



Researchstudie (Update)

KPS AG



**Internationalisierungsstrategie geht auf.
Ein weiterer Großkunde wurde in Skandinavien gewonnen.**

Margenverbesserungen in Aussicht

**Kursziel: 13,20 €
(bisher: 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 10

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: 04.06.2019 (15:00 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 05.06.2019 (09:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 13,20 €

Aktueller Kurs: 6,91 € / ETR
03.06.2019-Schlusskurs

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1A6V48
WKN: A1A6V4
Börsenkürzel: KSC

Aktienanzahl³: 37,37
Marketcap³: 259,73
Enterprise Value³: 266,94
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 36,1%

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 30.09.

Designated Sponsor:
Oddo Seydler Bank AG

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 11

Unternehmensprofil

Branche: Dienstleistungen

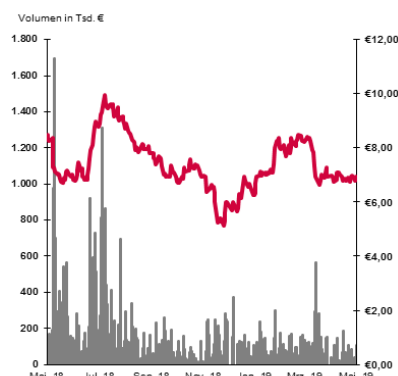
Fokus: Transformationsberatung, Prozessoptimierung

Mitarbeiter: 605 Stand: 31.03.2019

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Leonardo Musso



KPS ist die europaweit führende Transformationsberatung für Unternehmen, die ihr Geschäftsmodell innerhalb kürzester Zeit auf den Kunden ausrichten und innovative digitale Prozesse und Technologien implementieren will. KPS betrachtet Unternehmen ganzheitlich und verbindet die Warenwirtschaft mit B2B- und B2C-Prozessen des eCommerce und kundenorientierten Marketing- & Sales-Prozessen. Die KPS Rapid-Transformation Methode beschleunigt Projektinitiativen um bis zu 50 Prozent. KPS ist Teil eines erfolgreichen Partnernetzwerkes und unter anderem SAP Gold Partner, SAP Hybris Platinum, Adobe Business, Intershop Premium, SAP ARIBA sowie SAP Concur Customer Implementation Partner. Mit rund 1.000 Beratern in 9 Ländern baut KPS durch richtungweisende 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	1,66	1,54	1,47	1,40
EV/EBITDA	10,05	13,26	10,03	9,23
EV/EBIT	10,72	16,00	11,45	10,39
KGV	13,04	26,27	16,87	15,11
KBV		3,55		

Finanztermine

29.07.2019: Q3 Report 2018 /2019

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

06.03.2019: RS / 13,20 / KAUFEN

14.08.2018: RS / 12,50 / KAUFEN

20.02.2018: RS / 16,60 / KAUFEN

28.08.2017: RS / 18,00 / KAUFEN

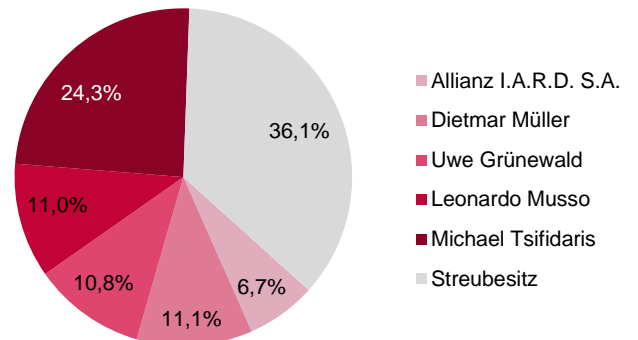
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

UNTERNEHMEN

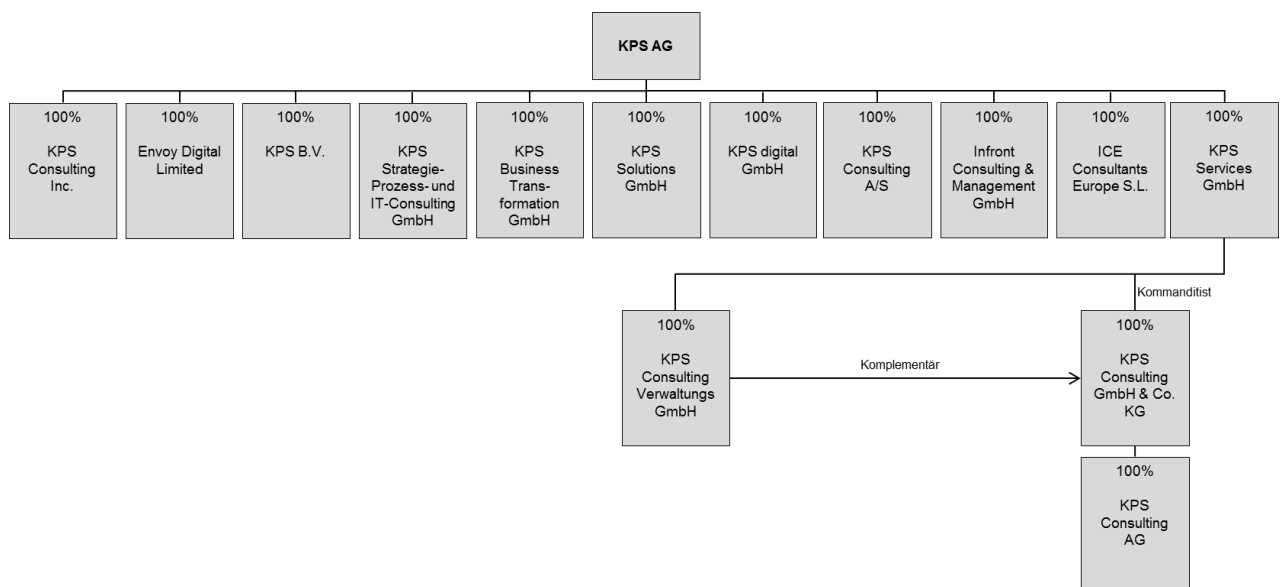
Aktionärsstruktur

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

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2018/19

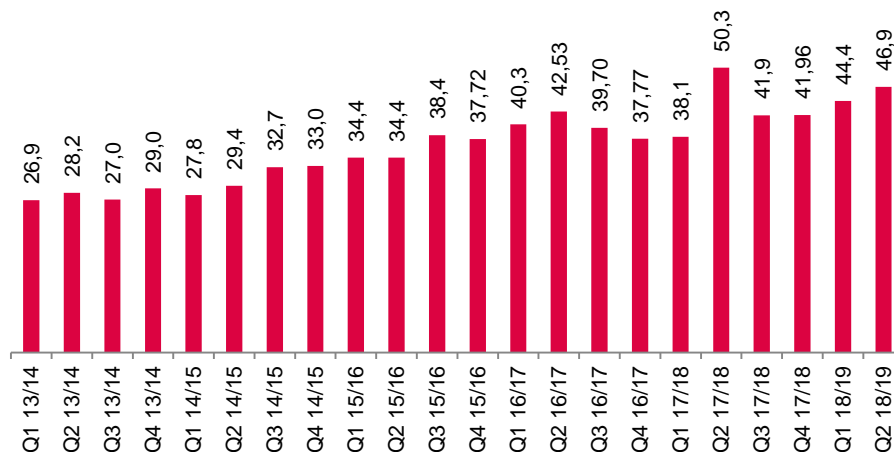
in Mio. €	HJ 2016/17	HJ 2017/18	HJ 2018/19
Umsatzerlöse	82,83	88,37	91,29
EBITDA	13,11	9,37	13,23
<i>EBITDA-Marge</i>	15,8%	10,6%	14,5%
EBIT	12,49	7,51	11,49
<i>EBIT-Marge</i>	15,1%	8,5%	12,6%
Jahresüberschuss	10,30	5,48	7,40
EPS in €	0,28	0,15	0,20

Quelle: KPS, GBC

Umsatzentwicklung

Die erste Hälfte des Geschäftsjahres 2018/19 der KPS AG entwickelte sich sehr gut und lag insgesamt im Rahmen unserer Erwartungen. Die Umsatzerlöse erhöhten sich um 3,3% auf 91,28 Mio. € (VJ: 88,39 Mio. €), wobei im Vorjahr ein größerer Software-Deal im Segment Produkte und Lizenzen deutlich die Umsatzerlöse erhöhte, ohne im gleichen Maße die Marge zu steigern, da es sich primär um den reinen Weiterverkauf von Software handelte. Laut dem Management läge das Umsatzwachstum bereinigt um diesen Effekt bei rund 13%.

Umsatzentwicklung nach Quartalen



Quelle: KPS, GBC

Hintergrund des Umsatzwachstums war die Gewinnung weiterer Transformationsprojekte von Bestands- und Neukunden. Unter anderem konnte ein neuer Großkunde im skandinavischen Raum gewonnen werden. Ein wichtiger Faktor für die Gewinnung dieses Kunden dürfte die Präsenz von KPS in Dänemark sein. So wurde in 2016 das dänische Beratungshaus Saphira Consulting (heute: KPS Consulting A/S) übernommen, welches in der KPS Gruppe von der Unternehmensgröße und der internationalen Aufstellung profitieren sollte, um für Großaufträge attraktiver zu werden. Ein gleiches Phänomen ist laut dem Management auch bei der Personalgewinnung aufgetreten. So fällt es den übernommenen Unternehmen nun leichter qualifiziertes Personal zu gewinnen, da ein großes internationales Unternehmen in der Regel als attraktiverer Arbeitgeber wahrgenommen wird.

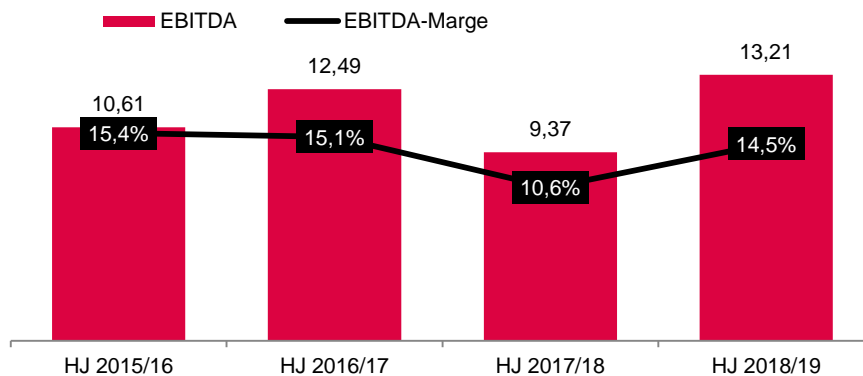
Gleichzeitig stellt sich das Unternehmen kundenseitig deutlich breiter auf. Während vor zwei Jahren noch rund 80% des Umsatzes durch etwa 15 Kunden erzielt wurden, hat sich die Kundenbasis für 80% der Umsatzerlöse auf etwa 35 erhöht. Somit konnte das Klumpenrisiko deutlich reduziert werden. Parallel hierzu ist auch die Umsatzverteilung

deutlich internationalisiert worden. Weiterhin wurde die starke Kompetenz aus den Bereichen Logistik und Handel sukzessive auf weitere Branchen übertragen, um so das Kundenspektrum zu erweitern.

Ergebnisentwicklung

Das EBITDA erhöhte sich um 41,3% auf 13,23 Mio. € (VJ: 9,37 Mio. €). Die überproportionale Ergebnisverbesserung ließ die EBITDA-Marge auf 14,5% ansteigen (VJ: 10,6%), wobei das erste Halbjahr 2017/18 insbesondere durch Anlaufkosten zahlreicher Beratungsprojekte belastet war. Somit nähert sich das Unternehmen wieder der traditionell hohen EBITDA-Marge von über 15% an. Das Ergebnis hätte noch besser ausfallen können, jedoch wurden Rückstellungen im Rahmen von Earn-Out Zahlungen für die übernommenen Tochtergesellschaften gebildet. Durch die sehr gute Entwicklung der Tochtergesellschaften könnte es zu erfolgsbedingt höheren Earn-Out-Zahlungen an die ehemaligen Eigentümer kommen.

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



Quelle: KPS, GBC

Weiterhin wird die Kostenoptimierungsstrategie im Personalbereich weiter erfolgreich umgesetzt. So sollen zunehmend eigene Mitarbeiter Aufgaben übernehmen und es soll sukzessive weniger auf externe Leistungen zurückgegriffen werden. Dadurch reduzierten sich die Materialaufwendungen um 15% auf 32,24 Mio. € (VJ: 38,00 Mio. €), wobei hierfür auch ein Rückgang von Softwareanschaffungen in Höhe von 5,6 Mio. € verantwortlich war.

Gleichsam werden vermehrt Mitarbeiter eingestellt, um den wachsenden Projektbedarf abdecken zu können. Der Personalaufwand erhöhte sich um 9,4% auf 33,76 Mio. € (VJ: 30,85 Mio. €). Der regionale Fokus wird hier insbesondere auf Spanien gelegt, da hier die durchschnittlichen Personalkosten geringer ausfallen. Zudem profitieren die Tochtergesellschaften durch die KPS-Übernahme, da diese Unternehmen unter dem Dach der international aufgestellten KPS als attraktiver wahrgenommen werden und somit leichter Mitarbeiter gewinnen können. Insgesamt wurden in Spanien 16 weitere Mitarbeiter eingestellt und 7 weitere in England. Somit scheint sich die Strategie sich aktuell sehr erfolgreich umsetzen zu lassen und wir erwarten, dass sich zukünftig hieraus weitere Margenverbesserungen ergeben sollten.

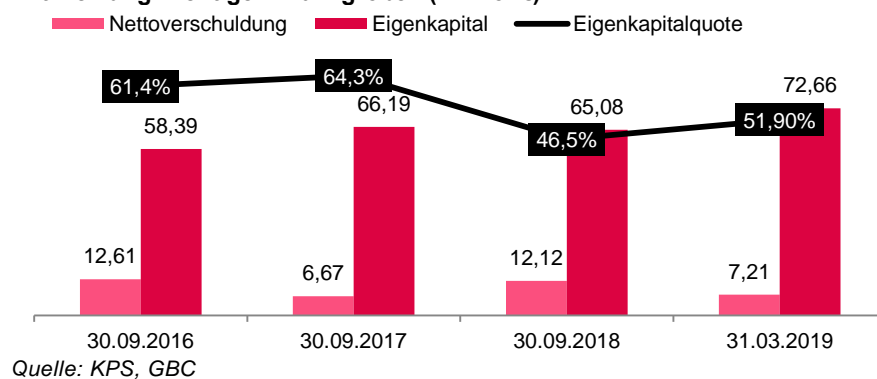
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	30.09.2017	31.03.2018	30.09.2018	31.03.2019
Eigenkapital	66,19	60,56	65,08	72,66
EK-Quote (in %)	64,3%	39,4%	46,5%	51,9%
Operatives Anlagevermögen	43,28	82,72	79,76	79,80
Working Capital	12,26	15,63	7,51	11,62
Net Debt	-6,67	25,32	12,12	7,21
Cashflow (Operativer)	16,79	0,82	17,85	9,41
Cashflow (Investitionen)	-12,39	-21,57	-24,88	-4,34
Cashflow (Finanzierung)	-12,34	-13,12	2,79	-0,16

Quelle: KPS, GBC

Die KPS ist weiterhin bilanziell äußerst solide aufgestellt und zum 31.03.2019 wurde das Eigenkapital um 11,6% auf 72,66 Mio. € (30.09.2018: 65,08 Mio. €) gesteigert. Jedoch wird das Eigenkapital zum Geschäftsjahresende in der Regel durch die Dividendenzahlung reduziert. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich im gleichen Zeitraum von 46,5% (30.09.2018) auf 51,9% (31.03.2019). Damit liegt die Eigenkapitalquote unter den Werten der letzten Jahre, da die Unternehmenskäufe größtenteils durch Fremdkapital finanziert wurden.

Entwicklung wichtiger Bilanzgrößen (in Mio. €)



Insgesamt lagen die langfristigen Schulden mit 28,53 Mio. € auf Vorjahresniveau (30.09.2018: 27,96 Mio. €). Zudem wurde bereits begonnen, die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten zurückzuführen. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten reduzierten sich um 17,2% auf 38,78 Mio. € (30.09.2018: 46,83 Mio. €), wovon insbesondere die Finanzschulden von 8,80 Mio. € (30.09.2018) auf 4,8 Mio. € (31.03.2019) reduziert wurden.

Die Strategie der hohen Tilgungen hatte die KPS AG bereits in der Vergangenheit stets konsequent durchgeführt und konnte so auch die Zinsaufwendungen auf einem Minimum halten. Aufgrund des hohen operativen Cashflows gehen wir davon aus, dass mittelfristig die zinstragenden Verbindlichkeiten komplett zurückgeführt werden.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e
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

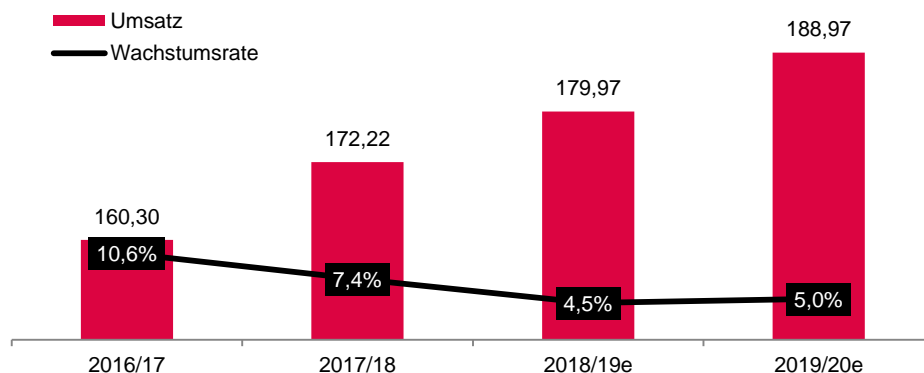
Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Auf Basis der Umsatzerlöse und Ergebnisse zum ersten Halbjahr 2018/19 bestätigen wir unsere Prognose. Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2018/19 Umsatzerlöse in Höhe von 179,97 Mio. €, bzw. 188,97 Mio. € für das Jahr 2019/20. Mit unserer Prognose liegen wir im Rahmen der Guidance von 170,0 bis 180,0 Mio. € Umsatzerlösen und einem EBITDA zwischen 22,0 und 27,0 Mio. €.

Durch die rückläufigen Umsatzerlöse eines Großkunden rechnet das Unternehmen im laufenden Geschäftsjahr mit einem moderaten Wachstum, welches unter der zweistelligen Wachstumsdynamik der Vorjahre liegt. Unseres Erachtens sollte das Unternehmen mittelfristig wieder auf den dynamischen Wachstumspfad zurückkehren, jedoch erwarten wir, dass die Effekte von dem Großkunden auch noch in 2019/20 im Umsatz sichtbar sein werden.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC

Als mittel- und langfristigen Wachstumstreiber sehen wir insbesondere die Internationalisierungsstrategie sowie die verbesserte Adressierung von Kunden durch die akquirierten Unternehmen. So könnten weitere Großprojekte im skandinavischen Raum oder auch verstärkt Projekte in Großbritannien über die Envoy Digital gewonnen werden. Aktuell geht das Management nicht davon aus, dass der mögliche Brexit sich negativ auf die Unternehmensentwicklung auswirkt. So sollten auch bei einem harten Brexit digitale Transformationsprojekte nicht bzw. sehr wenig betroffen werden.

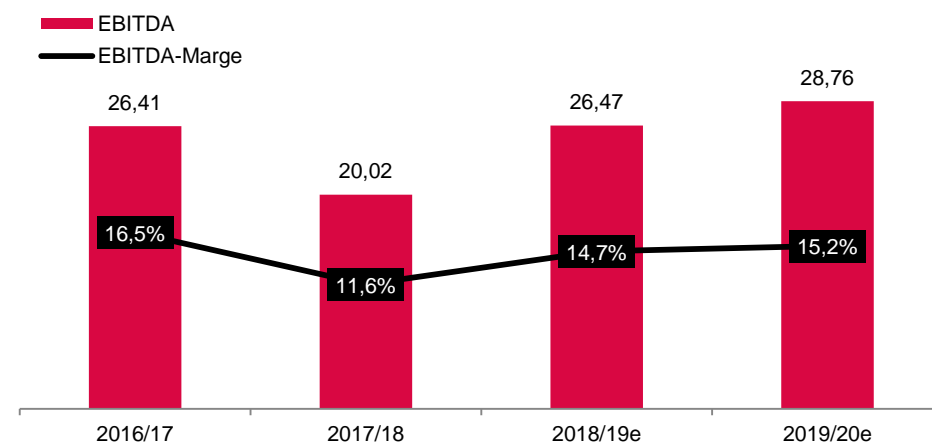
Insgesamt konnte das Unternehmen sich durch die Übernahmen international gut positionieren und wir erwarten, dass sich langfristig wieder eine deutlich höhere Wachstumsdynamik abzeichnen wird.

Ergebnisprognosen

Im Rahmen der Umsatzsteigerung gehen wir von einer überproportionalen Ergebnisverbesserung aus. Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr ein EBITDA in Höhe von 26,47 Mio. € und liegen damit innerhalb der Guidance von 22,0 bis 27,0 Mio. €. Im Rahmen der Halbjahreszahlen (1. HJ. 2018/19 EBITDA: 13,23 Mio. €) sehen wir uns in unserer Prognose am oberen Ende der Guidance bestätigt. Für das Folgejahr 2019/20 gehen wir von einer weiteren überproportionalen Steigerung auf 28,76 Mio. € aus. Dies würde einer Margenverbesserung von 14,7% (2018/19) auf 15,2% (2019/20) entsprechen.

Ein Grund für die Margenverbesserung ist auch der geringer werdende Effekt des rückläufigen Umsatzes mit dem Großkunden. Dies hat insbesondere Auswirkungen auf das Geschäftsjahr 2017/18 mit sukzessive geringen Effekten für 2018/19 und 2019/20.

Erwartete Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: GBC

Unseres Erachtens sollte das Unternehmen mittelfristig wieder die historisch hohe Profitabilität erreichen und eine EBITDA-Marge von mindestens 15% erreichen. Der Grund hierfür ist insbesondere die Umstellung von externen Leistungen auf eigene Mitarbeiter sowie der vermehrte Einsatz von Mitarbeitern aus Ländern mit einem geringen Lohnniveau.

Darüber hinaus sollte über eine zunehmende interne Digitalisierung ein weiteres Margenpotenzial gehoben werden können. Gleichsam setzt das Unternehmen zum Teil auch auf eine Industrialisierung des Beratungsansatzes. So könnte das Design Center in Dortmund dazu beitragen, wichtige Standardlösungen mitzuentwickeln, welche skalierbar vertrieben werden könnten.

Somit erwarten wir insgesamt eine sukzessive Margenverbesserung und sehen das Unternehmen sehr gut in einem attraktiven Markt positioniert.

Wir bestätigen unsere Prognose und vergeben weiterhin das Rating Kaufen mit einem Kursziel in Höhe von 13,20 € je Aktie.

BEWERTUNG

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: 1,00%).

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 1,41 (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: 13,20 €).

DCF-Modell

KPS AG - Discounted cash flow (DCF) model scenario

Value driver of the DCF - model according to estimate phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Sales growth	11,0%	Eternal growth rate	2,0%
EBITDA-Margin	17,0%	Eternal EBITA - margin	17,0%
Depreciation to fixed assets	6,6%	Eternal effective tax rate	30,0%
Working Capital to sales	8,3%		

Three phases - Model:

phase in €m	estimate		consistency						final Terminal Value
	FY 19e	FY 20e	FY 21e	FY 22e	FY 23e	FY 24e	FY 25e	FY 26e	
Sales	179,97	188,97	209,72	232,75	258,30	286,67	318,14	353,07	
Sales change	4,5%	5,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	2,0%
Sales to fixed assets	2,27	2,30	2,62	2,99	3,42	3,90	4,43	5,04	
EBITDA	26,47	28,76	35,65	39,57	43,91	48,73	54,08	60,02	
EBITDA-margin	14,7%	15,2%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
EBITA	23,17	25,56	30,23	34,29	38,78	43,74	49,23	55,29	
EBITA-Margin	12,9%	13,5%	14,4%	14,7%	15,0%	15,3%	15,5%	15,7%	17,0%
Taxes on EBITA	-6,95	-7,67	-9,07	-10,29	-11,63	-13,12	-14,77	-16,59	
Taxes to EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	16,22	17,89	21,16	24,00	27,15	30,62	34,46	38,70	
Return on capital	18,6%	20,5%	23,4%	24,6%	28,0%	31,6%	35,4%	39,4%	43,2%
Working Capital (WC)	7,85	8,24	17,41	19,32	21,44	23,79	26,41	29,31	
WC to sales	4,4%	4,4%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	
Investment in WC	-0,34	-0,39	-9,17	-1,91	-2,12	-2,35	-2,61	-2,90	
Operating fixed assets (OAV)	79,25	82,12	80,00	77,72	75,59	73,60	71,74	70,01	
Depreciation on OAV	-3,30	-3,20	-5,42	-5,28	-5,13	-4,99	-4,86	-4,73	
Depreciation to OAV	4,2%	3,9%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	
Investment in OAV	-2,79	-6,07	-3,30	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Capital employed	87,10	90,35	97,40	97,03	97,03	97,39	98,15	99,31	
EBITDA	26,47	28,76	35,65	39,57	43,91	48,73	54,08	60,02	
Taxes on EBITA	-6,95	-7,67	-9,07	-10,29	-11,63	-13,12	-14,77	-16,59	
Total investment	-6,36	-9,69	-15,70	-8,14	-8,35	-7,08	-5,61	-5,90	
Investment in OAV	-2,79	-6,07	-3,30	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investment in WC	-0,34	-0,39	-9,17	-1,91	-2,12	-2,35	-2,61	-2,90	
Investment in Goodwill	-3,23	-3,23	-3,23	-3,23	-3,23	-1,72	0,00	0,00	
Free cash flows	13,16	11,40	10,88	21,14	23,92	28,53	33,70	37,54	672,31

Value operating business (due date)	506,70	536,24
Net present value explicit free cash flows	116,42	114,43
Net present value of terminal value	390,28	421,81
Net debt	13,33	16,17
Value of equity	493,37	520,08
Minority interests	0,00	0,00
Value of share capital	493,37	520,08
Outstanding shares in m	37,37	37,37
Fair value per share in €	13,20	13,92

Cost of Capital:

Riskfree rate	1,0%
Market risk premium	5,5%
Beta	1,41
Cost of Equity	8,8%
Target weight	90,0%
Cost of Debt	2,5%
Target weight	10,0%
Taxshield	28,7%
WACC	8,1%

Return on Capital	WACC				
	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%
42,2%	15,77	14,23	12,95	11,87	10,96
42,7%	15,94	14,37	13,08	11,99	11,06
43,2%	16,10	14,51	13,20	12,10	11,17
43,7%	16,26	14,66	13,33	12,21	11,27
44,2%	16,42	14,80	13,46	12,33	11,37

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,6a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem 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 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:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

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

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



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