



Researchstudie (Anno)

KPS AG



Internationalisierung wird erfolgreich fortgesetzt

-

Margen durch Earn-Outs leicht unter Druck

Kursziel: 13,00 € (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 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“

KPS AG*5a;7;11

Rating: Kaufen
Kursziel: 13,00 €
(bisher: 13,20 €)

Aktueller Kurs: 5,64
26.03.2020 / ETR 16:29
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1A6V48
WKN: A1A6V4
Börsenkürzel: KSC

Aktienanzahl³: 37,37
Marketcap³: 210,77
Enterprise Value³: 218,50
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

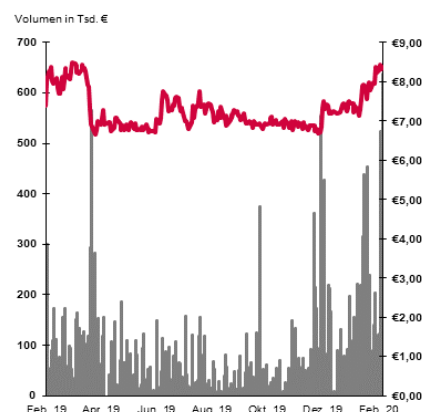
Fokus: Transformationsberatung, Prozessoptimierung

Mitarbeiter: 618 Stand: 30.09.2019

Gründung: 2000

Firmensitz: Unterföhring

Vorstand: Leonardo Musso



KPS der europaweit führende Transformationsberater für innovative, digitale Prozesse sowie Technologien-Implementierung. KPS liefert von der Strategieberatung über branchenspezifische Prozessketten bis zur Implementierung modernster Technologien alles aus einer Hand. Das KPS-Team berät Unternehmen End-to-End und integriert Warenwirtschaft, B2B und B2C E-Commerce mit Marketing- & Sales-Prozessen. Besonders in einer digitalen Welt mit dem Kunden im Fokus ist die Fähigkeit, Projekte schnell umsetzen zu können, ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil. Die KPS Rapid-Transformation® Methode beschleunigt Projekte bis zu 50% und die Erfahrung und Branchenkenntnis der KPS-Berater sichern den Erfolg jeder Projektinitiative. Mit rund 1.100 Beratern in 9 Ländern baut KPS durch richtungsweisende Projekte im digitalen und technologischen Wandel seine Marktposition global kontinuierlich aus.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	30.09.2018	30.09.2019	30.09.2020e	30.09.2021e
Umsatz	172,22	180,66	181,84	190,93
EBITDA	20,02	22,55	24,02	25,51
EBIT	16,59	18,80	20,52	22,31
Jahresüberschuss	9,83	12,19	13,37	14,67

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,26	0,33	0,36	0,39
Dividende je Aktie	0,35	0,35	0,37	0,38

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,27	1,21	1,20	1,14
EV/EBITDA	10,91	9,69	9,10	8,56
EV/EBIT	13,17	11,62	10,65	9,79
KGV	21,44	17,29	15,77	14,37
KBV		2,90		

Finanztermine

29.05.2020: Report des 1. HJ 19/20
24.07.2020: Report 3. Quartal 19/20

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
30.07.2019: RS / 13,20 / KAUFEN
05.06.2019: RS / 13,20 / KAUFEN
06.03.2019: RS / 13,20 / KAUFEN
14.08.2018: RS / 12,50 / KAUFEN
25.06.2018: RS / 12,50 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018/19 steigerte die KPS AG den Umsatz um 4,9% auf 180,66 Mio. € (VJ: 172,22 Mio. €). Während die Umsatzerlöse mit dem größten Kunden rückläufig waren, konnte dieser Effekt durch Neugeschäfte mit Bestands- und Neukunden überkompensiert werden. Insbesondere die getätigten Akquisitionen haben sich als sehr erfolgreich herausgestellt und so stieg der Anteil der Umsätze außerhalb Deutschlands von 42,9 Mio. € um 79,5% auf 77,0 Mio. € an. Hier zeigt sich die gute Umsetzung der Internationalisierungsstrategie.
- Gleichzeitig wurde eine überproportionale Ergebnisverbesserung erzielt und das EBITDA stieg um 12,6% auf 22,55 Mio. € (VJ: 20,02 Mio. €) an. Die sehr gute operative Entwicklung der getätigten Akquisitionen wirkte sich durch vereinbarte Earn-Out-Verpflichtungen aber ergebnisminimierend aus. So beliefen sich die Earn-Outs auf 4,8 Mio. €. Bereinigt um diesen Effekt lag das EBITDA bei 27,31 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 15,1% entspricht. Somit wären die hohen Margen aus der Vergangenheit wieder nahezu erreicht.
- Bilanziell ist das Unternehmen weiterhin hervorragend aufgestellt, mit einer Eigenkapitalquote von 45,2% (30.09.2018: 46,5%) und einer Nettoverschuldung von 7,72 Mio. € (30.09.2018: 12,12 Mio. €).
- Auch das erste Quartal 2019/20 entwickelte sich im Rahmen der Erwartungen und die KPS zeigt eine stabile Entwicklung auf. Der Umsatz erhöhte sich um 0,7% auf 44,7 Mio. € (VJ: 44,4 Mio. €) und das EBITDA um 10,4% auf 5,9 Mio. € (VJ: 6,6 Mio. €), was einer EBITDA-Margenreduktion von 14,9% (Q1 18/19) auf 13,2% (Q1 19/20) entspricht. Hintergrund dieser Entwicklung sind vornehmlich die Earn-Out-Verpflichtungen der ICE Consultants.
- Mittelfristig sollte die Dreisäulenstrategie greifen und ein solides Umsatzwachstum erzielt werden. Diese beinhaltet Internationalisierung, Innovation und Industrialisierung. Aktuell gibt es noch rückläufige Umsätze mit dem größten Kunden, was das Umsatzwachstum einschränkt. Daher sieht die Guidance ein konservatives Umsatzwachstum von 0,2% - 5,7% (181 – 191 Mio. €). Die Guidance enthält die Erwartung, dass neben den Bestandsprojekten neue Projekte akquiriert werden können. Im Rahmen der Corona-Krise sehen wir die Gewinnung von neuen Projekten als schwierig an und haben eine konservative Prognose erstellt. Die Prognosen unterliegen jedoch, bedingt durch das Coronavirus, einer hohen Unsicherheit. Wir gehen davon aus, dass die Umsatzerlöse im laufenden Geschäftsjahr 2019/20 auf 181,84 Mio. € ansteigen werden, bzw. 190,93 Mio. € im Geschäftsjahr 2020/21. Weiterhin gehen wir von einer leichten Margenverbesserung aus, speziell durch die Industrialisierung des Beratungsansatzes, den Fokus auf Mitarbeiterakquise in Ländern mit einem geringeren Lohnniveau und den verstärkten Einsatz von eigenen Mitarbeitern anstatt Freelancern. Die Ergebnisguidance sieht ein EBITDA in Höhe von 28 bis 36 Mio. € vor, jedoch sollte es durch die erstmalige Anwendung der Leasingbilanzierung gemäß IFRS 16 zu einem cashneutralen positiven Ergebniseffekt in Höhe von 3,80 Mio. € kommen. Bereinigt um den IFRS-16 Effekt liegt die Guidance bei 24,20 bis 32,20 Mio. €. Wir erwarten eine leichte Ergebnisverbesserung und rechnen im laufenden Geschäftsjahr 2019/20 mit einem EBITDA in Höhe von 24,02 Mio. € und 25,51 Mio. € im Geschäftsjahr 2020/21.
- **Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir unser Kursziel auf 13,00 € (bisher: 13,20 €) reduziert und vergeben unverändert das Rating Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

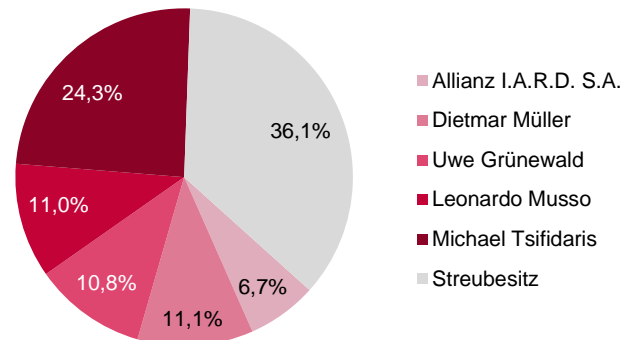
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Wichtige Kunden	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2018/19	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
Geschäftsentwicklung im Q1 2019/20	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

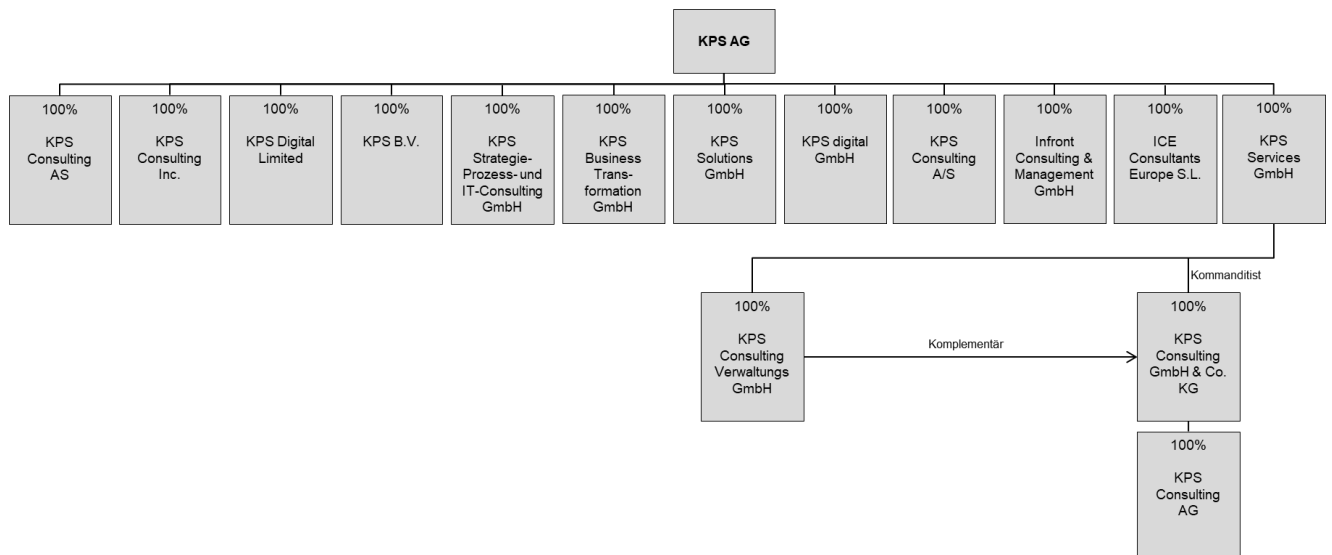
Aktionärsstruktur

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.

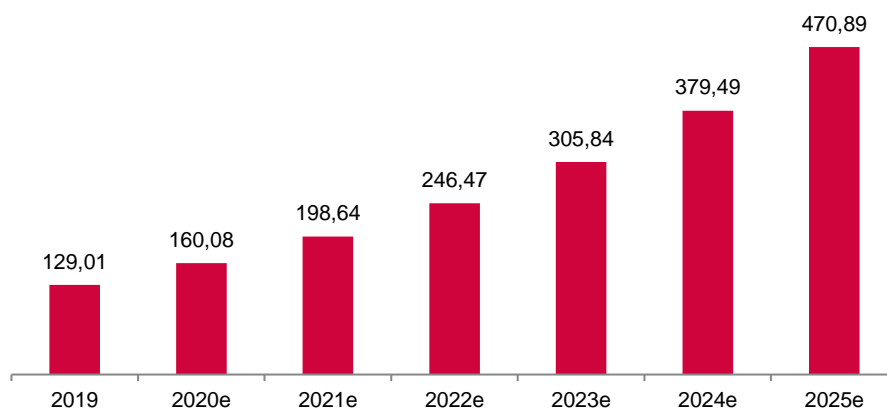


Quelle: KPS AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Der Markt für digitale Transformation befindet sich weiterhin auf einem anhaltend dynamischen Wachstumspfad. Laut Schätzungen von Intrado weist der europäische Markt für digitale Transformation ein Marktpotential von circa 470,89 Mrd. € bis zum Jahr 2025 auf; das entspricht einer jährlichen Durchschnittswachstumsrate in Höhe von 24,0%. Die Branche befindet sich daher in einem aktuellen, sehr attraktiven Marktumfeld. Gemessen am Marktanteil ist der europäische Markt, nach Nordamerika, der zweitgrößte Treiber für den globalen Markt im Bereich der digitalen Transformation. Insbesondere Länder wie Norwegen, Deutschland, Großbritannien und Spanien leisten einen großen Beitrag bei der Implementierung digitaler Technologien auf Unternehmensebene, um mithilfe von beispielsweise Cloud Computing oder künstlicher Intelligenz Geschäfts- und Produktionsprozesse zu optimieren. Hier zeigt sich, dass die KPS in den attraktivsten europäischen Regionen bereits vertreten ist.

Entwicklung der digitalen Transformationsbranche in Europa (in Mrd. €)



Quelle: Intrado, GBC AG

Digitale Transformationssysteme haben in den letzten Jahren immens an Bedeutung gewonnen, da sich hierdurch Geschäftsprozesse weiter optimieren lassen. Es werden vermehrt digitale Technologien eingesetzt, um trotz starker Konkurrenz Wettbewerbsvorteile zu erzielen. Dies ist durch die Verwendung digitaler Technologien möglich, da diese in der Regel eine Effizienzsteigerung der Geschäftsprozesse zur Folge haben. Daher ist ein großer Wachstumstreiber auch die Fertigungsindustrie, welche verstärkt auf KI setzt. In der Regel liegt die Kernkompetenz der Unternehmen nicht bei der Integration beziehungsweise Implementierung der digitalen Technologien, daher wird dieser spezifische Kompetenzbereich zumeist von externen Beratungsunternehmen wie beispielsweise der KPS AG durchgeführt. Das Outsourcing der Integration dieser digitalen Technologien ermöglicht den Unternehmen, sich auf ihre Kernkompetenzen zu fokussieren und parallel durch die externe Expertise prozessoptimierende Maßnahmen einleiten zu können.

Des Weiteren wird erwartet, dass Faktoren wie die zunehmende Verbreitung der 5G-Technologie, die forcierte Erhöhung der Innovationskraft im Bereich der Digitalisierungstechniken und die zunehmende Fokussierung von Unternehmen auf die Optimierung ihrer Geschäftsprozesse, die zukünftigen Wachstumstreiber im Bereich der digitalen Transformation darstellen werden und somit essenzielle Stützen für nachhaltige Wachstumsraten bis ins Jahr 2025 sein sollten.

Auf Basis dieser Faktoren lässt sich sagen, dass sich die KPS AG in einem äußerst positiven Branchenumfeld befindet und sich hervorragend positioniert hat. Zudem wurde das Unternehmen erneut in ein Top-10-Ranking der deutschen Managementberatungen aufgenommen, was die erfolgreiche Unternehmensentwicklung verdeutlicht. Das Ran-

king wird jährlich vom Marktforschungsunternehmen Lünendonk erhoben, um die zehn führenden Beratungshäuser in Deutschland zu deklarieren. Des Weiteren publizierte das Marktforschungsinstitut, dass zukünftig mit einem stabilen zweistelligen Umsatzwachstum (+10,4%) im aktuellen Geschäftsjahr und dem Folgejahr 2021 - in der Beratungsbranche - zu rechnen ist.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

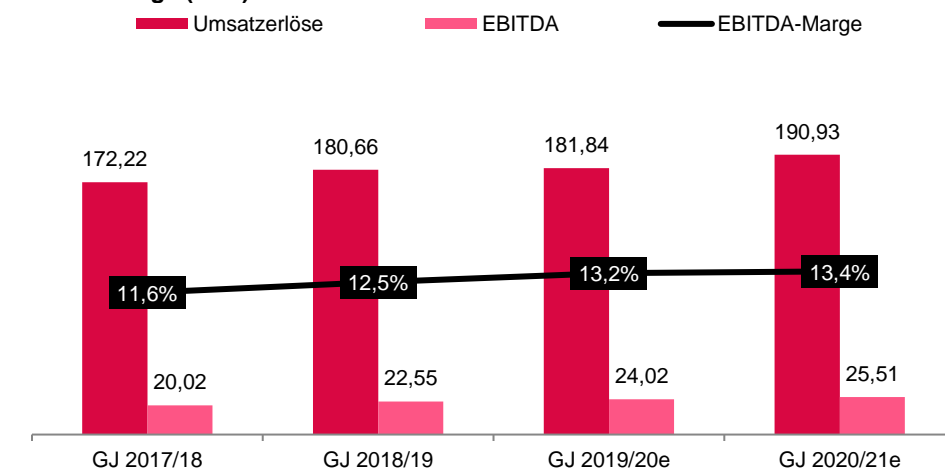
Kennzahlen im Überblick

	GJ 2017/18	GJ 2018/19	GJ 2019/20e	GJ 2020/21e
Umsatzerlöse	172,22	180,66	181,84	190,93
aktivierte Eigenleistungen	2,83	2,45	2,40	2,40
Sonstige betriebliche Erträge	3,23	0,62	0,50	0,50
Gesamtleistung	178,29	183,72	184,74	193,83
Materialaufwand	-68,49	-62,68	-58,00	-60,32
Rohertrag	109,80	121,04	126,74	133,51
Personalaufwand	-62,19	-66,41	-70,00	-74,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-27,59	-32,08	-32,72	-34,00
EBITDA	20,02	22,55	24,02	25,51
Abschreibungen	-3,43	-3,75	-3,50	-3,20
EBIT	16,59	18,80	20,52	22,31
Zinserträge	0,01	0,08	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-1,34	-0,95	-1,00	-0,90
EBT	15,27	17,93	19,52	21,41
Ertragsteuern	-5,44	-5,74	-6,15	-6,75
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,00
Konzernergebnis	9,83	12,19	13,37	14,67

Umsatzerlöse	172,22	180,66	181,84	190,93
EBITDA	20,02	22,55	24,02	25,51
<i>EBITDA-Marge</i>	11,6%	12,5%	13,2%	13,4%
EBIT	16,59	18,80	20,52	22,31
<i>EBIT-Marge</i>	9,6%	10,4%	11,3%	11,7%
Konzernergebnis	9,83	12,19	13,37	14,67
<i>Netto-Marge</i>	5,7%	6,7%	7,4%	7,7%

Quelle: KPS, GBC

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



Quelle: KPS, GBC

Geschäftsentwicklung 2018/19

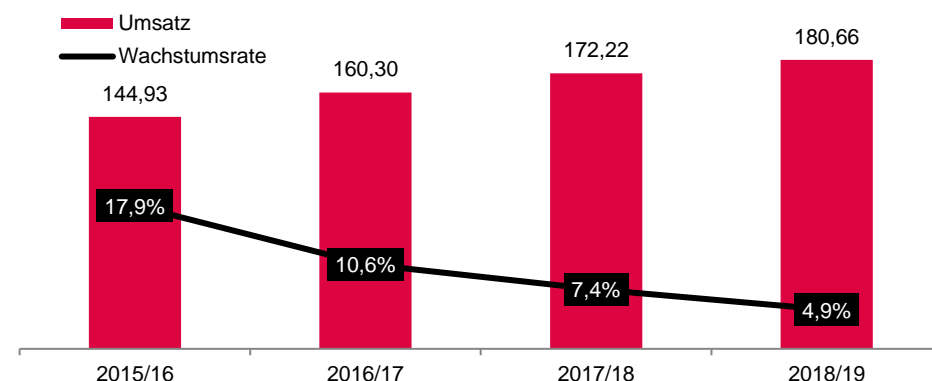
GuV (in Mio. €)	GJ 2016/17	GJ 2017/18	GJ 2018/19
Umsatzerlöse	160,30	172,22	180,66
EBITDA	26,41	20,02	22,55
EBITDA-Marge	16,5%	11,6%	12,5%
EBIT	24,76	16,59	18,80
EBIT-Marge	15,4%	9,6%	10,4%
Jahresüberschuss	19,80	9,83	12,19
EPS in €	0,53	0,26	0,33

Quelle: KPS, GBC

Umsatzentwicklung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018/19 konnte die KPS AG die Umsatzerlöse um 4,9% auf 180,66 Mio. € (VJ: 172,22 Mio. €) steigern. Der wesentliche Umsatztreiber waren Transformationsprojekte im Bereich Handel und Konsumgüterindustrie, wobei hier sowohl Bestands- als auch Neukundengeschäfte zum Umsatzanstieg beigetragen haben. Dieses Wachstum wurde trotz eines rückläufigen Umsatzes mit dem größten Kunden erzielt. Im Rahmen einer Übergangsphase reduzierte sich der Umsatz mit diesem Kunden um 30,9% auf 28,9 Mio. € (VJ: 41,8 Mio. €). Ebenfalls rückläufig war der Umsatz im Segment Lizenzen und Produkte mit 8,42 Mio. € (VJ: 19,72 Mio. €), jedoch lag dies an einem außerordentlich großen Lizenzumsatz im Vorjahr.

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



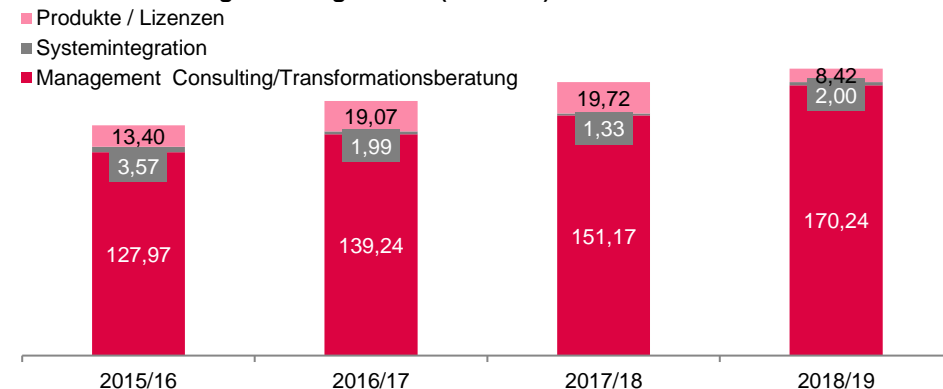
Quelle: KPS, GBC

Neben den neu gewonnenen Transformationsprojekten steuerten auch die im Vorjahr erworbenen Unternehmen (ICE Consultants, KPS Digital Limited vormals: Envoy Digital Limited und Infront Consulting & Management) mit 31,0 Mio. € (VJ: 18,5 Mio. €) signifikant zum Umsatz bei. Insgesamt entwickelt sich das Geschäft für die KPS im Ausland sehr gut; hierzu haben auch die ICE Consultants (Spanien) und die KPS Digital Limited (UK) maßgeblich beigetragen. So wurde der Umsatz außerhalb Deutschlands um 79,5% auf 77,0 Mio. € (VJ: 42,9 Mio. €) gesteigert und machte damit 42,6% (VJ: 24,9%) des Gesamtumsatzes aus. Es zeigt sich, dass sich das Unternehmen zunehmend internationalisiert positioniert. Dies erweitert den adressierbaren Markt, aber auch die Nutzbarmachung von länderspezifischen Vorteilen, wie z.B. geringeren Lohnniveaus.

Die KPS profitiert von hoher Nachfrage nach digitaler Transformation der Geschäftsprozesse und kann durch die langjährige Erfahrung und die End-to-end-Beratung zahlreiche Projekte gewinnen. Dies führt dazu, dass neben der Handelsbranche nun auch weitere Branchen adressiert werden.

Zudem konnte im September 2019 das neue Gebäude in Dortmund Phoenix See bezogen werden. Damit wurden für 450 Mitarbeiter modernste Arbeitsplätze geschaffen, um die Prozessindustrialisierung voranzutreiben. Hierdurch sollten weitere Ertragsoptimierungen möglich sein und dies spiegelt auch die Innovationskraft und den Industrialisierungsansatz der KPS wider.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)

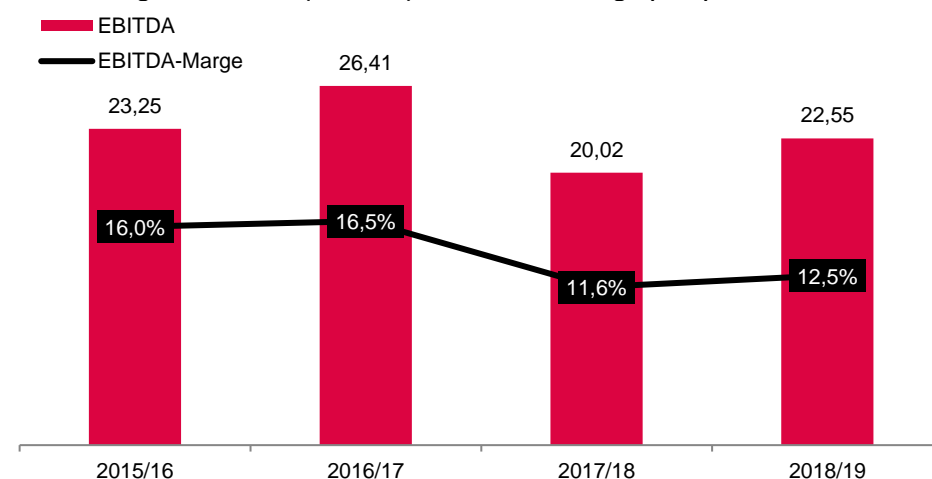


Quelle: KPS, GBC

Ergebnisentwicklung

Das EBITDA stieg um 12,6% auf 22,6 Mio. € (VJ: 20,02 Mio. €) an. Durch die überproportionale Ergebnisverbesserung steigerte sich die EBITDA-Marge von 11,6% (GJ 2017/18) auf 12,5% (GJ 2018/19). Jedoch lag dieser Wert noch unter den historischen Werten von deutlich über 15%. Hierfür verantwortlich war ein Sondereffekt, verursacht durch Earn-Out-Verpflichtungen für die Infront und die ICE Consultants Europe. Durch die Geschäftsentwicklung dieser Unternehmen, die deutlich besser als erwartet war, wurden weitere 4,8 Mio. € an Earn-Outs ausbezahlt. Bereinigt um den Earn-Out-Effekt lag das EBITDA bei 27,31 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 15,1% entspricht und somit nahezu die historischen Niveaus erreicht.

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



Quelle: KPS, GBC

Kostenseitig kann man weiterhin die Entwicklung hin zu eigenem Personal beobachten. So werden vermehrt eigene Mitarbeiter im Gegensatz zu Freelancern genutzt. Dies zeigt sich in der wechselseitigen Beziehung von Materialaufwand und Personalaufwand. Während der Personalaufwand weiter zunimmt, sinkt der Materialaufwand weiter ab. Konkret

stieg der Personalaufwand um 6,8% auf 66,41 Mio. € (VJ: 62,19 Mio. €) und der Materialaufwand reduzierte sich um 8,5% auf 62,68 Mio. € (VJ: 68,49 Mio. €). Bei der Mitarbeiterentwicklung zeigt sich der Fokus auf die Länder außerhalb Deutschlands. So reduzierte sich etwa die Zahl der Mitarbeiter in Deutschland, während sich insbesondere die Anzahl in Spanien um 36,9% von 65 auf 89 erhöhte. Unseres Erachtens nutzt das Unternehmen hier die unterschiedlichen Lohnniveaus der Länder zu seinem Vorteil und sollte so mittelfristig weitere Margenverbesserungen erzielen können.

Insgesamt erhöhten sich die Abschreibungen um 9,2% auf 3,75 Mio. € (VJ: 3,43 Mio. €), wobei hier maßgeblich die PPA-Abschreibungen aus den Akquisitionen eine Rolle spielen. M&A-bedingte Abschreibungen machten dabei rund 2,33 Mio. € (VJ: 2,58 Mio. €) aus. Somit lag das EBIT bei 18,80 Mio. € (VJ: 16,59 Mio. €) und der Jahresüberschuss erhöhte sich deutlich überproportional um 24,0% auf 12,19 Mio. € (VJ: 9,83 Mio. €). Bei einem Ergebnis je Aktie von 0,33 € (VJ: 0,26 €) plant das Unternehmen eine unveränderte Dividende in Höhe von 0,35 € auszuschütten.

Bilanzielle und finanzielle Situation

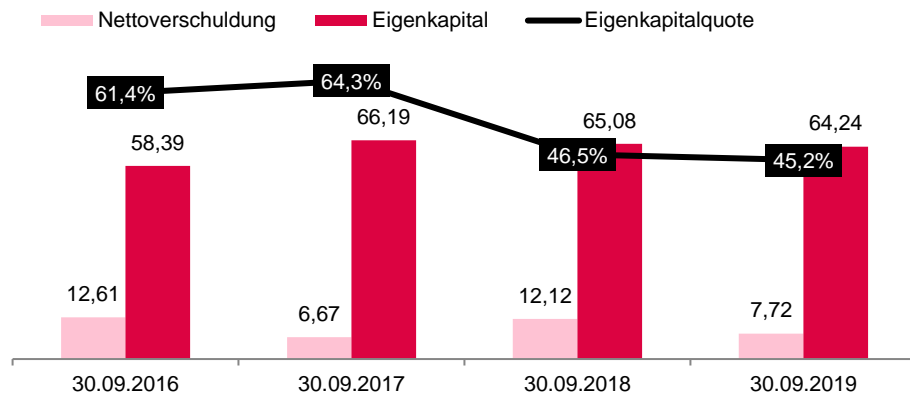
in Mio. €	30.09.2017	30.09.2018	30.09.2019
Eigenkapital	66,19	65,08	64,24
EK-Quote (in %)	64,3%	46,5%	45,2%
Operatives Anlagevermögen	43,28	79,76	79,88
Working Capital	12,26	7,51	-1,31
Net Debt	-6,67	12,12	7,72

Quelle: KPS, GBC

Das Eigenkapital verblieb nahezu auf Vorjahresniveau mit 64,24 Mio. € (VJ: 65,08 Mio. €), was bei einer ähnlich hohen Bilanzsumme zu einer nur leicht verringerten Eigenkapitalquote von 45,2% (30.09.2018: 46,5%) führte.

Die langfristigen Schulden reduzierten sich um 13,9% auf 24,01 Mio. € (30.09.2019: 27,96 Mio. €), wobei diese Entwicklung primär durch einen Kredit im Rahmen einer Unternehmensakquisition entstanden ist, welcher nun bereits umfangreich getilgt wurde. Diese Strategie verfolgte das Unternehmen bereits in der Vergangenheit und es ist davon auszugehen, dass die Kredittilgungen weiterhin im Fokus liegen werden. Gegenläufig hierzu erhöhten sich die kurzfristigen Verbindlichkeiten um 15,2% auf 53,94 Mio. € (VJ: 46,83 Mio. €). Hintergrund dieser Entwicklung waren ein Geldmarktkredit zur Liquiditätssicherung in Höhe von 5,00 Mio. €, eine restlaufbedingte Umgliederung von bestehenden Krediten aus den langfristigen Verbindlichkeiten in die kurzfristigen Verbindlichkeiten in Höhe von 3,8 Mio. € und gestiegene passivierte Earn-Out-Verbindlichkeiten um 37,2% auf 17,20 Mio. € (30.09.2018: 12,53 Mio. €).

Entwicklung von Eigenkapital und Nettoliquidität (in Mio. €)



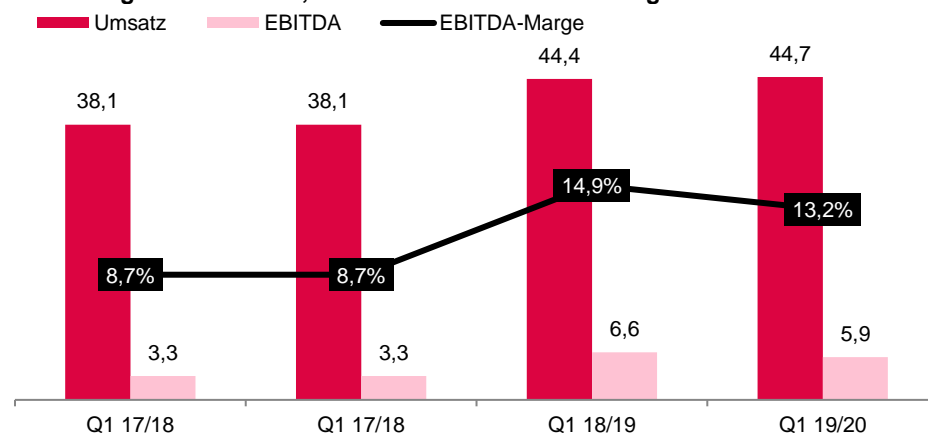
Quelle: KPS, GBC

Der operative Cashflow erhöhte sich um 34,4% auf 24,00 Mio. € (VJ: 17,85 Mio. €) und entsprach somit nahezu dem EBITDA. Somit wurde eine starke Cash-Conversion-Rate von 1,06x (VJ: 0,76x) erreicht, was äußerst positiv ist.

Geschäftsentwicklung im Q1 2019/20

Das erste Quartal 2019/20 entwickelte sich Guidance-konform und die KPS zeigt eine stabile Entwicklung auf. Der Umsatz erhöhte sich um 0,7% auf 44,7 Mio. € (VJ: 44,4 Mio. €), was vornehmlich auf die positiven internationalen Geschäftsentwicklungen zurückzuführen ist. Jedoch ist die Aussagekraft einzelner Quartale durch das Projektgeschäft der KPS nur eingeschränkt.

Entwicklung des Umsatzes, EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: KPS, GBC

Im gleichen Zeitraum reduzierte sich das EBITDA um 10,4% auf 5,9 Mio. € (VJ: 6,6 Mio. €), was einer EBITDA-Margenreduktion von 14,9% (Q1 18/19) auf 13,2% (Q1 19/20) entspricht. Hintergrund dieser Entwicklung sind vornehmlich die Earn-Out-Verpflichtungen an die ICE Consultants Europe (Spanien), welche sich deutlich besser als erwartet entwickelt hat. Bereinigt um diesen Effekt lag das EBITDA bei 6,5 Mio. €, was einem leichten Rückgang von 1,5% entspricht.

Im Rahmen der Q1-Zahlen wurde auch die Guidance mit einem Umsatz von 181 – 191 Mio. € und einem EBITDA zwischen 28 – 36 Mio. € bestätigt.

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 auf 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

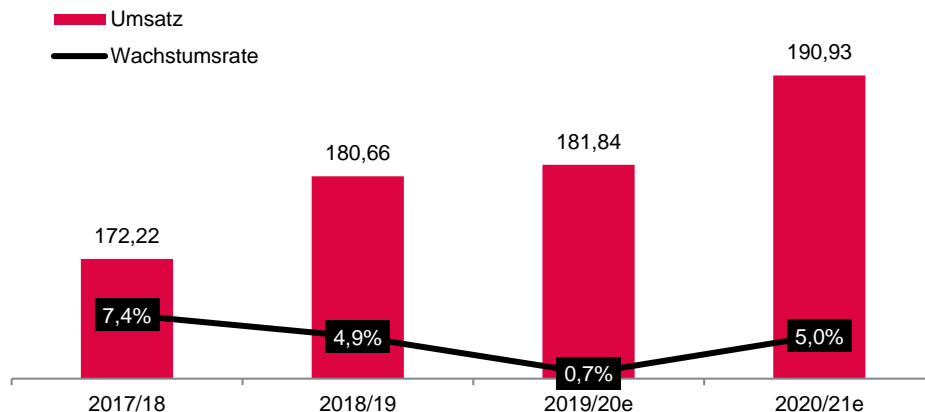
GuV (in Mio. €)	GJ 2018/19	GJ 2019/20e	GJ 2020/21e
Umsatzerlöse	180,66	181,84	190,93
EBITDA	22,55	24,02	25,51
EBITDA-Marge	12,5%	13,2%	13,4%
EBIT	18,80	20,52	22,31
EBIT-Marge	10,4%	11,3%	11,7%
Jahresüberschuss	12,19	13,37	14,67
EPS in €	0,33	0,36	0,39

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Wir gehen davon aus, dass die hohe Auslastung und die sehr hohe Nachfrage für die KPS AG bestehen bleibt. Die Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2019/20 liegt bei einem Umsatz zwischen 181 und 191 Mio. € und einem EBITDA in Höhe von 28 bis 36 Mio. €. Ein besonderer Treiber hierfür sollte Bestandsprojekte sowie Neuprojekte sein. Dem steht jedoch die Erwartung weiterer Umsatzrückgänge vom größten Kunden gegenüber. Demnach wird nur mit einem Umsatzwachstum von 0,2% bis 5,7% gerechnet, was im Kontrast zu den wachstumsstarken Jahren vor 2018 steht, in denen ein deutlich zweistelliges Wachstum erreicht wurde. Im Rahmen des aktuell sehr volatilen Marktumfelds, bedingt durch das Coronavirus, sollte die KPS weiterhin Bestandsprojekte sehr gut bearbeiten können. Jedoch gehen wir davon aus, dass die Gewinnung von Neuprojekten sich im laufenden Geschäftsjahr 2019/20 deutlich schwieriger gestalten wird als ursprünglich in der Guidance angenommen. Daher gehen wir von einem Umsatzwachstum im Geschäftsjahr 2019/20 um 0,7% auf 181,84 Mio. € aus, was sich am unteren Ende der Guidance befindet. Die Prognosen unterliegen jedoch, bedingt durch das Coronavirus, einer hohen Unsicherheit.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC

Die maßgeblichen Treiber des Wachstums sollten hierbei die Internationalisierung, die Industrialisierung und die weitere Innovation sein. So wird das internationale Geschäft nicht zuletzt durch die erfolgten Akquisitionen signifikant vorangetrieben, wodurch sich der Umsatz außerhalb Deutschlands sich bereits auf 42,6% erhöht hatte. Wir gehen davon aus, dass zukünftig der Anteil des Umsatzes außerhalb Deutschlands noch weiter ansteigen sollte.

Weiterhin sollte ein wichtiger Umsatztreiber der Innovationsansatz sein. Wir gehen davon aus, dass die Infront einen bedeutenden Stellenwert in diesem Beratungssegment einnimmt. Zur Weiterentwicklung der Innovation sollte auch das Designzentrum in Dort-

mund beitragen, welches gleichzeitig einen wesentlichen Beitrag zur Industrialisierung des Beratungsansatzes liefern sollte.

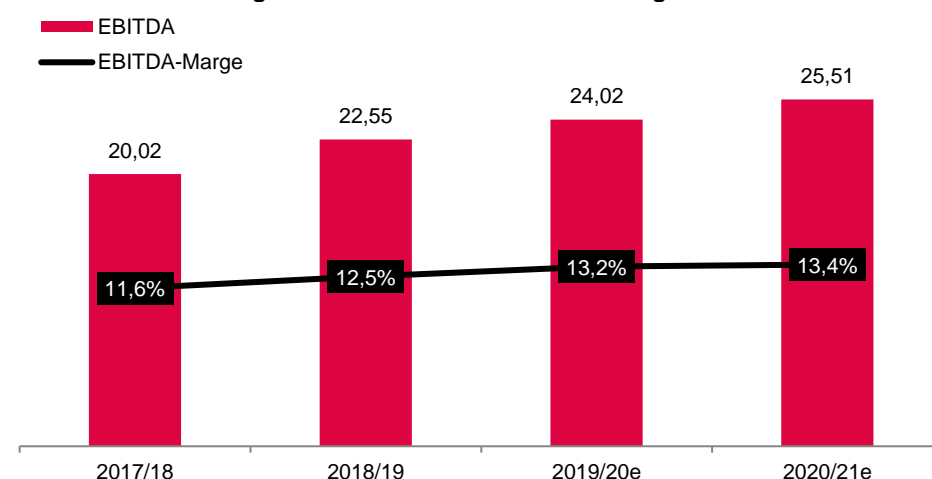
In Bezug auf die Industrialisierung des Beratungsansatzes sollte es umsatz- und ergebnisseitig zahlreiche positive Effekte geben. Im Rahmen der Industrialisierung werden innovative und standardisierte technologische Konzepte und Prozessketten im Designzentrum in Dortmund entwickelt und für unterschiedliche Projekte eingesetzt. Dies sollte Vorteile für die KPS sowie deren Kunden bieten, da sich die Projektlaufzeiten verkürzen sollten. Weiterhin wird die Umsetzung größtenteils in Dortmund erfolgen und nicht beim Kunden vor Ort, was ebenfalls den Ressourceneinsatz reduzieren sollte. Die klare Haltung der KPS zur noch stärkeren Innovation und Industrialisierung zeigt sich auch in dem im Oktober 2019 eröffneten Gebäude in Dortmund Phoenix See, welches Platz für rund 450 Mitarbeiter bietet.

Ergebnisprognosen

Die Ergebnisguidance für das laufende Geschäftsjahr 2019/20 beläuft sich auf 28 bis 36 Mio. €, wobei hier der positive Effekt auf der Leasingbilanzierung nach IFRS 16 in Höhe von etwa 3,80 Mio. € greifen sollte. Bereinigt um diesen Effekt, liegt die Guidance also bei 24,20 bis 32,2 Mio. €.

Wir gehen davon aus, dass eine Margensteigerung über den verstärkten Einsatz von eigenen Mitarbeitern erzielt werden sollte. Freelancer (im Materialaufwand verbucht) sind zwar deutlich flexibler einsetzbar, jedoch sind sie in der Regel auch deutlich teurer. Weiterhin sollten Margenverbesserungen über den verstärkten Einsatz von Mitarbeitern außerhalb Deutschlands erzielt werden können. Durch die geringen Lohnniveaus in anderen Ländern, bei vergleichbarer Qualität, soll dies ebenfalls positive Effekte erzielen. Die Industrialisierung des Beratungsansatzes könnte sich ebenfalls positiv auf die Marge auswirken.

Erwartete Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: GBC

Insgesamt erwarten wir eine leichte EBITDA-Steigerung. Wir gehen davon aus, dass im laufenden Geschäftsjahr 2019/20 ein EBITDA in Höhe von 24,02 Mio. € erzielt wird, gefolgt von einer weiteren leichten Steigerung auf 25,51 Mio. € im Jahr 2020/21. Entsprechend sollten die Margen von 12,5% (GJ 2018/19) auf 13,2% (GJ 2019/20), bzw. auf 13,4% (GJ 2020/21) steigen, wobei hier auch nicht cashwirksame Effekte aus der erstmaligen Anwendung der IFRS-16-Bilanzierungen enthalten sind.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die KPS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019/20 und 2020/21 in Phase 1, erfolgt von 2021/22 bis 2026/27 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen im Umsatz von 10,9%. 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 risikolosem Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,78%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,78% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2020/21 entspricht als Kursziel 13,00 € (bisher: 13,20 €). Der Grund hierfür sind die Prognosen für die Jahre 2019/20 und 2020/21.

DCF-Modell

KPS AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	10,9%
EBITDA-Marge	17,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,6%
Working Capital zu Umsatz	1,0%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	2,0%
ewige EBITA - Marge	17,0%
effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 19/20e	GJ 20/21e	GJ 21/22e	GJ 22/23e	GJ 23/24e	GJ 24/25e	GJ 25/26e		
Umsatz (US)	181,84	190,93	211,73	234,78	260,35	288,70	320,14	355,01	
US Veränderung	0,7%	5,0%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,39	2,42	2,75	3,13	3,56	4,05	4,60	5,22	
EBITDA	24,02	25,51	35,99	39,91	44,26	49,08	54,42	60,35	
EBITDA-Marge	13,2%	13,4%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
EBITA	20,52	22,31	30,78	34,82	39,31	44,26	49,72	55,76	
EBITA-Marge	11,3%	11,7%	14,5%	14,8%	15,1%	15,3%	15,5%	15,7%	17,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-6,46	-7,03	-9,23	-10,45	-11,79	-13,28	-14,92	-16,73	30,0%
EBI (NOPLAT)	14,05	15,28	21,54	24,38	27,52	30,98	34,81	39,03	
Kapitalrendite	17,9%	20,4%	27,8%	30,8%	35,6%	40,9%	47,0%	53,7%	60,3%
Working Capital (WC)	-1,32	-1,39	2,12	2,35	2,60	2,89	3,20	3,55	
WC zu Umsatz	-0,7%	-0,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Investitionen in WC	0,01	0,07	-3,50	-0,23	-0,26	-0,28	-0,31	-0,35	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	76,10	79,02	77,10	75,02	73,06	71,24	69,54	67,95	
AFA auf OAV	-3,50	-3,20	-5,22	-5,09	-4,95	-4,82	-4,70	-4,59	
AFA zu OAV	4,6%	4,0%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	
Investitionen in OAV	0,28	-6,12	-3,30	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investiertes Kapital	74,78	77,63	79,22	77,36	75,67	74,13	72,74	71,50	
EBITDA	24,02	25,51	35,99	39,91	44,26	49,08	54,42	60,35	
Steuern auf EBITA	-6,46	-7,03	-9,23	-10,45	-11,79	-13,28	-14,92	-16,73	
Investitionen gesamt	-2,95	-9,17	-10,03	-6,46	-4,98	-3,28	-3,31	-3,35	
Investitionen in OAV	0,28	-6,12	-3,30	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investitionen in WC	0,01	0,07	-3,50	-0,23	-0,26	-0,28	-0,31	-0,35	
Investitionen in Goodwill	-3,23	-3,11	-3,23	-3,23	-1,72	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	14,61	9,32	16,73	23,00	27,49	32,52	36,19	40,27	614,59

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	466,77	498,43
Barwert expliziter FCFs	125,75	127,47
Barwert des Continuing Value	341,02	370,96
Nettoschulden (Net debt)	7,20	12,61
Wert des Eigenkapitals	459,57	485,82
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	459,57	485,82
Ausstehende Aktien in Mio.	37,37	37,37
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,30	13,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	8,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	2,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	8,8%

Kapitalrendite	WACC				
	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%
59,3%	15,17	13,90	12,83	11,91	11,12
59,8%	15,28	14,00	12,91	11,99	11,19
60,3%	15,38	14,09	13,00	12,07	11,26
60,8%	15,49	14,19	13,09	12,14	11,33
61,3%	15,59	14,28	13,17	12,22	11,40

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>

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>

§ 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>

§ 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, Karin Jägg, Email: jaegg@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), stellvert. 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