



Researchstudie (Update)

KPS AG



**Prognose zurückgenommen,
dennoch deutlich unterbewertet.**

**Kursziel: 12,00 €
(bisher: 13,80 €)**

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 10

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 24.06.2019 (17:00 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 25.06.2019 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

KPS AG*5a;7;11

Rating: Kaufen
Kursziel: 12,00 €
(bisher: 13,80 €)

Aktueller Kurs: 6,04 € / ETR
15.06.2020 - 17:17 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1A6V48
WKN: A1A6V4
Börsenkürzel: KSC

Aktienanzahl³: 37,41
Marketcap³: 225,97
Enterprise Value³: 233,69
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 36,1%

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 30.09.

Designated Sponsor:
Oddo Seydler Bank AG

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

Unternehmensprofil

Branche: Dienstleistungen

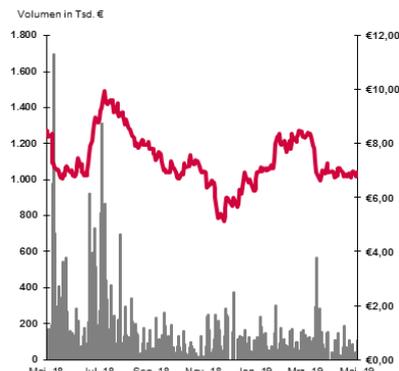
Fokus: Transformationsberatung, Prozessoptimierung

Mitarbeiter: 636 Stand: 31.03.2020

Gründung: 2000

Firmensitz: München

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	173,60	180,54
EBITDA	20,02	22,55	15,50	15,12
EBIT	16,59	18,80	12,00	11,92
Jahresüberschuss	9,83	12,19	7,54	7,55

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie**	0,26	0,33	0,20	0,20
Dividende je Aktie	0,35	0,35	0,37	0,38

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,36	1,29	1,35	1,29
EV/EBITDA	11,67	10,36	15,08	15,45
EV/EBIT	14,08	12,43	19,47	19,60
KGV	22,99	18,53	29,99	29,92
KBV		3,22		

Finanztermine

24.07.2020: Q3 Report 2018 /2019
vsI. 04.09.2020: Hauptversammlung

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
16.03.2020: RS / 13,80 / KAUFEN
30.07.2019: RS / 13,20 / KAUFEN
05.06.2019: RS / 13,20 / KAUFEN
06.03.2019: RS / 13,20 / KAUFEN

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

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1. HJ 2019/20

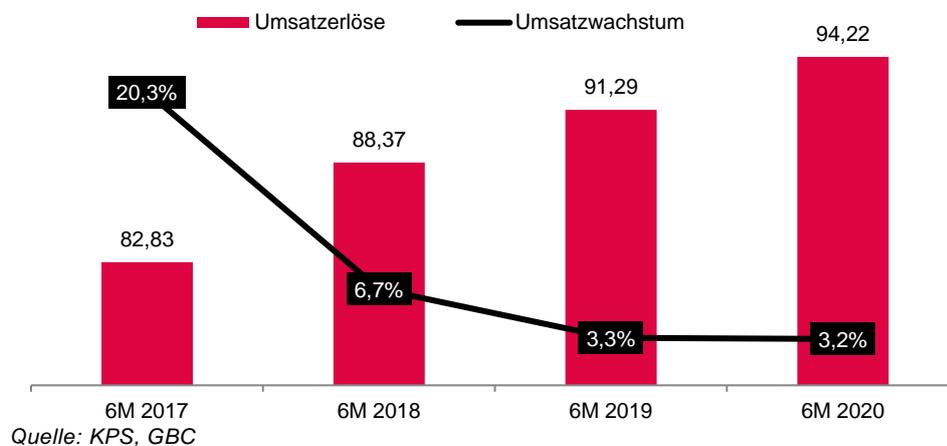
in Mio. €	1. HJ 2017/18	1. HJ 2018/19	1. HJ 2019/20
Umsatzerlöse	88,37	91,29	94,22
EBITDA	9,37	13,23	9,19
EBITDA-Marge	10,6%	14,5%	9,8%
EBIT	7,51	11,49	9,19
EBIT-Marge	8,5%	12,6%	9,8%
Netto-Ergebnis	5,48	7,40	5,89
EPS in €	0,15	0,20	0,16

Quelle: KPS, GBC

Umsatzentwicklung

Die Umsatzerlöse lagen mit 94,22 Mio. € (VJ: 91,29 Mio. €) im ersten Halbjahr 2019/20 im Rahmen der Erwartungen und es konnte trotz der Corona-Krise ein leichtes Wachstum in Höhe von 3,2% (VJ: 3,3%) erzielt werden. Der Grund für den dennoch positiven Umsatztrend waren die verstärkten Investitionen in Marketing- und Vertriebsoffensiven. Hierdurch konnte sich das Unternehmen vom allgemeinen negativen ökonomischen Trend entkoppeln. So ging der vom Unternehmen aufgeführte BDU-Geschäftsklimaindex um 29,9 Punkte auf 70,4 Punkte zurück, wobei die KPS AG als Dienstleister in der Digitalisierungsbranche generell weniger vom allgemeinen Geschäftsklima betroffen sein sollte.

Umsatzentwicklung



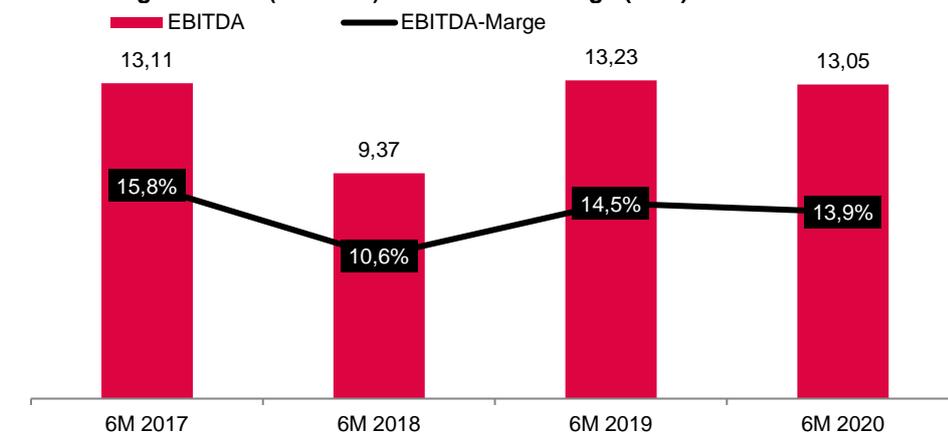
Die Corona-Krise hat die KPS AG dennoch teilweise getroffen, was zu einer Pausierung einiger Projekte geführt hatte. Laut dem Management bedeutet dies jedoch keinen Wegfall des Umsatzes, sondern eine Verschiebung auf einen späteren Zeitpunkt. Zudem sei die KPS AG bereits vor der Corona-Krise optimal aufgestellt gewesen, um die Social-Distancing-Regelungen gut umzusetzen. So werden die Remote-Arbeitsplätze via VPN verstärkt genutzt und auch bei Rollouts von Digitalisierungslösungen wurde bereits vor der Krise stark auf Remote-Lösungen gesetzt.

Die Pausierung der Transformationsprojekte spiegelt sich im Segmentsbericht wider. Dabei verblieb das Segment Transformationsberatung mit 84,95 Mio. € (VJ: 85,08 Mio. €) auf Vorjahresniveau. Der Wachstumstreiber war demnach das Segment Produkte/Lizenzen, welches mit einem Wachstum in Höhe von 27,8% auf 8,55 Mio. € (VJ: 5,55 Mio. €) sehr dynamisch war.

Ergebnisentwicklung

Zum ersten Halbjahr 2019/20 lag das EBITDA mit 13,05 Mio. € (VJ: 13,23 Mio. €) nahezu auf dem Vorjahresniveau. Durch die erstmalige Anwendung von IFRS 16 gab es einen cashneutralen positiven Ergebniseffekt in Höhe von 2,5 Mio. €. Weiterhin wurden höhere Earn-Out-Rückstellungen in Höhe von 1,1 Mio. € (VJ: 0,7 Mio. €) gebildet, bedingt durch die besser als erwartete Entwicklung der spanischen Tochtergesellschaft ICE Consultants Europe S.L. Durch die Corona-Krise wurden Pauschalwertberichtigungen in Höhe von 0,8 Mio. € erfasst, was sich ebenfalls ergebniswirksam auswirkte. Bereinigt um die genannten Effekte lag das EBITDA bei 12,5 Mio. € (VJ: 13,9 Mio. €) und somit 10,1% unter dem bereinigten Vorjahreswert.

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



Quelle: KPS, GBC

Kostenseitig stiegen insbesondere die Materialaufwendungen durch einen Softwareerwerb für ein Kundenprojekt an und erhöhten sich um 8,1% auf 34,84 Mio. € (VJ: 32,24 Mio. €). Dies führte zu einer Steigerung der Materialaufwandsquote von 35,3% auf 37,0%. Die reinen Fremdleistungen blieben mit rund 31 Mio. € nahezu konstant. Der Personalaufwand verblieb mit 33,87 Mio. € (VJ: 33,76 Mio. €) ebenfalls auf Vorjahresniveau.

Somit konnte trotz der Corona-Krise im ersten Halbjahr 2019/20 eine stabile Umsatz- und Ergebnisentwicklung ausgewiesen werden.

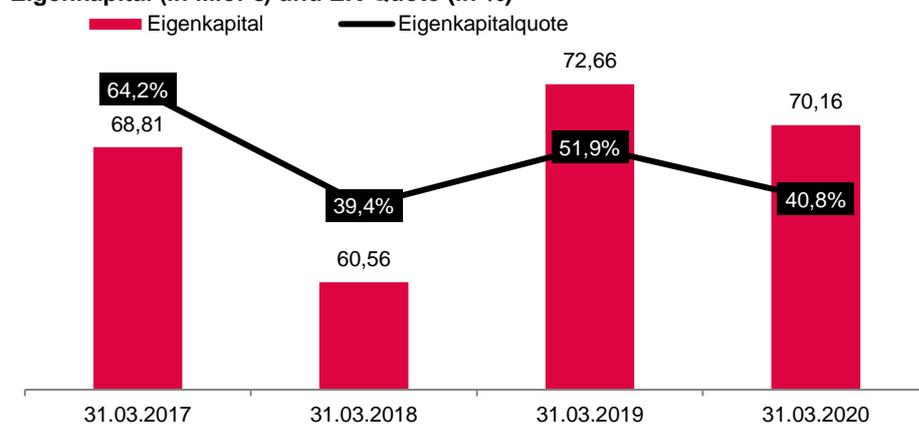
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.03.2018	31.03.2019	31.03.2020
Eigenkapital	60,56	72,66	70,16
EK-Quote (in %)	39,4%	51,9%	40,8%
Operatives Anlagevermögen	82,72	79,80	80,21
Working Capital	15,63	11,62	10,95
Net Debt	25,32	7,21	14,67

Quelle: KPS, GBC

Bilanziell ist das Unternehmen weiterhin gut aufgestellt. Das Eigenkapital verringerte sich auf 70,16 Mio. € (31.03.2019: 72,66 Mio. €), da ein geringerer Bilanzgewinn erzielt wurde. Gleichzeitig reduzierte sich die Eigenkapitalquote deutlich auf 40,8% (31.03.2019: 51,9%) durch die erstmalige Anwendung von IFRS 16. Durch die Bilanzierung der Leasingverbindlichkeiten stieg die Bilanzsumme um 26,72 Mio. € an. Bereinigt um den IFRS 16-Effekt liegt die Eigenkapitalquote bei 48,3%, was dennoch einen Rückgang widerspiegelt.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: KPS, GBC

Darüber hinaus stieg die Nettoverschuldung auf 14,67 Mio. € (31.03.2019: 7,21 Mio. €) an, was im Wesentlichen durch den Rückgang der liquiden Mittel auf 6,90 Mio. € (31.03.2019: 9,99 Mio. €) und die gestiegenen Bankverbindlichkeiten auf 21,40 Mio. € (31.03.2019: 17,20 Mio. €) zurückzuführen ist. Somit ist die KPS Bilanz für die Corona-Krise gut gewappnet.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

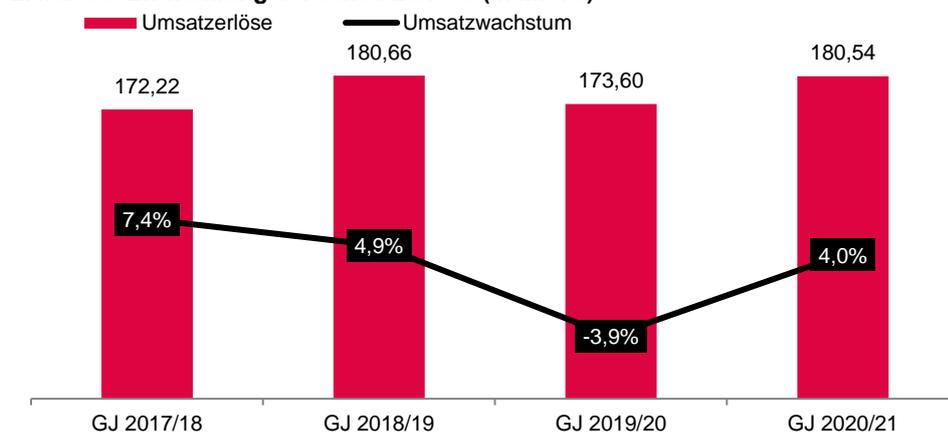
GuV (in Mio. €)	GJ 2018/19	GJ 2019/20e	GJ 2020/21e
Umsatzerlöse	180,66	173,60	180,54
EBITDA	22,55	15,50	15,12
EBITDA-Marge	12,5%	8,9%	8,4%
EBIT	18,80	12,00	11,92
EBIT-Marge	10,4%	6,9%	6,6%
Jahresüberschuss	12,19	7,54	7,55
EPS in €	0,33	0,20	0,20

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Am 27.04.2020 hat das Unternehmen veröffentlicht, dass die Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2019/20 zurückgenommen wird. Zuvor sah die Guidance Umsatzerlöse in Höhe von 181–191 Mio. € und ein EBITDA in Höhe 28–36 Mio. € vor. So konnten einerseits trotz der Corona-Krise weitere Projekte und Kunden gewonnen werden, aber andererseits wurden teilweise Projekte pausiert und die weitere Entwicklung von Neukunden und Bestandskunden ist für das Management nicht mehr planbar. Vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklung und der vermutlich längeren Sales-zyklen, verbunden mit Pausierungen von Bestandsprojekten erwarten wir einen leichten Umsatz- und Ertragsrückgang. Die ausgesetzte Guidance lässt viel Spielraum für Interpretationen offen, dennoch gehen wir davon aus, dass ein Großteil der Bestandsprojekte fortgeführt wird und es im laufenden Geschäftsjahr 2019/20 nur zu einem leichten Umsatzrückgang kommen wird. Wir erwarten, dass sich die Umsatzerlöse im laufenden Geschäftsjahr 2019/20 um 3,9% auf 173,60 Mio. € (VJ: 180,66 Mio. €) reduzieren werden und im Geschäftsjahr 2020/21 wieder um 4,0% auf 180,54 Mio. € ansteigen werden.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



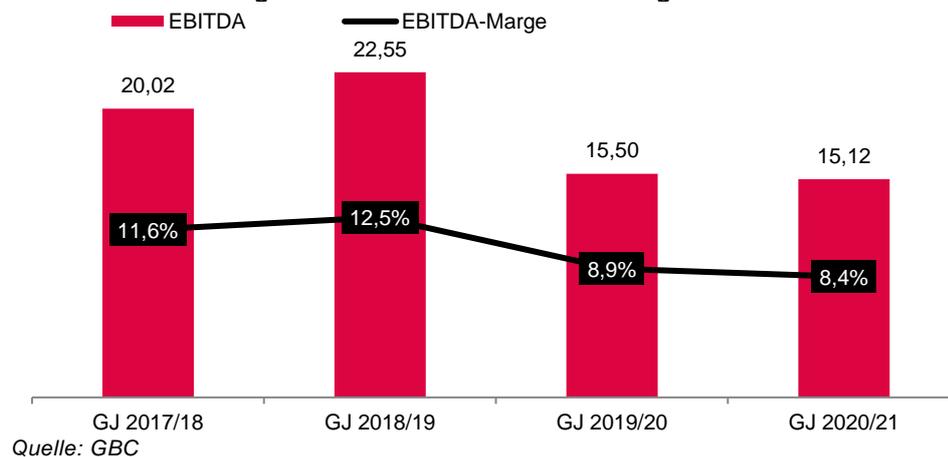
Quelle: GBC

Vor dem Hintergrund der höheren Aufwendungen für Vertriebsoffensiven in Kombination mit den laufenden Projekten sollte es nur zu leichten Umsatzrückgang kommen. Wir gehen davon aus, dass die Corona-Krise auch teilweise als Treiber für Digitalisierungsoffensiven genutzt wird, da es zu einer vermehrten Nutzung von Home-Office-Lösungen kam und auch der Online-Handel von dieser Entwicklung profitiert hat. Hiervon sollte die KPS mittelfristig als paneuropäischer Anbieter für Transformationsprojekte profitieren.

Ergebnisprognosen

Mit der Rücknahme der Guidance erwarten wir einen deutlichen Ergebnismrückgang, um ein konservatives Szenario abzubilden. Einerseits erwartet das Management keine weiteren Earn-Out-Belastungen, andererseits könnten verstärkt Vertriebsinitiativen genutzt werden, um mittelfristiges Umsatzwachstum darzustellen.

Erwartete Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge



Bedingt durch die kurzfristigen Belastungen aus der Corona-Krise prognostizieren wir einen EBITDA-Rückgang auf 15,50 Mio. € für das laufende Geschäftsjahr 2019/20 (VJ: 22,55 Mio. €), bzw. auf 15,12 Mio. € für das Geschäftsjahr 2020/21.

Vor dem Hintergrund der reduzierten Prognose senken wir unser Kursziel auf 12,00 € (bisher: 13,20 €) und vergeben weiterhin aufgrund des weiterhin sehr hohen Upsidepotenzials von 98,7% das Rating Kaufen.

Bewertung

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 risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,8%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,8% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018/19 entspricht als Kursziel 12,00 € (bisher: 13,80 €).

DCF-Modell

KPS AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,9%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	17,0%	ewige EBITA - Marge	17,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	1,0%		

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	GJ 26/27e	
Umsatz (US)	173,60	180,54	200,21	222,01	246,18	272,99	302,72	335,69	
US Veränderung	-3,9%	4,0%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,17	2,26	2,61	3,02	3,48	4,01	4,59	5,19	
EBITDA	15,50	15,12	34,03	37,74	41,85	46,41	51,46	57,07	
EBITDA-Marge	8,9%	8,4%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
EBITA	12,00	11,92	28,76	32,68	36,99	41,74	46,97	52,71	
EBITA-Marge	6,9%	6,6%	14,4%	14,7%	15,0%	15,3%	15,5%	15,7%	17,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-3,78	-3,76	-8,63	-9,80	-11,10	-12,52	-14,09	-15,81	
EBI (NOPLAT)	8,22	8,17	20,13	22,88	25,90	29,22	32,88	36,90	30,0%
Kapitalrendite	10,5%	10,4%	25,6%	29,1%	34,1%	39,9%	46,4%	53,5%	59,9%
Working Capital (WC)	-1,26	-1,31	2,00	2,22	2,46	2,73	3,03	3,36	
WC zu Umsatz	-0,7%	-0,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Investitionen in WC	-0,05	0,05	-3,31	-0,22	-0,24	-0,27	-0,30	-0,33	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	79,99	79,95	76,67	73,61	70,75	68,08	65,99	64,64	
AFA auf OAV	-3,50	-3,20	-5,28	-5,06	-4,86	-4,67	-4,49	-4,36	
AFA zu OAV	4,4%	4,0%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	
Investitionen in OAV	-3,61	-3,16	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,40	-3,00	
Investiertes Kapital	78,73	78,64	78,68	75,83	73,22	70,81	69,02	67,99	
EBITDA	15,50	15,12	34,03	37,74	41,85	46,41	51,46	57,07	
Steuern auf EBITA	-3,78	-3,76	-8,63	-9,80	-11,10	-12,52	-14,09	-15,81	
Investitionen gesamt	-6,90	-6,22	-8,54	-5,45	-2,24	-2,27	-2,70	-3,33	
Investitionen in OAV	-3,61	-3,16	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,40	-3,00	
Investitionen in WC	-0,05	0,05	-3,31	-0,22	-0,24	-0,27	-0,30	-0,33	
Investitionen in Goodwill	-3,23	-3,11	-3,23	-3,23	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,82	5,15	16,86	22,49	28,51	31,62	34,67	37,92	581,04

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	441,95	475,60
Barwert expliziter FCFs	119,55	124,90
Barwert des Continuing Value	322,40	350,71
Nettoschulden (Net debt)	17,00	26,59
Wert des Eigenkapitals	424,96	449,01
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	424,96	449,01
Ausstehende Aktien in Mio.	37,41	37,41
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,36	12,00

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%
58,7%	14,05	12,85	11,84	10,97	10,23
59,2%	14,15	12,94	11,92	11,05	10,29
59,7%	14,25	13,03	12,00	11,12	10,36
60,2%	14,35	13,12	12,08	11,19	10,43
60,7%	14,45	13,21	12,16	11,27	10,49

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder 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), stellvertr. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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