



## Researchstudie (Anno)

# KPS

**Die Erfolgsgeschichte im deutschen Beratungsmarkt  
- Aktie steht vor einer fundamentalen Neubewertung**

**Kursziel: 2,60 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

KPS AG \*5

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 2,60**

aktueller Kurs: 1,95  
18.2.2013 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A1A6V48

WKN: A1A6V4

Börsenkürzel: KSC

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 32,422

Marketcap<sup>3</sup>: 63,06  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 60,41  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 19,5 %

Transparenzlevel:  
General Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 30.9

Designated Sponsor:  
VEM Aktienbank AG

**Analysten:**

Philipp Leipold  
[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

Felix Gode  
[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

**Unternehmensprofil**

Branche: Dienstleistungen

Fokus: Transformationsberatung,  
Prozessoptimierung

Mitarbeiter: 153 Stand: 30.9.2012

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Dietmar Müller



KPS Consulting ist ein auf die Bereiche Business Transformation und Prozessoptimierung spezialisiertes Beratungsunternehmen und zählt zu den hierfür führenden Häusern in Deutschland. Die Schwerpunkte liegen in der Strategie- und Prozessberatung sowie der Optimierung von Geschäftsprozessen mit Fokus im Handel und in der Konsumgüterindustrie sowie Produktion, Financial Services und Communication Solutions. Gleichzeitig liefert KPS die System-Implementierung ganzheitlich für alle Prozesse im Finance / Controlling, Wholesale, Retail, Manufacturing, Supply Chain Management, Service und Enterprise Performance Management. Dieses Alleinstellungsmerkmal verbunden mit einer bahnbrechenden Methodik, der KPS Rapid-Transformation Methodology, macht KPS Consulting zum führenden Transformationsberater. Die Zentrale der KPS Consulting befindet sich in München mit weiteren Standorten in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Im Rahmen internationaler Kundenprojekte EMEA (Europe, Middle-East und Africa), Amerika und Asien ist die KPS AG weltweit präsent.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	30.9.2011	30.9.2012	30.9.2013e	30.9.2014e
Umsatz	50,18	61,94	72,00	82,00
EBITDA	5,97	7,37	9,65	10,74
EBIT	5,81	6,91	8,90	10,04
Jahresüberschuss	4,67	8,29	6,84	7,66

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,14	0,26	0,21	0,24
Dividende je Aktie	0,09	0,11	0,13	0,14

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,23	0,98	0,84	0,74
EV/EBITDA	10,36	8,19	6,26	5,62
EV/EBIT	10,65	8,75	6,79	6,02
KGV	13,51	7,61	9,22	8,24
KBV		5,48		

**Finanztermine:**

**Datum: Ereignis**  
22.03.2013: Hauptversammlung  
29.05.2013: Veröffentlichung HJ-Bericht  
20.08.2013: Veröffentlichung 9M-Bericht

**\*\*letztes Research von GBC:**

**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**  
5.11.2012: RG / 1,80 / KAUFEN  
20.6.2012: RS / 1,80 / KAUFEN  
14.2.2012: RG / 1,80 / KAUFEN  
10.2.2012: RS / 1,80 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;  
\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	3
Kundenkreis (Auszug).....	3
Geschäftsentwicklung GJ 2011/12.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	7
SWOT-Analyse KPS AG.....	8
Prognose und Modellannahmen.....	9
Umsatzprognosen.....	9
Ergebnisprognosen.....	10

## Bewertung

Discounted Cashflow-Bewertung.....	11
Modellannahmen.....	11
Bestimmung der Kapitalkosten.....	11
Bewertungsergebnis.....	11
Discounted Cashflow-Modell.....	12

## Fazit

13

## Anhang

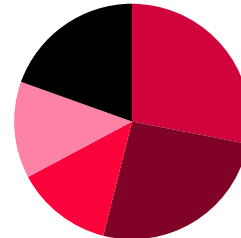
Disclaimer und Haftungsausschluss .....	14
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	15

## Unternehmen

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Michael Tsifidaris	28,05 %
Dietmar Müller	25,87 %
Uwe Grünwald	13,28 %
Leonardo Musso	13,28 %
Streubesitz	19,52 %

Aktionärsstruktur



■ Michael Tsifidaris ■ Dietmar Müller ■ Uwe Grünwald  
■ Leonardo Musso ■ Streubesitz

Quelle: KPS, GBC

### Kundenkreis

Zum Kundenstamm der KPS AG gehört eine Reihe von renommierten Konzernen. Dabei liegt der Fokus auf den Branchen Handel und Konsumgüterindustrie. Im Nachfolgenden werden einige ausgewählte Referenzen aufgeführt:

Dansk Supermarked



TeliaSonera



s.Oliver



## Geschäftsentwicklung GJ 2011/12

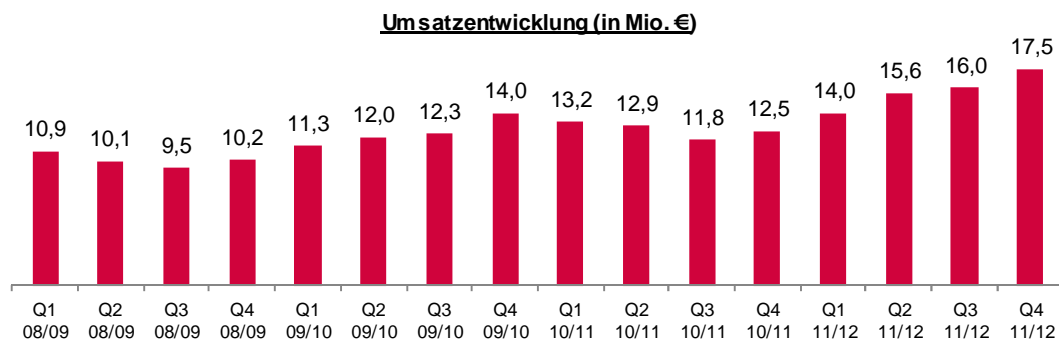
in Mio. €	GJ 2010/11	Δ 2011/2012	GJ 2011/12
Umsatzerlöse	50,18	+ 23,4 %	61,94
EBITDA	5,97	+23,6 %	7,37
EBITDA-Marge	11,9 %	unv.	11,9 %
EBIT	5,81	+18,9 %	6,91
EBIT-Marge	11,6 %	-0,4 Pp.	11,2 %
Jahresüberschuss	4,67	+77,5 %	8,29
EPS in €	0,14		0,26

Quelle: KPS, GBC

### Umsatzentwicklung - Dynamisches Wachstum von über 23 %

Das Managementberatungshaus KPS AG kann auf ein herausragendes Geschäftsjahr 2011/12 zurückblicken, welches gleichermaßen von einem hohen organischen Wachstum sowie einer deutlichen Verbesserung der Ertragslage geprägt war. Das dynamische Umsatzwachstum ist dabei sowohl auf den Ausbau der bestehenden Kundenbeziehungen als auch auf die Gewinnung einer Reihe von Neukunden zurückzuführen. Mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von fast 15 % in den vergangenen Jahren 5 Jahren ist die KPS AG eine der absoluten Erfolgsgeschichten in der deutschen Beratungsbranche. Diese eindrucksvolle Entwicklung ist für uns ein klarer Beleg, für die Managementqualitäten und die Beratungskompetenz des Unternehmens.

Die Umsatzerlöse auf Konzernebene konnten im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011/12 sehr dynamisch um 23,4 % auf 61,94 Mio. € (VJ: 50,18 Mio. €) gesteigert werden. Damit konnte die KPS AG erneut deutlich schneller wachsen als der Markt und zudem unsere Prognose signifikant übertreffen (GBC: 58,00 Mio. €). Dies ist für uns ein klarer Beleg für die hervorragende und führende Marktpositionierung von KPS in den Bereichen Transformationsberatung und Prozessoptimierung. Dank der eigenen Rapid-Transformation-Methode sowie dem Fokus auf bestimmte Branchen (Handel und Konsumgüter) genießt KPS einen exzellenten Ruf im europäischen Beratungsmarkt. Die beeindruckende Unternehmens- und Umsatzentwicklung lässt sich anschaulich an der nachstehenden Grafik aufzeigen.



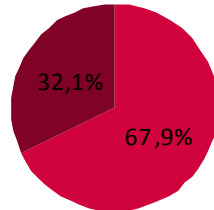
Quelle: KPS, GBC

Vor allem in der zweiten Jahreshälfte 2011/12 konnten sich die Quartalsumsätze auf einem deutlich höheren Niveau etablieren. Die Auslastungsquote der Beratungsmannschaft lag im Gesamtjahr 2011/12 mit über 90 % weiterhin bei einem sehr guten Wert und somit auch deutlich oberhalb des Branchendurchschnitts.

Nachdem das Unternehmen bereits im Geschäftsjahr 2010/11 die Umsatzschwelle von 50 Mio. € übertreffen konnte, ist die Wahrnehmung am Markt von KPS nochmals deutlich gestiegen. Hiervon sollte die KPS AG nach unserer Einschätzung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011/12 profitiert haben, so dass die Beratungsdienstleistungen zunehmend auch von Großkonzernen nachgefragt wurden. Dies hatte ein höheres durchschnittliches Projektvolumen zur Folge.

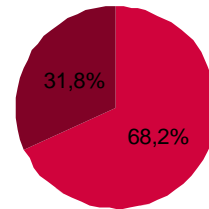
Erhebliche Fortschritte konnte die KPS AG in 2011/12 auch bei der voranschreitenden Internationalisierung verzeichnen. Die wichtigsten ausländischen Märkte waren hierbei Skandinavien, mit einem Umsatzbeitrag von 16,17 Mio. € (Anteil: 26 %) und die Schweiz, mit einem Umsatz von 2,23 Mio. € (Anteil: 3,7 %). Bei Deutschland handelt es sich mit einem Umsatzanteil von knapp 70 % unverändert um den Kernmarkt von KPS.

Regionale Umsatzverteilung in 2010/11



■ Inland ■ Ausland

Regionale Umsatzverteilung in 2011/12



■ Inland ■ Ausland

Quelle: KPS, GBC

Der mit Abstand größte Geschäftsbereich im abgelaufenen Geschäftsbereich 2011/12 war mit einem Umsatzanteil von 93,3 % (VJ: 92,2 %) weiterhin die „Transformationsberatung“. Innerhalb der Transformationsberatung erzielte die KPS AG den überwiegenden Teil der Umsätze mit Kunden aus den Branchen Konsumgüter, Handel und Industrie.

### Ergebnisentwicklung - Deutliche Ergebnisverbesserung; Dividende von 0,11 €

Das operative Ergebnis im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011/12 wurde nicht durch einmalige Sondereffekte positiv beeinflusst. Dies zeigt sich auch bei einem Blick auf die sonstigen betrieblichen Erträge. Diese lagen in 2011/12 bei lediglich 0,38 Mio. € gegenüber 0,48 Mio. € im vergleichbaren Vorjahreszeitraum.

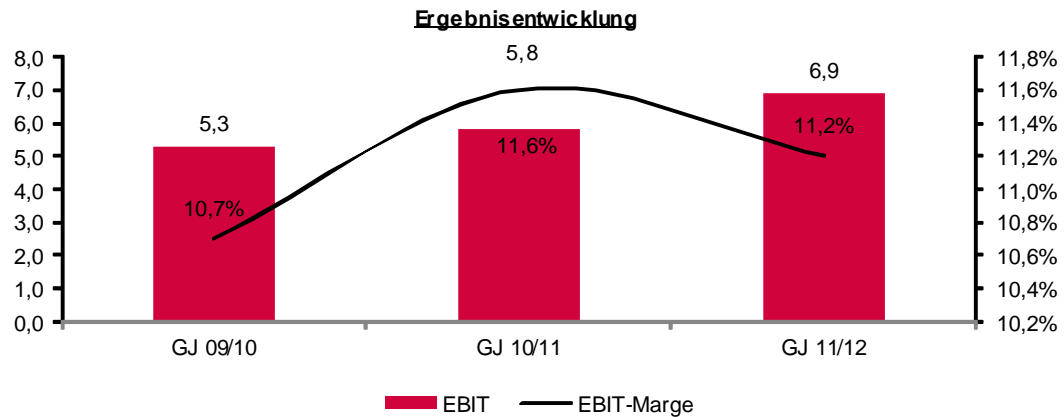
Bei dem Materialaufwand handelte es sich, wie bereits im Vorjahr, um den größten Aufwandsposten der KPS AG. Die Materialaufwendungen beliefen sich in 2011/12 auf 27,97 Mio. € (VJ: 24,64 Mio. €). Hintergrund ist hier, dass die KPS AG traditionell auf einen langjährigen und festen Pool von freien Mitarbeitern zurückgreift. Die Beratungsmannschaft umfasst derzeit mehr als 350 Berater, wovon rund 200 Berater als Freelancer für KPS tätig sind. Die Qualität der Beratungsmannschaft zeigt sich auch daran, dass nach Unternehmensangaben die durchschnittliche Projekterfahrung bei mehr als 12 Jahren liegt und das durchschnittliche Alter bei knapp 40 Jahren liegt. Dies sind im Branchenvergleich sehr gute Werte.

Der deutliche Umsatzanstieg wurde begleitet von einer Aufstockung der Mitarbeiteranzahl. Die Mitarbeiteranzahl erhöhte sich auf 153 Mitarbeiter, nach 112 im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Diese Neueinstellungen spiegeln sich auch in den Personalaufwendungen wider, welche um 36,9 % auf 19,30 Mio. € (VJ: 14,10 Mio. €) angestiegen sind. Die Neueinstellungen erfolgten ausschließlich zur Verstärkung der Beratungsmannschaft. Der Verwaltungsbereich zeichnet sich durch eine sehr schlanke Kostenstruktur aus.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen wurden in 2011/12 durch Rückzahlungsansprüche aus einer zurückliegenden Kundeninsolvenz belastet. Hier sollten nach unserer Einschätzungen einmalige Sonderaufwendungen von mehr als 1 Mio. € angefallen sein.

Die Abschreibungen erhöhten sich in 2011/12 deutlich auf 0,47 Mio. € (VJ: 0,16 Mio. €). Dies ist im Zusammenhang mit dem Erwerb eines Software-Pakets im Rahmen eines Asset-Deals zu erklären. Der Kaufpreis für die Software-Lösungen lag nach unserer Schätzung bei knapp 3 Mio. € und führte zu einer entsprechenden Erhöhung der immateriellen Vermögensgegenstände.

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011/12 deutlich verbessert werden und belief sich auf 6,91 Mio. €, nach 5,81 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Ohne die einmaligen Aufwendungen im Zusammenhang mit einer zurückliegenden Kundeninsolvenz sowie den Anlaufverlusten der neu gegründeten KPS Software Factory wäre das operative nochmals deutlich besser ausgefallen. In der KPS Software Factory sind die erworbenen Software-Tools gebündelt.



Quelle: KPS, GBC

Das Finanzergebnis belief sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011/12 auf -0,46 Mio. € (VJ: -0,46 Mio. €). Das Finanzergebnis setzt sich dabei aus Zinsen für in Anspruch genommene Kreditlinien sowie aus strittigen Steuernachzahlungen eines Tochterunternehmens in Höhe von 0,10 Mio. € zusammen.

Der tatsächliche Steueraufwand lag bei 0,92 Mio. € (VJ: 0,68 Mio. €), was aufgrund der Mindestbesteuerung einer effektiven Steuerquote von rund 14 % entspricht. Dank der Aktivierung von Verlustvorträgen wies die KPS AG in 2011/12 einen positiven Steuerertrag von rund 2,6 Mio. € aus. Die Aktivierung von Verlustvorträgen war aufgrund der hervorragenden operativen Aussichten für die kommenden Jahre, in Verbindung mit den reichlich vorhandenen Verlustvorträgen, geboten. Hier ist es wichtig zu erwähnen, dass die KPS AG noch über Verlustvorträge für Körperschafts- und Gewerbesteuern von jeweils über 90 Mio. € verfügt.

Der Jahresüberschuss betrug im Berichtszeitraum 2011/12 8,29 Mio. €, gegenüber 4,67 Mio. € im Vorjahr. Die Minderheitenanteile beliefen sich auf -0,14 Mio. € und sind auf den Anfangsverlust der KPS Software Factory (KPS-Anteil: 80,0 %) zurückzuführen. Im Jahresverlauf nutzte die Gesellschaft den niedrigen Aktienkurs, um weitere eigene Anteile über die Börse zurückzukaufen. Zum Stichtag 30.9.2012 hielt die KPS AG 0,37 Mio. eigene Aktien. Insgesamt errechnet sich ein Gewinn je Aktie von 0,26 € (VJ: 0,14 €).

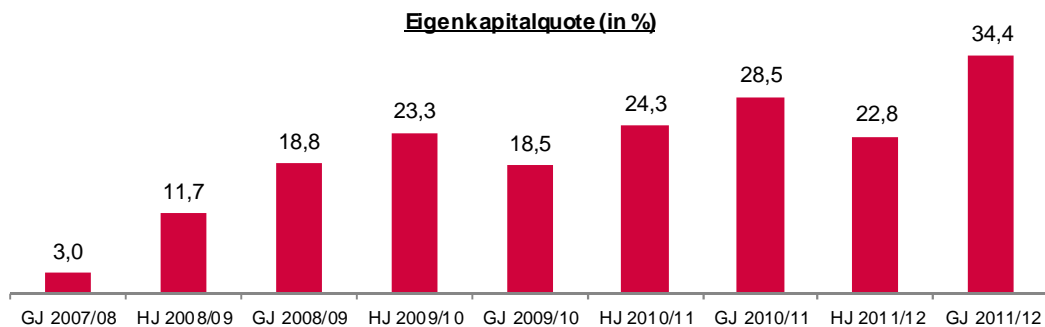
Im Zuge der hervorragenden Jahreszahlen hat der Vorstand zudem angekündigt, die Dividende um 2 Cent auf 0,11 € zu erhöhen. Die Hauptversammlung findet am 22. März 2013 in München statt.

## Bilanzielle Lage - Erhebliche Verbesserung der Bilanzrelationen

in Mio. €	GJ 2009/10	GJ 2010/11	GJ 2011/12
Eigenkapital	4,26	6,37	11,50
EK-Quote	18,5 %	28,5 %	34,4 %
Operatives Anlagevermögen	10,10	10,11	12,74
-davon Immaterielle Vermögenswerte	10,03	9,93	12,48
Net Working Capital	-6,16	-4,96	-3,89
Nettoverschuldung	-0,44	-1,21	-2,65

Quelle: KPS, GBC

Die bilanziellen Relationen haben sich einhergehend mit der hervorragenden operativen Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011/12 nochmals deutlich verbessert. Zum 30.9.2012 erhöhte sich das Eigenkapital signifikant auf 11,50 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 34,4 % entspricht. Die relativ niedrige Eigenkapitalquote in den vergangenen Jahren war nach unserer Einschätzung einer der wenigen Schwachpunkte der KPS AG. Inzwischen verfügt die Gesellschaft hier über einen soliden und branchenadäquaten Wert.



Quelle: KPS, GBC

Der deutliche Anstieg des Eigenkapitals ist neben der sehr guten operativen Ergebnisse auch auf die Aktivierung von Teilen der noch reichlich vorhandenen Verlustvorträgen zurückzuführen. Per Ende September 2012 wurden latente Steuern von 5,11 Mio. € (VJ: 2,50 Mio. €) aktiviert. Da KPS noch über Verlustvorträge für Körperschaft- und Gewerbesteuer von jeweils über 90 Mio. € verfügt, bestehen zudem noch hohe stille Reserven, die nicht in der Bilanz berücksichtigt sind. Eine schrittweise Nachaktivierung von Verlustvorträgen in den kommenden Jahren erscheint aus unserer Sicht daher sehr wahrscheinlich.

Die Erhöhung der immateriellen Vermögensgegenstände um rund 2,5 Mio. € erklärt sich ausschließlich durch den Erwerb eines Software-Portfolios im Rahmen eines Asset-Deals. Die erworbenen Software-Produkte dienen der Optimierung der KPS Rapid-Transformation Methode und sind in der neu gegründeten Tochtergesellschaft KPS Software Factory gebündelt. Die getätigten Investitionen werden in den kommenden Jahren höhere Abschreibungen zur Folge haben.

Auf der Passivseite war ein deutlicher Anstieg der sonstigen Verbindlichkeiten zu beobachten (30.9.2012: 3,34 Mio. € vs. 30.9.2011: 1,78 Mio. €). Dieser Anstieg steht im Zusammenhang mit Rückzahlungsansprüchen aus einer Kundeninsolvenz.



## SWOT - ANALYSE KPS AG

### Stärken

- Hoher Auftragsbestand sorgt für hohe Auslastung der Beratungsmannschaft sowie für eine gute Planbarkeit der Umsätze
- Hervorragende Marktpositionierung und namhafte Referenzen in den Branchen Handel, Fashion und Konsumgüterindustrie
- Flexible Kostenstruktur aufgrund eines hohen Anteils an freien Mitarbeitern
- Gutes Netzwerk und langjährige Zusammenarbeit mit bewährten Freelancern
- USP durch Rapid Transformation Methode
- Margensituation des Konzerns und die erzielbaren Tagessätze zeugen von strategischer Relevanz der Projekte bei den Kunden
- Steuerlich nutzbare Verlustvorträge führen zu einer moderaten Steuerbelastung in den kommenden Jahren
- Hohe Dividendenrendite
- Solide Bilanzrelationen

### Schwächen

- Geringer Streubesitz führt noch zu einem geringen Handelsvolumen in der Aktie
- Goodwill von 10,2 Mio. € stellt einen wesentlichen Teil des Vermögens auf der Aktivseite dar
- Produktgeschäft und damit die wiederkehrenden Umsätze haben noch eine überschaubare Größenordnung

### Chancen

- Verstärkte Internationalisierung eröffnet Umsatzpotentiale
- Erschließung neuer Branchen könnte zu einer Umsatzausweitung führen
- Ausbau des Produktgeschäfts kann zu steigenden Lizenzerlösen und wiederkehrenden Erlösen führen
- Zunehmende Unternehmensgröße eröffnet die Möglichkeit von Skaleneffekten
- Weitere positive Konjunktorentwicklung sollte Branchenumfeld weiter beleben

### Risiken

- Ausbleiben von Neukundengewinnung könnte sich negativ auf den Umsatz auswirken
- Bestandskunden könnten Verträge nicht verlängern
- Konjunkturelles Risiko, da Beratungs- und IT-Ausgaben eng mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung verbunden sind
- Führende Mitarbeiter könnten das Unternehmen verlassen und dadurch Kunden verloren gehen

## Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2011/12	GJ 2012/13e (alt)	GJ 2012/13e (neu)	GJ 2013/14e (neu)
Umsatzerlöse	61,94	62,00	72,00	82,00
EBITDA (Marge)	7,37 (11,9 %)	7,68 (12,4 %)	9,65 (13,4 %)	10,74 (13,1 %)
EBIT (Marge)	6,91 (11,2 %)	6,98 (11,3 %)	8,90 (12,4 %)	10,04 (12,2 %)
Jahresüberschuss	8,28	5,67	6,84	7,66
EPS	0,24	0,17	0,21	0,24

Berechnungen: GBC

### Umsatzprognosen - Aufwärtstrend wird sich in 2012/13 fortsetzen

Wir sind der festen Überzeugung, dass sich die Erfolgsgeschichte KPS in Zukunft fortsetzen wird und das der eingeschlagene Wachstumskurs in den kommenden Jahren nachhaltig beibehalten wird.

Infolge der nun veröffentlichten hervorragenden Jahreszahlen sowie der ausgezeichneten Marktstellung haben wir unsere Schätzungen für die beiden Geschäftsjahre 2012/13 und 2013/14 deutlich angehoben. Wir erwarten jetzt ein Umsatzwachstum für das laufende Geschäftsjahr 2012/13 um 16,2 % auf dann 72,00 Mio. € (bisher: 62,00 Mio. €) bzw. 82,00 Mio. € für 2013/14. Unsere Umsatzschätzung sehen wir als konservativ an. Die CAGR von KPS lag in den vergangenen 5 Jahren bei 15 % und damit weit über dem vergleichbaren Marktwachstum.

KPS konnte im ersten Quartal 2012/13 nahtlos an die gute operative Entwicklung der letzten Quartale anknüpfen. Die Umsätze stiegen dynamisch um 32,2 % auf 18,4 Mio. € im Vergleich zu 13,9 Mio. € im Vorjahresquartal. Auch das EBIT verbesserte sich deutlich auf 2,2 Mio. € (VJ: 1,8 Mio. €). Damit befindet sich die KPS auf einem sehr guten Wege unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2012/13 zu erreichen.

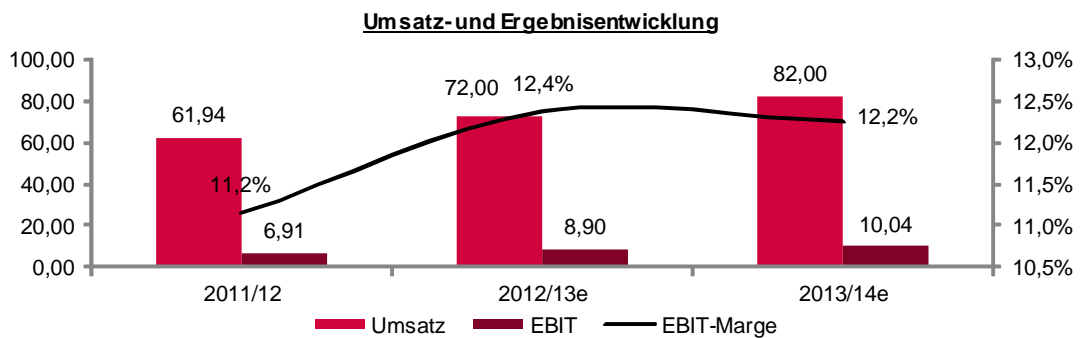
Des Weiteren verfügte die Gesellschaft zu Beginn des laufenden Geschäftsjahres nach eigenen Angaben über einen komfortablen Auftragsbestand und über eine gut gefüllte Projektpipeline. Damit sehen wir hinsichtlich der Umsätze eine gute Visibilität für die kommenden Quartale gegeben. Die Auslastungsquote der Beratungsmannschaft sollte folglich mit über 90 % weiterhin auf einem branchenüberdurchschnittlichen Niveau liegen. Wichtige Bestandteile der Unternehmensstrategie sind zum einen die Erschließung neuer Fokusbranchen und zum anderen der schrittweise Ausbau des Produktgeschäfts.

Unserer Ansicht nach hat sich die KPS AG infolge einer Vielzahl erfolgreicher Referenzprojekte sowohl auf Kundenseite, als auch in der Branche, einen guten Ruf erarbeitet und sich als eines der führenden Beratungshäuser im Bereich der Unternehmenstransformation etabliert. Dank der eigenen KPS Rapid-Transformation Methodik können Themen wie Strategieentwicklung, Prozessdesign und Implementierung innerhalb von Projekten weitestgehend vereint und parallelisiert werden. Dies resultiert oftmals in deutlich kürzeren Projektlaufzeiten und damit auch in Kosteneinsparungen bei den Kunden.

Durch einen Asset Deal in 2011/12 konnte die KPS AG ihr Lösungsportfolio ausbauen. Dabei handelt es sich um die beiden Softwaretools System Scan und KPS Connector. Die beiden Check-Up-Tools liefern mittels einer umfassenden Systemanalyse Informationen über verwendete Funktionen sowie zugrunde gelegte Prozesse und deren Nutzung. Durch die damit gewonnene Systemtransparenz erhalten die KPS-Kunden Einblicke in ihre komplexen Systemlandschaften. Durch den Einsatz dieser Werkzeuge lassen sich bei den Kunden erhebliche Optimierungspotentiale realisieren. Diese Tools kommen dabei sowohl bei SAP-Neueinführen, als auch bei bestehenden SAP-Landschaften zum Einsatz. Ab der zweiten Jahreshälfte erwarten wir hier deutlich steigende Umsatzerlöse bei der Tochtergesellschaft KPS Software Factory. Dies sollte einhergehen mit anziehenden Lizenzerlösen.

### Ergebnisprognosen - Weitere Ergebnisverbesserungen in den Folgejahren erwartet

Der deutliche Umsatzanstieg im laufenden Geschäftsjahr 2012/13 sollte von einer weiteren Verbesserung der Ertragslage begleitet werden. Für das laufende Geschäftsjahr 2012/13 rechnen wir mit einem Anstieg beim EBIT um rund 2 Mio. € auf 8,90 Mio. €. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 12,4 %. Die Abschreibungen sollten aufgrund des Erwerbs des Produktportfolios mit 0,75 Mio. € gegenüber dem Vorjahr leicht ansteigend verlaufen und zudem deutlich über den Investitionen liegen.



Quelle: GBC

Mögliche positive Erträge aus der Auflösung von Steuerrückstellungen haben wir in unseren Prognosen aus konservativen Gesichtspunkten nicht berücksichtigt. Hier wurde in 2010/11 ein Betrag von über 2 Mio. € für Risiken im Zusammenhang mit der steuerlichen Anerkennung von Sanierungsgewinnen zurückgestellt.

Aufgrund der hohen Verlustvorträge unterliegt KPS lediglich der Mindestbesteuerung. Dieser Tatsache haben wir mit einer konservativ angenommenen Konzernsteuerquote von 20,0 % Rechnung getragen. Ausgehend von diesen Annahmen errechnet sich für das laufende Geschäftsjahr 2012/13 ein Gewinn je Aktie (EPS) von 0,21 €. Für das kommende Geschäftsjahr 2013/14 sollte das EPS dann auf 0,24 € ansteigen.

Des Weiteren sollte die nachhaltige und kontinuierliche Dividendenpolitik fortgesetzt werden. Nachdem die Dividende in den vergangenen drei Geschäftsjahren jeweils erhöht wurde (2009/10: 0,06 €, 2010/11: 0,09 €, 2011/12: 0,11 €), gehen wir auch für 2012/13 von einer leichten Erhöhung der Dividende auf 0,13 € aus.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die KPS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012/13 und 2013/14 in Phase 1, erfolgt von 2014/15 bis 2019/20 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir unter konservativen Gesichtspunkten Steigerungen beim Umsatz von 3,0 % angenommen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 13,10 % (12,40 %) unterstellt. Die Steuerquote haben wir aufgrund der reichlich vorhandenen Verlustvorträge konservativ mit 25,00% berücksichtigt. Zudem haben wir die aktivierten latenten Steuern in Höhe von 5,11 Mio. € als Financial Asset 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 % sowie eine Steuerquote von 30,00 %.

#### 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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

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 1,54.

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 10,5 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,5 %.

#### Bewertungsergebnis

**Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,5 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012/13 entspricht als Kursziel 2,60 € (bisher: 1,80 €). Damit haben wir das bisherige Kursziel infolge der hervorragenden Geschäftsentwicklung und den nach oben korrigierten Prognosen deutlich erhöht.**

**Ausgehend vom aktuellen Kursniveau ergibt sich somit ein deutliches Kurspotential von rund 40 % für die KPS-Aktie. Die Aktie ist vor dem Hintergrund der Ertragsperspektiven klar unterbewertet.**

## KPS AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	13,1%	ewige EBITA - Marge	12,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	5,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,6%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	Endwert
Umsatz (US)	72,00	82,00	84,42	86,91	89,47	92,11	94,83	97,63	
US Veränderung	16,2%	13,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,58	6,46	6,70	6,88	7,08	7,29	7,50	7,72	
EBITDA	9,65	10,74	11,02	11,34	11,68	12,02	12,38	12,74	
EBITDA-Marge	13,4%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	
EBITA	8,90	10,04	10,31	10,64	10,97	11,32	11,67	12,04	
EBITA-Marge	12,4%	12,2%	12,2%	12,2%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,78	-2,23	-2,58	-2,66	-2,74	-2,83	-2,92	-3,01	
zu EBITA	20,0%	22,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	7,12	7,81	7,73	7,98	8,23	8,49	8,75	9,03	
Kapitalrendite	80,4%	60,5%	50,9%	46,1%	47,0%	48,1%	49,2%	50,3%	47,2%
Working Capital (WC)	0,00	2,50	4,73	4,87	5,01	5,16	5,31	5,47	
WC zu Umsatz	0,0%	3,0%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	
Investitionen in WC	-3,89	-2,50	-2,23	-0,14	-0,14	-0,15	-0,15	-0,16	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	12,90	12,70	12,60	12,64	12,64	12,64	12,64	12,64	
AFA auf OAV	-0,75	-0,70	-0,71	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	
AFA zu OAV	5,8%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	
Investitionen in OAV	-0,91	-0,50	-0,61	-0,74	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	
Investiertes Kapital	12,90	15,20	17,33	17,51	17,65	17,80	17,95	18,11	
EBITDA	9,65	10,74	11,02	11,34	11,68	12,02	12,38	12,74	
Steuern auf EBITA	-1,78	-2,23	-2,58	-2,66	-2,74	-2,83	-2,92	-3,01	
Investitionen gesamt	-4,80	-3,00	-2,83	-0,88	-0,85	-0,85	-0,85	-0,86	
Investitionen in OAV	-0,91	-0,50	-0,61	-0,74	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	
Investitionen in WC	-3,89	-2,50	-2,23	-0,14	-0,14	-0,15	-0,15	-0,16	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,07	5,51	5,61	7,80	8,09	8,34	8,60	8,87	96,36
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	82,95	86,13							
Barwert expliziter FCFs	35,00	33,16							
Barwert des Continuing Value	47,95	52,97							
Nettoschulden (Net debt)	-1,62	-2,70							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	84,56	88,83							
Fremde Gewinnanteile	0,12	0,13							
Wert des Aktienkapitals	84,68	88,96							
Ausstehende Aktien in Mio.	32,535	32,535							
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,60	2,73							

Kapitalkostenermittlung :	
risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	10,5%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	34,2%
<b>WACC</b>	<b>10,5%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
43,2%	2,75	2,60	2,47	2,36	2,26
45,2%	2,83	2,67	2,54	2,42	2,31
47,2%	2,91	2,75	<b>2,60</b>	2,48	2,37
49,2%	2,99	2,82	2,67	2,54	2,42
51,2%	3,07	2,89	2,73	2,60	2,48

## Fazit

### Wachstumskurs setzt sich in Folgejahren fort, Neubewertung der Aktie gerechtfertigt

Das Beratungshaus KPS AG kann auf ein herausragendes Geschäftsjahr 2011/12 zurückblicken. Als eines der führenden Unternehmen im Bereich der Transformationsberatung konnte KPS den Wachstumskurs der vergangenen Jahre in 2011/12 fortsetzen und sogar nochmals beschleunigen. Das Wachstum belief sich in 2011/12 auf mehr als 23 %. Damit konnte KPS deutlich schneller wachsen als die Branche. Diese Entwicklung ist unserer Ansicht nach ein eindeutiger Beleg für die ausgezeichnete Positionierung im Beratungsmarkt sowie die Beratungskompetenz von KPS. Zugleich konnte das EBIT deutlich auf knapp 7 Mio. € verbessert werden.

Die KPS AG ist unserer Meinung nach ein absolutes Qualitätsunternehmen im deutschen Mittelstand und hat sich zu einem wahren Dividendenwert entwickelt. Die Dividende konnte in den vergangenen drei Jahren kontinuierlich gesteigert werden. Trotz der hohen ausgeschütteten Dividenden gelang es dem Unternehmen parallel dazu, die Bilanzrelationen schrittweise zu verbessern. Mittlerweile liegt die Eigenkapitalquote bei soliden 34 % gegenüber rund 18 % zum Ende des Geschäftsjahres 2009/10. Neben den hervorragenden operativen Ergebnissen sind hierfür auch die hohen Verlustvorträge verantwortlich, die sich positiv auf den freien Cashflow ausgewirkt haben.

Wir sind fest überzeugt, dass sich die Erfolgsgeschichte von KPS auch in Zukunft fortsetzen wird. Für das laufende Geschäftsjahr 2012/13 rechnen wir mit einem weiteren Umsatzwachstum um 16,2 % auf dann 72,00 Mio. €. Damit wird der eindrucksvolle Wachstumskurs beibehalten. Unsere Prognosen werden durch das sehr gute erste Quartal 2012/13 sowie den komfortablen Auftragsbestand gestützt. Bei einem erwarteten 2012/13er EPS von 0,21 € ist außerdem von einer weiteren Dividendenanhebung auszugehen. Wir rechnen hier mit einer Dividende von 0,13 €, was einer Dividendenrendite von fast 7 % entspricht.

**Infolge der ausgezeichneten Jahreszahlen sowie den deutlich nach oben korrigierten Umsatz- und Ergebnisschätzungen für die beiden kommenden Geschäftsjahre haben wir unser Kursziel signifikant nach oben angepasst. Das Kursziel für die Aktie der KPS AG sehen wir jetzt bei 2,60 € (bisher: 1,80 €). Eine fundamentale Neubewertung der Aktie erachten wir als absolut gerechtfertigt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs errechnet sich ein Kurspotential von rund 40 %. Damit bekräftigen wir unsere Kaufempfehlung für die Aktie der KPS AG.**

## Anhang

### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

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

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

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

*Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:*

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

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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



### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

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

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

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

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

### **§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

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

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

### **2 (IV) Informationsbasis:**

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

### **§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**



**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

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

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

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

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

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



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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