

Akt. Kurs (14.04.08, 09:02, Xetra): 1,60 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **2,35 (2,45) EUR**

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

Kurzbeschreibung

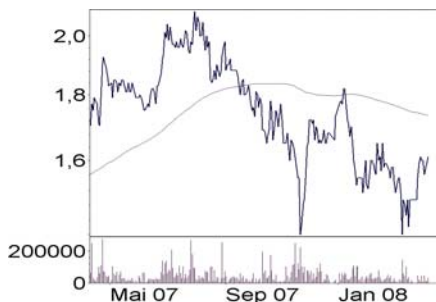
Das Kerngeschäft der TA Triumph-Adler AG umfasst den Vertrieb und Service von digitalisierten Systemen zum Drucken, Faxen, Kopieren und Archivieren. In Deutschland ist TA mit 60 Standorten flächendeckend vertreten und damit als herstellerunabhängiges Unternehmen marktführend in seinem Segment.

| | Hoch | Tief |
|-------------------------|-------------|--------|
| Kurs 12 Mon.: | 2,10 € | 1,26 € |
| Aktueller Kurs: | 1,60 € | |
| Aktienzahl ges.: | 55.381.257 | |
| Streubesitz: | 70,1% | |
| Marktkapitalis.: | 88,6 Mio. € | |

Anlagekriterien

Zahlen leicht über unseren Schätzungen

Am 26.3. veröffentlichte Triumph-Adler die Zahlen für das Geschäftsjahr 2007. Abgesehen von einem steuerlichen Sondereffekt lag die Gesellschaft dabei sogar leicht über unseren Schätzungen. Der Umsatz stieg demnach um 10,0 Prozent auf 416,1 (Vj. 378,2) Mio. Euro. Zwar konnte TA damit die hohen Zuwachsraten der ersten neun Monate nicht ganz halten, mit einem Umsatz von 108,6 (105,1) Mio. Euro verlief das vierte Quartal aber trotzdem sehr gut.



Quelle: Market-Maker

Das EBIT (ohne Pensionsaufwand) hat sich im abgelaufenen Jahr um 17,1 Prozent von 23,7 auf 27,8 Mio. Euro verbessert. Damit stieg die operative Marge auch im vergangenen Geschäftsjahr weiter auf 7,2 (6,3) Prozent. Dabei sind in diesen Zahlen auch immerhin 2,1 Mio. Euro an einmaligen Aufwendungen für die neue Finanzierung enthalten. Der Free Cashflow fiel mit 20,4 Mio. Euro ebenfalls sehr erfreulich aus, lag durch einen positiven Sondereffekt im Vorjahr allerdings unter dem 2006er-Wert von 37,8 Mio. Euro.

Kennzahlen

| | 2006 | 2007 | 2008e | 2009e |
|--------------------|------|-------|-------|-------|
| Umsatz | 378 | 416 | 450 | 477 |
| <i>bisher</i> | --- | 415 | 445 | 460 |
| EBIT | 23,8 | 27,8 | 37,1 | 42,8 |
| <i>bisher</i> | 17,5 | 22,5 | 29,8 | 34,0 |
| Jahresüb. | 5,2 | 40,5 | 17,8 | 22,2 |
| <i>bisher</i> | 2,1 | -28,4 | 13,8 | 16,7 |
| Erg./Aktie | 0,13 | 0,86 | 0,32 | 0,40 |
| <i>bisher</i> | 0,05 | -0,51 | 0,25 | 0,30 |
| Dividende | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | --- | --- |
| KGV | neg. | 1,9 | 5,0 | 4,0 |
| 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

Bei einem Finanzergebnis von minus 15,7 Mio. Euro, in dem 6,3 Mio. Euro an Pensionsaufwendungen enthalten sind, wies die Gesellschaft für 2007 ein Ergebnis vor Steuern von 12,1 Mio. Euro aus. Aufgrund eines außerordentlichen Steuerertrags in Höhe von 28,6 Mio. Euro im Zusammenhang mit einer rückwirkenden Streichung der latenten Steuern in der Konzernbilanz 2005 und 2006, die von der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) verlangt worden war, und der Neu-Aktivierung in 2007 sprang der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter auf 40,5 Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 0,86 Euro einher ging.

Mit den gemeldeten Zahlen bewegte sich Triumph-Adler auf operativer Ebene leicht oberhalb unserer Schätzungen. Insbesondere der Umsatz von 416,1 (GSC-Prognose: 415) Mio. Euro und das Vorsteuerergebnis von 12,1 (11,5) Mio. Euro übertrafen unsere Erwartungen. Die Abweichung beim Jahresüberschuss ist ausschließlich auf IFRS-Sondereffekte zurückzuführen.

Entwicklung läuft auch auf Segmentebene gut

Als wichtigsten operativen Erfolg sehen wir, dass TA seine führende Position im Direktvertrieb im vergangenen Jahr weiter ausbauen konnte. So wurde der Bestand an Maschinen unter Vertrag von 154.000 auf 178.000 ausgeweitet. Stärkste Wachstumsträger waren dabei Drucker und Farbkopierer, die sich erst seit knapp zwei Jahren im Angebotssortiment wiederfinden.

Zum Wachstum trugen beide Segmente bei, also sowohl Direktvertrieb als auch Distribution. Die Erlöse im Direktvertrieb legten um 10,5 Prozent auf 334,0 Mio. Euro zu. Im Bereich Distribution verbesserte sich der Umsatz um 8,2 Prozent auf 82,1 Mio. Euro.

Auch auf der EBIT-Seite konnten beide Bereiche ein gestiegenes Ergebnis ausweisen. Während der Direktvertrieb ein EBIT-Wachstum auf 23,4 (20,2) Mio. Euro zeigte, legte der Bereich Distribution auf 4,3 (3,9) Mio. Euro zu. Erfreulich entwickelte sich der Bestand an liquiden Mitteln, der mit 27,5 Mio. Euro hauchdünn über dem guten Vorjahresniveau lag.

Erneut gravierende Veränderungen in der Bilanzstruktur

Im Geschäftsjahr 2007 überprüfte die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) – im Volksmund auch „Bilanzpolizei“ genannt – den Konzernabschluss 2005 hinsichtlich der Bilanzierung der latenten Steuern. Da TA über rund 500 Mio. Euro Verlustvorräte verfügt, wurde deren Wert als latente Steuern bilanziert.

Der DPR steht auf dem Standpunkt, dass angesichts der Verlusthistorie von TA überhaupt keine latenten Steuern hätten angesetzt werden dürfen. Sowohl TA als auch der Wirtschaftsprüfer sind der Ansicht, dass das verbliebene Geschäftsfeld Document Business über Jahre profitabel arbeitete und somit keine Verlusthistorie vorlag. Da eine Auseinandersetzung mit der DPR jedoch zeit- und kostenintensiv wäre und die Bilanzposition trotz der Größe operativ nicht von Bedeutung ist, hat TA die Fehlerfeststellung der DPR anerkannt.

So wurde der Abschluss für 2005 rückwirkend korrigiert und die rund 170 Mio. Euro latenten Steuern auf Null gesetzt. Dadurch ergibt sich ein deutlich negatives Konzerneigenkapital. Aufgrund des Erfolgs der letzten zwei Jahre ist jetzt für TA aber unstrittig eine Gewinnhistorie gegeben, so dass im Abschluss 2007 nach IFRS zwingend wieder latente Steuern anzusetzen waren. Dabei führte die konservative Neubewertung zu einer Zuschreibung von 30,3 Mio. Euro, woraus letztendlich ein Jahresüberschuss von 40,7 Mio. Euro resultiert.

Trotzdem weist TA im Konzernabschluss 2007 noch immer ein negatives Eigenkapital von 49 Mio. Euro auf. Im HGB-Einzelabschluss weist die Gesellschaft jedoch ein positives Eigenkapital von 90 Mio. Euro und damit eine Eigenkapitalquote von 30 Prozent auf. Wie bereits in unseren früheren Research-Updates erklärt, halten wir die Bilanzstruktur aufgrund der inzwischen erreichten nachhaltigen schwarzen Zahlen nicht für problematisch.

Schätzungen überarbeitet und an die neuen Bilanzstrukturen angepasst

Nach den gravierenden Bilanzänderungen haben wir unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2008 überarbeitet und an die aktuelle betriebswirtschaftliche Entwicklung sowie die Umgliederungen im Berichtsformat angepasst. Insbesondere ist zu beachten, dass die Pensionsaufwendungen vom Personalaufwand in das Finanzergebnis umgegliedert wurden.

Im laufenden Jahr 2008 rechnen wir mit einer Fortsetzung des beschrittenen Weges. Dies geschieht unseres Erachtens jedoch mit etwas geringeren Zuwachsraten beim organischen Wachstum. Im Zusammenspiel mit einigen kleineren Übernahmen erwarten wir somit einen Umsatzanstieg von 8,1 Prozent auf 450 (bisher 445) Mio. Euro und einen Anstieg beim EBIT auf 37,1 (29,8) Mio. Euro.

Die letztgenannte Änderung resultiert dabei vor allem aus der Umgliederung von circa 6 Mio. Euro vom Personalaufwand in das Finanzergebnis. Wir beurteilen diese Umgliederung positiv, da TA damit die Transparenz der GuV erhöht hat und nun im Personalaufwand wie allgemein üblich nur noch Aufwendungen für die aktive Belegschaft ausweist.

Dank der verbesserten Bilanzstruktur sowie der aufgrund der Verlustvorträge bestehenden Mindestbesteuerung gehen wir für 2008 von einem Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter von 17,8 (13,8) Mio. Euro aus, was ein Ergebnis je Aktie von 0,32 (0,25) Euro nach sich ziehen würde. Für 2009 haben wir unsere Schätzungen analog ebenfalls angehoben.

Bewertung

Bei der Bewertung stützen wir uns auf eine Peer Group aus Unternehmen aus dem Bereich Büroausstattung (Böwe Systec, Canon, Konica, Kyocera, Lexmark, Ricoh und Xerox). Damit wollen wir die Positionierung von TA im Markt für Kopier- und Bürosysteme mathematisch abbilden. Mit dem Großaktionär Kyocera haben wir auch in der Peer Group den Einfluss dieser Beteiligung auf den Wert der TA-Aktie nunmehr berücksichtigt.

Bei einem nahezu unveränderten durchschnittlichen KGV der Peer Group von 11,3 (11,6) und einem erwarteten TA-Gewinn von 0,32 (bisher 0,29) Euro je Aktie in 2008 ergibt sich auf Basis des von uns geschätzten Gewinns je TA-Aktie und einem Korrekturfaktor von 35 Prozent ein erstes Zwischenergebnis von 2,47 (bisher 2,46) Euro.

Der Korrekturfaktor setzt sich zusammen aus einem 15-prozentigen Abschlag wegen der gegenüber den meisten Peer-Group-Firmen geringeren Unternehmensgröße sowie einem 20-prozentigen Abschlag wegen der zur Zeit aufgrund der Verlustvorträge sehr niedrigen Steuerquote von knapp 13 Prozent, die lediglich die Mindestbesteuerung darstellt. Die mittlerweile besser mögliche Quantifizierung der Effekte kompensiert zu einem großen Teil den Wertzuwachs, der sich durch die Anhebung unserer Prognosen ergeben hätte.

Unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 7,95%, Ausgangs-Cash-Flow 22,6 Mio. Euro, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,2 wegen der Turnaround-Situation) führt zu einem Ergebnis von 2,22 (bisher 2,57) Euro. Dieser Wert basiert auf angehobenen Schätzungen, die jedoch durch eine Neubewertung der Steuerthematik und die jetzt vollständige Berücksichtigung der Pensionsrückstellungen als Verbindlichkeiten überkompensiert werden.

Als Durchschnitt des Wertes aus der Peer-Group- und DCF-Bewertung ergibt sich als fairer Wert für die TA-Aktie aktuell 2,35 (2,45) Euro, weshalb wir unser Kursziel auf diesen Wert senken. In Anbetracht der jetzt klaren Bilanzstrukturen und der unübersehbaren operativen Fortschritte halten wir das neue Kursziel in seiner Aussagekraft jedoch für fundierter begründet als den mit hoher Ungenauigkeit gekennzeichneten alten Wert.

Fazit

Nach einer langen Durststrecke konnte die TA Triumph-Adler AG nun bereits das zweite Jahr hintereinander schwarze Zahlen ausweisen. Mit der gelungenen Refinanzierung und der Streichung der meisten latenten Steuern kam es zu einer deutlichen Bereinigung der Bilanz. Spätestens in zwei Jahren sollte dann auch das jetzt noch negative Eigenkapital im Konzern aufgrund der hervorragenden Gewinnentwicklung beseitigt sein.

Die neue Finanzierung bringt der Gesellschaft ab 2008 jährliche Einsparungen beim Zinsaufwand von rund 5 Mio. Euro. Somit wird TA unter Herausrechnung des Sondereffekts in 2007 eine erneute Gewinnsteigerung von über 60 Prozent ausweisen können. Mit einem KGV von 5 ist die TA-Aktie weiterhin äußerst moderat bewertet. Wir bekräftigen daher unsere Kaufempfehlung mit einem auf 2,35 Euro leicht reduzierten Kursziel.

Aktionärsstruktur

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

Termine

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

Kontaktadresse

TA Triumph-Adler AG
Südwestpark 23
D-90449 Nürnberg

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

Ansprechpartner Investor Relations:

Dr. Joachim Fleing / Uschie Wühr

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

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

Email: ir@ta.ag

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

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

| Veröffentlichungsdatum | Kurs bei Empfehlung | Empfehlung | Kursziel |
|------------------------|---------------------|------------|----------|
| 04.12.2007 | 1,70 € | Kaufen | 2,45 € |
| 17.08.2007 | 1,81 € | Kaufen | 2,45 € |
| 30.05.2007 | 1,84 € | Kaufen | 2,56 € |

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.08):

| Empfehlung | Basis: alle analysierten Firmen | Firmen mit Kundenbeziehungen |
|------------|---------------------------------|------------------------------|
| Kaufen | 62,3% | 64,0% |
| Halten | 29,5% | 28,0% |
| Verkaufen | 8,2% | 8,0% |

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

| Firma | Disclosure |
|---------------------|------------|
| TA Triumph-Adler AG | 1, 4 |

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

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH 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 von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.