marge von über 15% zubewegt. Grund hierfür sind die geringen Lohnkosten in Spanien sowie die Umstellung auf vermehrt eigene Mitarbeiter im Vergleich zu Freelancern.

Darüber hinaus konnten durch zunehmende interne Digitalisierung weitere Margenverbesserungen erzielt werden. Durch die Entwicklung von innovativen Produkten, welche sich im Rahmen der aktivierten Eigenleistungen auf die GuV niederschlagen, sollte zudem eine breitere Kundenschicht angesprochen werden können. Weiterhin sollte eine verbesserte Marge über eine noch stärkere Industrialisierung des Beratungsansatzes erreicht werden können. Diese Entwicklung wird unseres Erachtens noch verstärkt durch das neue Design Center in Dortmund.

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2017/18 war geprägt von Akquisitionskosten und rückläufigen Umsätzen eines Großkunden. Dies führte zu einem deutlichen Ergebnisrückgang. Wir gehen davon aus, dass diese negativen Effekte im Geschäftsjahr 2018/19 signifikant geringer ausfallen werden und daher sollte eine maßgebliche Margenverbesserung erreicht werden können.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die KPS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018/19 und 2019/20 in Phase 1, erfolgt von 2020/21 bis 2025/26 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen im Umsatz von 11,0%. Als Ziel für die EBITDA-Marge haben wir 17,0% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30% in Phase 2 und Phase 3 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der KPS AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00% (bisher: 1,25 %).**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,41 (bisher: 1,41).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,8% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,1%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,1% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018/19 entspricht als Kursziel 13,20 € (bisher: 12,50 €). Der Grund hierfür sind die angepassten höheren Prognosen für die Jahre 2018/19 und 2019/20.

DCF-Modell

KPS AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	11,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	17,0%	ewige EBITA - Marge	17,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	8,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final End- wert
	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	
Umsatz (US)	179,97	188,97	209,72	232,75	258,30	286,67	318,14	353,07	
US Veränderung	4,5%	5,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,24	2,33	2,65	3,02	3,44	3,92	4,46	5,07	
EBITDA	26,47	28,76	35,65	39,57	43,91	48,73	54,08	60,02	
EBITDA-Marge	14,7%	15,2%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
EBITA	23,17	25,56	30,33	34,38	38,87	43,82	49,30	55,35	
EBITA-Marge	12,9%	13,5%	14,5%	14,8%	15,0%	15,3%	15,5%	15,7%	17,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-6,95	-7,67	-9,10	-10,31	-11,66	-13,15	-14,79	-16,61	
EBI (NOPLAT)	16,22	17,89	21,23	24,07	27,21	30,68	34,51	38,75	30,0%
Kapitalrendite	18,6%	19,1%	22,0%	24,9%	28,2%	31,8%	35,6%	39,7%	43,3%
Working Capital (WC)	13,17	15,38	17,41	19,32	21,44	23,79	26,41	29,31	
WC zu Umsatz	7,3%	8,1%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	
Investitionen in WC	-5,67	-2,21	-2,03	-1,91	-2,12	-2,35	-2,61	-2,90	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	80,44	81,24	79,22	77,03	74,98	73,07	71,28	69,61	
AFA auf OAV	-3,30	-3,20	-5,32	-5,19	-5,05	-4,91	-4,79	-4,67	
AFA zu OAV	4,1%	3,9%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	
Investitionen in OAV	-3,98	-4,00	-3,30	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investiertes Kapital	93,61	96,62	96,62	96,34	96,42	96,86	97,69	98,92	
EBITDA	26,47	28,76	35,65	39,57	43,91	48,73	54,08	60,02	
Steuern auf EBITA	-6,95	-7,67	-9,10	-10,31	-11,66	-13,15	-14,79	-16,61	
Investitionen gesamt	-12,87	-9,44	-8,56	-8,14	-8,35	-7,08	-5,61	-5,90	
Investitionen in OAV	-3,98	-4,00	-3,30	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investitionen in WC	-5,67	-2,21	-2,03	-1,91	-2,12	-2,35	-2,61	-2,90	
Investitionen in Goodwill	-3,23	-3,23	-3,23	-3,23	-3,23	-1,72	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,65	11,65	17,99	21,11	23,90	28,51	33,68	37,52	672,43

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	513,02	542,81
Barwert expliziter FCFs	122,66	120,92
Barwert des Continuing Value	390,35	421,89
Nettoschulden (Net debt)	19,85	22,43
Wert des Eigenkapitals	493,17	520,39
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	493,17	520,39
Ausstehende Aktien in Mio.	37,37	37,37
Fairer Wert der Aktie in EUR	13,20	13,92

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	8,8%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	2,5%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	28,7%
WACC	8,1%

Kapitalrendite	WACC				
	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%
42,3%	15,77	14,22	12,94	11,87	10,96
42,8%	15,93	14,37	13,07	11,98	11,06
43,3%	16,09	14,51	13,20	12,10	11,16
43,8%	16,26	14,65	13,32	12,21	11,26
44,3%	16,42	14,79	13,45	12,32	11,36

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter

Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent
- (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.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvert. Chefanalyst

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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