

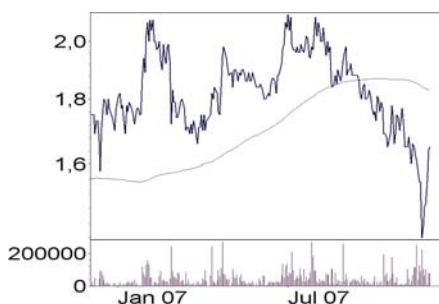
Akt. Kurs (04.12.07, 17:36, Xetra): 1,70 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **2,45 (2,45) EUR**

**Branche:** Büroausstattung  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0007495004  
**Reuters:** TWNG.DE  
**Bloomberg:** TWN

## Kurzbeschreibung

Das Kerngeschäft der TA Triumph-Adler AG umfasst den Vertrieb und Service von digitalisierten Systemen zum Drucken, Kopieren, Faxen und Archivieren. In Deutschland ist TA mit 60 Standorten flächendeckend vertreten und damit als herstellerunabhängiges Unternehmen marktführend in seinem Segment.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	2,14 €	1,27 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	1,70 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	55.381.257	
<b>Streubesitz:</b>	70,1%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	94,1 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

## Anlagekriterien

### Umsatz nach neun Monaten leicht über Plan

Vor kurzem hat TA die Zahlen für die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres bekannt gegeben. Der Umsatz stieg demnach um 12,6 Prozent auf 307,5 (Vj. 273,1) Mio. Euro. Das EBIT hat sich in diesem Zeitraum von 11,2 auf 15,9 Mio. Euro um 42,9 Prozent verbessert, wobei die operative Marge (ohne Pensionsaufwand) von 5,9 Prozent auf 6,7 Prozent zulegte. Hierbei ist zu beachten, dass der außerordentliche Aufwand von 2,1 Mio. Euro für die neue Finanzierung bereits berücksichtigt ist. Ohne diesen Einmaleffekt hätte das EBIT bei 18,0 Mio. Euro und die Marge bei 7,4 Prozent gelegen.

Analog kletterte auch der Cashflow von 12,4 auf 16,8 Mio. Euro. Das Periodenergebnis verbesserte sich operativ erheblich von 0,6 auf 4,8 Mio. Euro. Zusätzlich zum darin enthaltenen „normalen“ Steueraufwand von 3,2 Mio. Euro kam es im Konzern wie im Vorfeld bereits kommuniziert aufgrund der beschlossenen Unternehmenssteuerreform zu einer Wertberichtigung auf die latenten Steuern von 35,8 Mio. Euro, so dass sich insgesamt ein Nettoergebnis von minus 31,0 Mio. Euro ergab.

## Kennzahlen

	2005	2006	2007e	2008e
<b>Umsatz</b>	336,7	378,2	415,0	445,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	11,7	17,5	22,5	29,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	-3,1	2,1	-28,4	13,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	neg.	0,05	neg.	0,25
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	neg.	34,0	neg.	6,8
<b>Div.rendite</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Dass TA im dritten Quartal für sich allein betrachtet beim Wachstum nicht an die Zuwachsraten des ersten Halbjahrs anknüpfen konnte, lag an der Einführung der neuen Generation von Farbgeräten im Vorjahresquartal. So stieg der Umsatz in der dritten Periode „nur“ um 3 Prozent auf 101,9 (Vj. 98,9) Mio. Euro. Während das Segment Distribution das EBIT von minus 0,3 auf plus 0,3 Mio. Euro drehte, sank es im Direktvertrieb von 5,2 auf 3,7 Mio. Euro. Sehr erfreulich entwickelte sich der Bestand an liquiden Mitteln, der in den letzten drei Monaten um knapp 10 Mio. Euro auf 27,4 Mio. Euro zulegte.

### Bestätigung unserer Prognosen für das Geschäftsjahr 2007

Mit den gemeldeten Neunmonatszahlen bewegte sich TA im Rahmen unserer Erwartungen. Auch die Gesellschaft hat anlässlich der Präsentation der Zahlen noch einmal das Ziel eines Umsatzes von mindestens 400 Mio. Euro sowie eines Ergebnisses vor Steuern im knapp zweistelligen Millionenbereich bekräftigt. Unter Beachtung des normalerweise starken vierten Quartals behalten wir unsere Umsatzschätzung von 415 Mio. Euro für das Gesamtjahr unverändert bei, auch wenn das Wachstum analog zur dritten Periode geringer ausfallen dürfte.

Da sich die neue Finanzierung ab dem vierten Quartal mit einer monatlichen Verbesserung des Zinsaufwands von 0,5 Mio. Euro voll niederschlägt, sehen wir TA mit Blick auf unsere Schätzung von 11,5 Mio. Euro beim Ergebnis vor Steuern sehr komfortabel auf Kurs, nehmen aber auch hier vorsichtshalber zunächst keine Veränderungen vor. Auch beim EBIT behalten wir unsere Prognose nach dem bisherigen Geschäftsverlauf weiter bei, nachdem wir zum

## Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 0

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

[t.renner@gsc-research.de](mailto:t.renner@gsc-research.de)

Halbjahr durch die Umbuchung eines Großteils der Kosten für die Kapitalmaßnahmen in die sonstigen betrieblichen Aufwendungen eine Reduktion vorgenommen hatten.

### **Veränderung in der Bilanzstruktur**

Wie von uns schon angekündigt, führten die Effekte der neuen Finanzierung und die Wertberichtigungen auf latente Steuern zu deutlichen Veränderungen in der Bilanz. Gegenüber dem Jahresende 2006 verringerte sich die Bilanzsumme von 440,9 auf 411,4 Mio. Euro. Durch die Wertberichtigung wies TA zum 30. September noch 129,8 (zuvor 167,6) Mio. Euro an latenten Steuern aus. Nach Kapitalherabsetzung und anschließender Kapitalerhöhung beläuft sich das gezeichnete Kapital auf 80,3 Mio. Euro; durch den noch ausgewiesenen Bilanzverlust liegt das Eigenkapital im Konzern vor Minderheiten bei 45,7 Mio. Euro. Trotz der vorzunehmenden Abschreibungen konnte die Eigenkapitalquote damit bei 11,3 Prozent relativ konstant gehalten werden.

Im Zuge der Ablösung der Finanzierung wurden sowohl der Konsortialkredit als auch die sehr teuren Mezzanine-Darlehen vollständig getilgt. Dies führte zu einem Abbau der langfristigen Verbindlichkeiten von 68,0 auf 43,6 Mio. Euro seit Jahresende. Die gesamten Finanzschulden von 50,8 Mio. Euro enthalten jetzt den neuen Konsortialkredit mit einem Volumen von 25 Mio. Euro und Schuldscheindarlehen im Umfang von rund 10 Mio. Euro. Ferner erhielt TA 15 Mio. Euro aus dem Sale-and-Lease-Back der Marke UTAX. Dank der somit verbesserten Kapitalstruktur wird der Finanzierungsaufwand zukünftig jährlich um gut 5 Mio. Euro niedriger liegen.

### **Ausblick**

Durch die im dritten Quartal vorgenommene Abschreibung auf die aktiven latenten Steuern wird das Nettoergebnis von TA im Gesamtjahr 2007 deutlich negativ ausfallen. Da im Einzelabschluss die latenten Steuern auf Verlustvorträge nicht aktiviert sind, hat die Reform keine Auswirkungen auf den AG-Abschluss. Wir haben diesen bilanziellen Sondereffekt in unsere Schätzung für das laufende Geschäftsjahr mit eingerechnet. Auf unser Bewertungsmodell hat diese nicht cashwirksame Abschreibung keine Auswirkungen.

Bereinigt um diesen Sondereffekt rechnen wir mit einem Nettogewinn von 7,6 Mio. Euro bzw. 0,14 Euro je Aktie auf Basis der durch die Kapitalerhöhung gestiegenen Aktienzahl. Für 2008 erwarten wir einschließlich kleiner Übernahmen einen Umsatzanstieg um gut 7 Prozent auf 445 Mio. Euro und einen Zuwachs des EBIT auf 29,8 Mio. Euro. Insbesondere aufgrund des deutlich verbesserten Finanzergebnisses gehen wir beim Jahresüberschuss von einem Anstieg auf 13,8 Mio. Euro aus.

### **Bewertung**

Bei der Bewertung stützen wir uns auf eine Peer Group aus Unternehmen aus dem Bereich Büroausstattung (Böwe Systec, Canon, Konica, Lexmark, Ricoh und Xerox). Damit wollen wir die Positionierung von TA im Markt für Kopier- und Bürosysteme mathematisch abbilden.

In Anbetracht der zunehmenden Normalisierung und Konkretisierung des Geschäftsverlaufes haben wir das Übergangsjahr 2007 als Vergleichsmaßstab aus der Berechnung herausgenommen und stützen unsere Kalkulation auf das TA-Ergebnis für 2008 und das damit korrespondierende Durchschnitts-

KGV der Peer Group in Höhe von 11,6. Auf dieser Basis ergibt sich bezogen auf den von uns für das kommende Jahr geschätzten Gewinn je TA-Aktie und eines 15-prozentigen Abschlags aufgrund der deutlich geringeren Größe von TA gegenüber den meisten Unternehmen der Peer Group ein erstes Zwischenergebnis von 2,46 Euro.

Unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 8,03%, Ausgangs-Cash-Flow 9,4 Mio. Euro, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,2 wegen der Turnaround-Situation) führt zu einem Ergebnis von 2,57 Euro. Als Durchschnitt des Wertes aus der Peer-Group- und DCF-Bewertung ergibt sich als fairer Wert für die TA-Aktie aktuell 2,51 Euro.

Unter Würdigung gewisser Prognoseunsicherheiten in Anbetracht der Umstrukturierungsstory belassen wir dennoch das Kursziel unverändert bei der bisherigen Marke von 2,45 Euro.

### **Fazit**

Nach den erstmals wieder schwarzen Zahlen für das Geschäftsjahr 2006 hat die TA Triumph-Adler AG auch mit dem für die ersten neun Monate 2007 vorgelegten Zwischenbericht überzeugt. Mit der zwischenzeitlich umgesetzten Kapitalerhöhung ist die tiefgreifende Restrukturierung nun unseres Erachtens erfolgreich abgeschlossen. Durch die Ablösung hochverzinslicher Mezzanine-Darlehen und weitere operative Fortschritte wird sich das Ergebnis nach unserer Überzeugung im kommenden Jahr weiter verbessern.

Die vorgenommene Abwertung der latenten Steuern im dritten Quartal hat bei einigen Anlegern im Vorfeld des Q3-Berichts offenbar Verunsicherung ausgelöst, obwohl diese Abwertung schon seit langem kommuniziert wurde, was in Verbindung mit dem Ausstieg eines größeren Investors und dem schlechten Marktumfeld den zwischenzeitlichen Kurseinbruch bis auf 1,27 Euro im Intraday-Tief erklärt. Inzwischen hat sich der Kursverlauf aber wieder normalisiert, die Aktie notiert bereits wieder annähernd auf dem Niveau unseres letzten Research-Updates.

Auch auf diesem Level ist die TA-Aktie aber mit einem geschätzten KGV von 6,8 auf Basis des kommenden Jahres weiterhin sehr moderat bewertet. Wir bekräftigen daher unsere Kaufempfehlung mit einem unveränderten Kursziel von 2,45 Euro.

## **Aktionärsstruktur**

Kyocera Mita	29,9%
Streubesitz	70,1%

## **Termine**

30.03.2008	Veröffentlichung Geschäftsbericht 2007
14.05.2008	Veröffentlichung Bericht über das 1. Quartal 2008
05.06.2008	Hauptversammlung 2008
13.08.2008	Veröffentlichung Halbjahresbericht 2008
12.11.2008	Veröffentlichung Neun-Monats-Bericht 2008

## **Kontaktadresse**

TA Triumph-Adler AG  
Südwestpark 23  
D-90449 Nürnberg

Internet: <http://www.triumph-adler.de>

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Dr. Joachim Fleing / Uschie Wühr

Tel.: + 49 (0) 911 / 6898 - 499

Fax: + 49 (0) 911 / 6898 - 204

Email: [ir@ta.ag](mailto:ir@ta.ag)

## Disclosures

### Haftungsausschluss / Disclaimer

Jedes Investment in Aktien ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann im schlimmsten Fall bis zum Totalausfall führen. Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung der Autoren wider. Der guten Ordnung halber wird darauf hingewiesen, dass sich diese ohne vorherige Information ändern kann. Weder die Autoren noch die GSC Research GmbH haften für Verluste und Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Daten und Informationen stammen aus Quellen, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit der im Rahmen der Studie seitens der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilte Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Der interessierte Anleger wird hiermit nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt sowie den Vertrieb von Research zum Gegenstand haben, sind anzuwenden und vom Lieferanten wie auch vom Empfänger in jedweder Hinsicht zu beachten und einzuhalten. Mit der Entgegennahme des vorliegenden Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die zuvor aufgeführten Regelungen für Sie bindend sind.

### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
17.08.2007	1,81 Euro	Kaufen	2,45 €
30.05.2007	1,84 Euro	Kaufen	2,56 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.07):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	62,3%	78,9%
Halten	28,3%	15,8%
Verkaufen	9,4%	5,3%

### Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
TA Triumph-Adler AG	1, 4

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe [www.gsc-ag.de](http://www.gsc-ag.de)), halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.