

Akt. Kurs (30.05.07, 12:19, Xetra): 1,84 EUR – Einschätzung: **Kaufen (---)** – Kursziel 12 Monate: **2,56 (---) EUR**

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

Kurzbeschreibung

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

| | Hoch | Tief |
|-------------------------|-------------|--------|
| Kurs 12 Mon.: | 2,13 € | 1,24 € |
| Aktueller Kurs: | 1,84 € | |
| Aktienzahl ges.: | 40.483.375 | |
| Streubesitz: | 70,1% | |
| Marktkapitalis.: | 74,5 Mio. € | |



Quelle: Market-Maker

Anlagekriterien

Turnaround im ersten Quartal bestätigt

Ausweislich der Zahlen für das erste Quartal 2007 verzeichnete TA in den ersten drei Monaten einen Umsatzsprung von 20,1 Prozent auf 105,2 Mio. Euro. Das operative Ergebnis EBIT zog deutlich an und konnte von 2,9 auf 6,2 Mio. Euro mehr als verdoppelt werden. Nach Zinsen, Steuern und Minderheiten stellte sich der Periodenüberschuss auf 1,9 Mio. Euro bzw. 0,05 Euro je Aktie; im Vorjahr wurde nur eine „schwarze Null“ erreicht.

Im Vergleich zum Jahresende konnte die Bilanzsumme um 12,7 auf 428,2 Mio. Euro verringert werden, was auf die Tilgung von Finanzschulden und den Abbau von Vorräten zurückzuführen war. Durch das verbesserte Quartalsergebnis stieg der Cashflow von 2,9 auf 6,4 Mio. Euro. Im Zuge der Tilgungen sanken jedoch die liquiden Mittel gegenüber dem Jahresendniveau leicht auf 12,7 Mio. Euro. Durch den Quartalsgewinn erhöhte sich die Eigenkapitalquote bei einer verkürzten Bilanzsumme von 11,5 auf 12,3 Prozent.

Insbesondere beim Ergebnis übertraf TA damit unsere Erwartungen. Wir sehen das Unternehmen damit auf einem guten Kurs, unsere Prognosen für das Gesamtjahr zu erreichen.

2007 bringt weiteren Gewinnanstieg

Insgesamt rechnen wir in 2007 mit einer Fortsetzung des im abgelaufenen Jahr begonnenen positiven Trends. Den Umsatz sehen wir bei 415 Mio. Euro, was einer Steigerung von 10 Prozent gegenüber dem Vorjahr entspricht. Beim operativen Ergebnis erwarten wir eine überproportionale Steigerung auf 24,5 (Vj. 17,5) Mio. Euro, wodurch sich die EBIT-Marge weiter verbessern wird. Den Jahresüberschuss nach Minderheiten schätzen wir auf 7,6 Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 0,15 Euro entspricht.

Hierbei haben wir bereits berücksichtigt, dass Triumph-Adler seine komplette Finanzierung umstellen will. In diesem Rahmen ist auch eine Barkapitalerhöhung über rund 20 Mio. Euro geplant, so dass sich bei einer Platzierung der neuen Aktien in der Nähe des aktuellen Börsenkurses das Grundkapital von aktuell 40,4 auf etwa 51 Mio. Euro erhöhen dürfte. Mit der geplanten Umfinanzierung wird Triumph-Adler zukünftig rund 3 Mio. Euro jährlich auf der Finanzierungsseite einsparen können.

Kennzahlen

| | 2005 | 2006 | 2007e | 2008e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz | 336,7 | 378,2 | 415,0 | 445,0 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | --- | --- |
| EBIT | 11,7 | 17,5 | 24,5 | 29,8 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | --- | --- |
| Jahresüb. | -3,1 | 2,1 | -28,4 | 13,8 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | --- | --- |
| Erg./Aktie | neg. | 0,05 | neg. | 0,27 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | --- | --- |
| Dividende | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | --- | --- |
| KGV | neg. | 36,8 | neg. | 6,8 |
| Div.rendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 0

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

t.renner@gsc-research.de

Ausblick

Für das kommende Jahr rechnen wir ohne Sondereffekte mit einer erneut kräftigen Ergebnisverbesserung. Mit kleinen Übernahmen erwarten wir bei einem Umsatzanstieg um gut 7 Prozent auf 445 Mio. Euro in 2008 mit einem

Zuwachs des EBIT auf 29,8 Mio. Euro. Durch die dann deutlich verbesserte Finanzstruktur muss Triumph-Adler weniger für die Schuldentilgung aufwenden, so dass der Jahresüberschuss von 7,6 auf 13,8 Mio. Euro vorankommen dürfte. Dadurch sinkt das KGV auf unter 7, was uns für den dann wieder auf soliden Beinen stehenden Konzern deutlich zu niedrig erscheint.

Allerdings hat die in der Umsetzung befindliche Unternehmenssteuerreform Auswirkungen auf die Bilanz von Triumph-Adler. Bei einer Absenkung des Steuersatzes führt dies zu einem Anpassungsbedarf von rund 36 Mio. Euro bei den latenten Steuern, so dass – je nach Zeitpunkt der finalen Gesetzgebung – in 2007 oder 2008 im Konzern ein deutlicher Verlust anfallen wird. Da im Einzelabschluss die latenten Steuern auf Verlustvorträge nicht aktiviert sind, hat die Reform keine Auswirkungen auf den AG-Abschluss.

Wir haben diesen Sondereffekt in unsere Schätzung für das laufende Jahr mit eingerechnet. Auf unser Bewertungsmodell hat diese nicht cash-wirksame Abschreibung keine Auswirkungen.

Bewertung

Bei der Bewertung stützen wir uns auf eine Peer Group aus Unternehmen aus dem Bereich Büroausstattung (Böwe Systec, Canon, Konica, Lexmark, Ricoh und Xerox). Damit wollen wir die Positionierung von TA im Markt für Kopier- und Bürosysteme mathematisch abbilden. Auf Basis des durchschnittlichen KGVs unserer Peer Group von 15,3 und des von uns für 2007 geschätzten Gewinns von TA (bereinigt um Sonderabschreibung auf latente Steuern) errechnen wir einen fairen Wert von 2,29 Euro je TA-Aktie.

Unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 8,31%, Positiver Ausgangs-Cash-Flow von 7,36 Mio. Euro in 2007, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,2 wegen der Turnaround-Situation) führt zu einem Ergebnis von 2,83 Euro.

Als Durchschnitt des Wertes aus der Peer-Group- und DCF-Bewertung ergibt sich als fairer Wert für die TA-Aktie aktuell 2,56 Euro.

Fazit

Nach den schwarzen Zahlen in 2006 sowie den überzeugenden Quartalszahlen glauben wir, dass die TA Triumph-Adler AG ihre tiefgreifende Restrukturierung erfolgreich abgeschlossen hat und sehen das Unternehmen wieder auf Kurs. Durch Basiseffekte und die geplante Kapitalerhöhung, die vor allem der Ablösung hochverzinslicher Mezzanine-Darlehen dient, wird sich das operative Ergebnis im kommenden Jahr weiter verbessern.

Mit einem – um die nicht-cashwirksame Abschreibung latenter Steuern aufgrund der Unternehmenssteuerreform bereinigten – KGV von lediglich 12 für das laufende Jahr, das 2008 nach unserer Schätzung auf unter 7 sinken wird, ist die TA-Aktie derzeit ausgesprochen moderat bewertet. Wir stufen die Aktie deshalb als Kauf ein. Das Kursziel sehen wir bei 2,56 Euro.

Aktionärsstruktur

| | |
|--------------|-------|
| Kyocera Mita | 29,9% |
| Streubesitz | 70,1% |

Termine

| | |
|------------|---|
| 14.08.2007 | Veröffentlichung Halbjahresbericht 2007 |
| 13.11.2007 | Veröffentlichung Neun-Monats-Bericht 2007 |

Kontaktadresse

TA Triumph-Adler AG
Südwestpark 23
D-90449 Nürnberg

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

Ansprechpartner Investor Relations:

Dr. Joachim Fleing / Uschie Wühr

Tel.: + 49 (0) 911 / 6898 - 499
Fax: + 49 (0) 911 / 6898 - 204
Email: ir@ta.ag

Disclosures

Haftungsausschluss / Disclaimer

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

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

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

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

| <u>Veröffentlichungsdatum</u> | <u>Kurs bei Empfehlung</u> | <u>Empfehlung</u> | <u>Kursziel</u> |
|-------------------------------|----------------------------|-------------------|-----------------|
| --- | --- | --- | --- |

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.07):

| <u>Empfehlung</u> | <u>Basis: alle analysierten Firmen</u> | <u>Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen</u> |
|-------------------|--|--|
| Kaufen | 64,0% | 83,3% |
| Halten | 28,0% | 16,7% |
| Verkaufen | 8,0% | 0,0% |

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

| <u>Firma</u> | <u>Disclosure</u> |
|---------------------|-------------------|
| TA Triumph-Adler AG | 1 |

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