



## Researchstudie (Initial Coverage)



### HanseYachts AG

## „Attraktives Substanzwertinvestment“

Stand 25.11.2009

Fairer Wert: 9,33 €

Rating: KAUFEN

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 24

---

## HanseYachts AG\*<sup>6</sup>

**Rating: Kaufen**

**Kursziel: 9,33 €**

aktueller Kurs: 6,00 €

24.11.2009/XETRA

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0KF6M8

WKN: A0KF6M

Börsenkürzel: H9Y

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 6,400

Marketcap<sup>3</sup>: 38,40

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 36,17

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 28,3 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.7

Designated Sponsor:

LBBW

M.M. Warburg

### Analysten:

Felix Gode

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

Sylvia Schmidt

[schmidt@gbc-ag.de](mailto:schmidt@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite 26

### Unternehmensprofil

Branche: Fahrzeugbau

Fokus: Segel- und Motoryachten

Mitarbeiter: 559 Stand: 31.7.2009

Gründung: 1993

Firmensitz: Greifswald

Vorstand: Michael Schmidt, Udo Potthast,  
Gregor Bredenbeck



Quelle: BIS

Die Geschäftstätigkeit der HanseYachts AG erstreckt sich auf die Herstellung und den Vertrieb von Segel- und Motoryachten. Dabei machen Segelyachten den größten Umsatzanteil aus. HanseYachts ist der drittgrößte Hersteller von Segelyachten weltweit. Daher ist der Exportanteil mit 85 % entsprechend groß. Über 30 Länder gehören zu den Exportzielen des Unternehmens. Die Produktpalette der HanseYachts umfasst 14 Modelle mit einer Länge von 24 Fuß bis 63 Fuß und beinhaltet die vier Marken Hanse, Moody, Fjord und Dehler. Das strategische Konzept umfasst die Konzentration auf technologisch anspruchsvolle Yachten mit einem guten Preis-Leistungs-Verhältnis, gepaart mit einem innovativen Design-Konzept. Seit kurzem gehören auch Motorboote zum Sortiment der HanseYachts. Mit der Übernahme der norwegischen Marke „Fjord“ ist der Einstieg in dieses Segment gelungen. Ergänzend zum Kerngeschäft betreibt HanseYachts eine so genannte Marina, ein an das Betriebsgelände angeschlossener Sportboothafen mit ca. 190 Liegeplätzen sowie ein Restaurant.

### Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.7.2008	31.7.2009	31.07.2010e	31.7.2011e
Umsatz	135,27	58,21	65,00	81,25
EBITDA	10,85	-12,87	3,00	7,28
EBIT	7,83	-20,98	-1,00	3,28
Jahresüberschuss	6,51	-18,15	-1,15	2,53

Kennzahlen in EUR	31.7.2008	31.7.2009	31.07.2010e	31.7.2011e
Gewinn je Aktie	1,02	-2,84	-0,18	0,40
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen	31.7.2008	31.7.2009	31.07.2010e	31.7.2011e
EV/Umsatz	0,20	0,62	0,56	0,45
EV/EBITDA	2,48	-2,81	12,06	4,97
EV/EBIT	3,44	-1,72	-36,17	11,02
KGV	5,90	neg.	neg.	15,17
KBV		0,81		

### Finanztermine:

#### Datum: Ereignis

10.12.2009: Veröffentlichung Q1-Bericht

02.02.2010: Hauptversammlung

25.03.2010: Veröffentlichung HJ-Bericht

17.06.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht

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

#### Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

6.11.2009: RG / 9,33 / KAUFEN

13.10.2009: RS / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

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

## Inhaltsangabe

### Unternehmen

Geschäftstätigkeit.....	3
Organe.....	8

### Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	9
----------------------------	---

### Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick .....	11
Geschäftsentwicklung 2008.....	12
Historische Geschäftsentwicklung.....	12
Geschäftsentwicklung 2008/09.....	13
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	16
SWOT-Analyse HanseYachtsAG.....	17
Prognose und Modellannahmen.....	18
Umsatzprognosen.....	18
Ergebnisprognosen.....	19

### Bewertung/ Fazit

Bestimmung der Kapitalkosten .....	21
Discounted Cashflow-Modell.....	22
Fazit .....	23

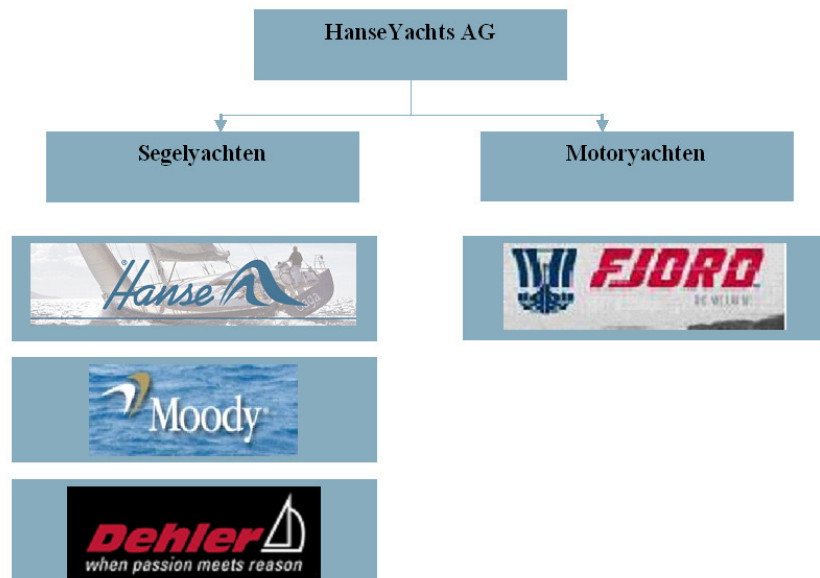
### Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	24
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	26

## Unternehmen

### Geschäftstätigkeit

Die HanseYachts AG mit Sitz in Greifswald ist einer der drei europaweit größten Hersteller von hochseetüchtigen Segelyachten. In Deutschland belegt die Gesellschaft in dieser Kategorie den zweiten Platz. Unterteilt ist die Geschäftstätigkeit in die beiden Hauptgeschäftssegmente „Segelyachten“ sowie „Motoryachten“. Der Bereich Segelyachten, in welchem der wesentliche Umsatz generiert wird, ist in die drei eigenständigen Marken HANSE, MOODY sowie DEHLER gegliedert und umfasst die Entwicklung, Produktion sowie den Vertrieb von unterschiedlichen Segelyachttypen mit einer Größe von 18 bis hin zu 63 Fuß (5,5 bis 19,2 m). Das zweite Segment beinhaltet die Marke FJORD und umfasst den Bau von offenen, aber auch geschlossenen Motoryachten. Die Länge beläuft sich bei diesen von 24 bis hin zu 40 Fuß (7,3 bis 12,2 m). Die Marke DEHLER gehört seit der Übernahme der Assets der insolventen DEHLER Deutschland GmbH im Sommer 2009 zur HanseYachts. Hierüber hat die Hanse-Gruppe die Verfolgung der Mehrmarkenstrategie konsequent weitergeführt.



Quelle: HanseYachts AG; GBC

Die Produktion der Yachten wird an drei Produktionsstandorten in Greifswald, Freienohl sowie Goleniów, Polen vorgenommen. Die Gesellschaft hat ihren Fokus auf die Modulbauweise unter Verwendung von möglichst vielen Gleichteilen (Gleichteilstrategie) gelegt. Dies bedeutet, dass die einzelnen Innenausbaulemente, wie z.B. Tische oder Schränke, die in die verschiedenen Yachttypen eingebaut werden, identisch sind bzw. soweit die Möglichkeit besteht, aus gleichen Modulen zusammengesetzt werden. Somit kann der Kunde seine zukünftige Yacht seinen eigenen Wünschen und Bedürfnissen entsprechend gestalten. Neben den verschiedenen frei kombinierbaren Modulen für die Innenausstattung kann der Kunde seiner zukünftigen Yacht eine noch individuellere Note durch die zur Auswahl stehenden Farbgebungen und Holzarten sowie dem Portfolio an Zusatzausrüstungen geben. Die Fertigung erfolgt entsprechend mehrheitlich erst nach Eingang der Bestellung.

Die Modulbauweise hat für die HanseYachts den Vorteil, dass die Anzahl der notwendigen Rohmaterialien deutlich reduziert wird, was wiederum zu positiven Effekten beim Einkauf und bei der Produktionseffizienz führt. Des Weiteren entfallen bzw. verringern sich hierdurch u.a. die Umrüstzeiten bei den Maschinen.

Der Vertrieb der Yachten erfolgt zum Einen über unabhängige Vertragshändler und zum Anderen über vier zum Konzern zählende Vertriebsgesellschaften mit Sitz in Greifswald/Deutschland, USA, Norwegen sowie Frankreich. Der Vertrieb über die Vertragshändler macht dabei den wesentlichen Anteil aus. Neben der Produktion von Yachten betreibt die Gesellschaft des Weiteren einen an das Betriebsgelände angeschlossenen Sportboothafen, eine sogenannte Marina, mit rund 190 Liegeplätzen. Das Angebot für die Gäste beinhaltet neben den Wasser- und Stromanschlüssen, zudem Sanitäreinrichtungen, Waschmaschinen, Trockner sowie eine Gaststätte. Des Weiteren sind Servicebetriebe wie zum Beispiel Mastenbauer, Segelmacher sowie Motorenservices am Sportboothafen angesiedelt.

#### Marke Hanse



Im vergangenen Jahr 2009 konnte die HanseYachts AG das 15-jährige Bestehen der Marke Hanse feiern. Die Marke umfasst den Bereich der Sportyachten und zeichnet sich zum Einen durch die Auslegung auf Komfort und zum Anderen durch die sportlichen Segeleigenschaften aus. Hierzu trägt maßgeblich die Formgebung des Rumpfes bei, da durch das markante breite Heck unter dem Deck viel Platz für den Bootsbesitzer zur Verfügung steht. In der Vergangenheit verbarg sich hierhinter der Nachteil, dass die Yachten dazu neigten, sich bei Am-Wind-Kursen (*Kurs, bei dem der Einfallswinkel des scheinbaren Winkels kleiner 90° beträgt*) gegen den Wind zu stellen. Dies hatte zur Konsequenz, dass die jeweilige Yacht an Tempo verlor. Die Konstrukteure des Designbüros judel/vrolijk entwickelten eine Lösung bei der Gestaltung der Yachten, wodurch diese nunmehr bei schräg von hinten kommendem Wind eine höhere Geschwindigkeit aufnehmen können und parallel bei schräg von vorne kommendem Wind Stabilität beim Segeln aufweisen.

Die Takelung, also die Art und Anzahl der Segel und Masten, wurde in der Form entworfen, dass sie die Leistung mit einem guten Handling verbindet. Alle Yachten der Marke Hanse haben einen sogenannten 9/10 Rigg (*Rigg bezeichnet das sich auf dem Schiff befindliche stehende Gut, d.h. die feststehenden Masten sowie das Tauwerk, welches die Masten hält*). Hierbei werden Masten mit sich verjüngendem Top eingesetzt. Dies ermöglicht Seglern zum Einen die Mastbiegung exakt an die jeweiligen Windverhältnisse anzupassen sowie zum Anderen einen besseren Trimm (Ausrichtung) des Riggs zu erzielen. Des Weiteren sind alle Yachten mit einer selbstwendenden Rollfock (*Fock: Vorsegel, Rollfock: Ausstattung des Fock mit einer Rollanlage*), einer vom Cockpit aus zentralen Schotführung (*Schot: Leine zum Bedienen des Segels*), einem Einhand-Reffsystem (*System zum Setzen oder Einziehen des Segels*) sowie Lazybags zum besseren und leichteren Auffangen des Großsegels ausgerüstet, was darauf zurückzuführen ist, dass die HanseYachts AG sehr viel Wert darauf legt, dass die Yachten möglichst leicht und sicher zu handhaben sind.

Ein Weiteres wichtiges Merkmal bei der Produktpalette der HanseYachts ist, dass bei der Fertigung von großen Kunststofflaminat-Fertigteilen, wie dem Rumpf oder Deck, Polyester- oder auch Epoxydharz eingesetzt wird. Hierdurch wird die Yacht noch osmosebeständiger. Die Gesellschaft ist nunmehr einer der wenigen Hersteller von Yachten, der Rümpfe aus diesem Harz im Vakuumverfahren während der Produktion größerer Serien einsetzt. Parallel zu dem oben genannten Vorteil können bei den aus Harz bestehenden Bauteilen Einsparungen beim Gewicht von bis zu 20 % erzielt werden - ohne jegliche Einbuße bei der Stabilität. Der hierüber gewonnene Vorteil beim Gewicht steht den Käufern für zusätzliche Elemente in der Ausstattung zur Verfügung.

Für die Herstellung der Möbel sowie der weiteren für den Yachtinnenbau notwendigen Holzteile besitzt die Gesellschaft des Weiteren eigene Fertigungskapazitäten, welche vom Zuschnitt über die Lackierung bis hin zum Zusammenbau reichen.

Aktuell stehen dem Kunden acht verschiedene Modelle im Bereich der Sportyachten zur Auswahl. Nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über diese.

Modell	Rumpflänge	Breite	Tiefgang
Hanse 320	9,55 m	3,30 m	1,84 m
Hanse 350	10,50 m	3,55 m	1,92 m
Hanse 375	11,25 m	3,75 m	1,95 m
Hanse 400	11,99 m	4,08 m	2,05 m
Hanse 430	13,15 m	4,18 m	2,16 m
Hanse 470	14,19 m	4,46 m	2,35 m
Hanse 545	11,25 m	3,75 m	1,95 m
Hanse 630e	19,00 m	5,20 m	2,95 m

Quelle: HanseYachts AG; GBC

Die von HanseYachts gebauten Segelyachten liegen im Bereich von 9,55 m bis 19 m, womit der für Fahrtenyachten relevante Größenbereich mehrheitlich abgedeckt ist. Die Modelle Hanse 375 sowie Hanse 575 sind die neuen Modelle der Gesellschaft.

In der Vergangenheit konnte die HanseYacht im Segment der Sportyachten folgende Preise gewinnen, was die Qualität der Produktpalette unterstreicht:

Deutschland			
2006	Hanse 400e	European Yacht of the Year	1. Platz
2005	Hanse 461	Sonderpreis für die innovativste Yacht Europas	
2002	Hanse 312	European Yacht of the Year	2. Platz
2002	Hanse 341	European Yacht of the Year	1. Platz
2001	Hanse 371DS	Yacht des Jahres	2. Platz
2000	Hanse 331	Yacht des Jahres	1. Platz
2000	Hanse 311	Yacht des Jahres	1. Platz
1999	Hanse 371	Yacht des Jahres	1. Platz
1998	Hanse 292	Yacht des Jahres	1. Platz

Fortsetzung auf Seite 6...

Australien		
2004	Hanse 531	„Boat of the Show“ in Sydney
Niederlande		
2004	Hanse 341	Gewinnt im Vergleichstest der Zeitschrift „Waterkampioen“ in der 32-35 Fuss-Klasse
England		
2004	Hanse 531	„Boat of the Show“ in Southampton

Quelle: HanseYachts AG

### Marke MOODY

Seit dem Jahr 2007 zählt die in Warwick (England) ansässige Traditionsmarke Moody zur HanseYachts AG. Die Yachten der Marke Moody spiegeln 150 Jahre voller Tradition sowie Innovation wider und bieten den Komfort einer Motoryacht sowie parallel den Panoramablick eines Katamarans. In dieser Tradition konnten nach der Eingliederung in den Konzern mittels des serienmäßigen Einsatzes von Epoxy sowie innovativen Produktionstechniken, wie der 5-Achsfräse, als auch der individuellen Kabinenausstattung, neue Maßstäbe gesetzt werden. In Zusammenarbeit mit dem langjährigen Designer Bill Dixon soll nun die etablierte Marke auch in Zukunft erfolgreich weiterentwickelt werden. Hierbei bleibt der Decksalon neben dem klassischen Ambiente auch unter der HanseYacht AG das Markenzeichen für Moodys - Yachten. Die Fertigung erfolgt ebenso in Greifswald/Deutschland.

Das Produktportfolio der englischen Luxusmarke umfasst die beiden Bereiche *Classic Line* sowie *Decksaloon Line*. Das aktuelle Angebot der *Classic Line* beinhaltet folgende Yachten:

- Moody 45 Classic (siehe Bild links) sowie
- Moody 41 Classic (siehe Bild mitte).



Quelle: HanseYachts AG

Das Portfolio der Decksaloon Line dagegen umfasst Moody 45 DS (siehe Bild Rechts) sowie Moody 62 DS.

## Marke DEHLER

Die Traditionsmarke DEHLER zählt seit Sommer 2009 zur HanseYachts AG und steht für Sicherheit, Schnelligkeit, Qualität, hohen Wiederverkaufswert sowie Innovation. Das aktuelle Portfolio der Dehler wurde von den Designbüros judel/vrolijk sowie Simonis Voogd designt und umfasst folgende Modelle:

- Dehler 29
- Dehler 35
- Dehler 39SQ
- Dehler 60 (Neu) sowie
- VA18

Die Yacht „Varianta“ wurde Ende der 60er Jahre durch Willi Dehler erfunden und zum Volksboot. Nunmehr hat sich DEHLER die Wiederbelebung zum Ziel gesetzt und eine neue Varianta Namens VA18 entwickelt, welche erstmals auf der „Boot Berlin“ am 25. November 2009 präsentiert wird und an die damaligen Erfolge anknüpfen soll.

Die Produktion der kleinen und modernen Küstenkreuzer mit einer Länge von 18 bis 34 Fuß (5,5 bis 10,5 m) wird weiterhin am Sitz der Dehler in Freienohl erfolgen, hierzu zählt u.a, die Dehler 39. Die Produktion aller über diese Größe hinausgehenden Yachten wird auf die Produktionsanlagen der HanseYachts in Greifswald ausgelagert.



*Bild: Dehler 39 SQ; Quelle: Dehler GmbH*

## Marke Fjord

Das zweite Segment, Motoryachten, beinhaltet die Marke FJORD und umfasst den Bau von offenen aber auch geschlossenen Motoryachten. FJORD zählt seit dem Jahr 2006 zur HanseYachts. Die Marke hat einen sehr hohen Bekanntheitsgrad in Skandinavien. Folgende Modelle beinhaltet das aktuelle Portfolio der Marke FJORD:

- Fjord 40´Open
- Fjord 36 (demnächst)
- Fjord 40´Cruiser
- Fjord 24´Heritage sowie
- Fjord 28´Heritage.



*Bild: Fjord Heritage 24; Quelle: Fjordboats.com*

Die Herstellung der Yachten wird ebenfalls bei der Muttergesellschaft in Greifswald vorgenommen.



## **Organe**

### **Vorstand**

#### **Michael Schmidt, Vorstandsvorsitzender & Vorstand Marketing, Vertrieb, Einkauf sowie Entwicklung**

Nach dem Abschluss seiner Lehre als Reedereikaufmann im Jahr 1968 war Herr Schmidt bis 1975 für verschiedene Unternehmen in England, Schweden sowie Kanada tätig. Im Jahr 1975 wechselte Herr Schmidt zu der C&C Yachts Europa, wo er zum Einen die Verantwortung für den Aufbau eines europäischen Händlernetzes und zum Anderen für die Errichtung einer Produktion für Serienschiffe in Kiel trug. 1979 gründete Herr Schmidt die Yachtmaklergesellschaft Michael Schmidt & Partner GmbH und die Yachtwerft Wedel GmbH. An Letzterer hält Herr Schmidt heute keine Anteile mehr. Die Gründung der HanseYachts AG erfolgte im Jahr 1990. Bis heute führt der ehemalige Segelweltmeister die Geschäfte der Gesellschaft.

#### **Herr Udo Potthast, Finanzvorstand**

Herr Udo Potthast studierte Wirtschaftswissenschaften an der Universität Göttingen. Im Anschluss war er von 1991 bis 2008 in einer Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Hamburg tätig, seit dem Jahr 1999 als Partner. Herr Potthast war im Rahmen seiner Beratertätigkeit an den Vorbereitungen sowie der Durchführung des Börsenganges der HanseYachts beteiligt. Im Jahr 2008 wurde er in den Vorstand der HanseYacht berufen.

#### **Gregor Bredenbeck, Produktionsvorstand**

Im Jahr 1993 schloss Herr Gregor Bredenbeck seine Ausbildung zum Bootsbauer bei der Yachtwerft GmbH ab und war 1994 als Bootsbauer bei dieser tätig. Im Anschluss absolvierte er bis 1997 bei der Michael Schmidt & Partner GmbH eine Ausbildung zum Groß- und Außenhandelskaufmann. Bis zum Jahr 1998 war er bei dieser Gesellschaft als Yachtmakler tätig. Im gleichen Jahr wechselte Herr Bredenbeck zu HanseYachts, bei welcher er die Leitung für den Vertrieb verantwortete. Nach drei Jahren übernahm er bis zum Jahr 2007 die Funktion des Produktionsleiters. Seither ist Herr Bredenbeck als Produktionsvorstand bestellt.

### **Aufsichtsrat**

#### **Herr Dirk Borgwardt (Aufsichtsratsvorsitzender)**

Herr Borgwardt ist als Rechtsanwalt tätig und seit dem 06.07.2006 Mitglied des Aufsichtsrates der HanseYachts AG.

#### **Herr Rolf Vrolijk**

Ebenso wie Herr Borgwardt ist auch Herr Vrolijk seit dem 06.07.2006 Mitglied des Aufsichtsrates. Parallel ist der Yachtdesigner Mitgesellschafter sowie Geschäftsführer des Designbüros judel/vrolijk & co-engineering GmbH.

#### **Frau Francisca Schmidt**

Die ausgebildete Segelmacherin sowie Diplombiologin wurde am 15.12.2006 in den Aufsichtsrat der HanseYachts AG gewählt.

#### **Hans-Joachim Zwarg**

Herr Zwarg ist selbstständiger Unternehmensberater und seit dem 09.01.2007 Mitglied des Aufsichtsrates.

#### **Mathias Harmstorf**

Der Gesellschafter und Geschäftsführer der HaCon GmbH zählt seit dem 09.01.2007 zum Aufsichtsrat der HanseYacht AG.

#### **Bernd Singelmann**

Herr Singelmann ist wie Herr Zwarg und Herr Harmstorf am 09.01.2007 in den Aufsichtsrat gewählt worden. Bei der Singelmann Werbeagentur GmbH ist er Alleingesellschafter sowie –geschäftsführer.

## Markt und Marktumfeld

Nach einer ungewöhnlich langen Wachstumsrate bei den Bootsherstellern Europas mit Steigerungsraten in Höhe von 5 bis 6 % p.a. in den vergangenen vier Jahren kündigte sich im 2. Halbjahr 2008 langsam die Trendwende an. Zu den Nachfragerückgängen trugen für die Bootshersteller neben der weltweiten Immobilienkrise, die gestiegenen Energiekosten sowie die Inflation wesentlich bei. Auch die deutsche Wassersportwirtschaft musste einen deutlichen Nachfragerückgang verzeichnen. So sprechen laut Bundesverbandes Wassersportwirtschaft rund 76,5 % der Segelbootanbieter im Vergleich zum Vorjahr von schlechteren Geschäften. Bei den Motorbooten beläuft sich der Wert mit 75,5 % auf gleichem Niveau.

Diese Umfrageergebnisse spiegeln sich deutlich bei den rückläufigen Bootsmotorenverkäufen wider. So reduzierten sich im 1. Quartal 2009 die Verkäufe von Diesel-Innenbootmotoren im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 63,8 %. Hochgerechnet auf ein gesamtes Jahr (01.04.2008 - 31.03.2009) beläuft sich der Wert auf 41,9 %.

Der Außenbordermarkt schrumpfte dagegen lediglich um 20,1 %, was auf die Tatsache zurückzuführen ist, dass dieser vorrangig die Nachfrage nach Ersatzbedarf abdeckt. Ebenso mussten die Motor- und Segelanbieter des Gebrauchbootsegmentes Einbußen verzeichnen. Doch gerät dieser Markt nicht einzig durch die wirtschaftliche Entwicklung unter erheblichen Druck. Ein weiterer wesentlicher Faktor ist, dass neben den Yachten von privaten Bootseignern, die aufgrund des Alters diesen Sport aufgeben, Charterflotten ihre Überkapazitäten abbauen und die entsprechenden Schiffe auf dem Gebrauchtmarkt anbieten. Dies wiederum führt zu einem beschleunigten Preisverfall, was durch die größer werdende Differenz zwischen Gebrauchtbootwert und Neubootpreis parallel eine zusätzliche Belastung für des Neubootgeschäft beinhaltet.

Basierend auf der schwierigen konjunkturellen Situation und den damit einhergehenden Umsatzeinbrüchen kam es in der Branche zu Zusammenschlüssen und finanziellen Umstrukturierungen. So wurde die sich seit Dezember 2008 in Insolvenz befindende deutsche Yachtwerft Dehler Deutschland GmbH durch die HanseYachts im Sommer 2009 übernommen. Ebenso musste der italienische Hersteller für Edelyachten Ferretti im Februar 2009 seine Zinszahlungen einstellen und mit den Banken die Kredite neu verhandeln. Der größte deutsche Hersteller Bavaria Yachtbau GmbH geriet ebenfalls durch hohe Zinslasten in Höhe von ca. 60 bis 70 Mio. € p.a. in Existenznot. Durch eine Einigung der Kreditgeber bezüglich der finanziellen Umstrukturierung konnte eine Insolvenz der Gesellschaft jedoch im Oktober 2009 abgewendet und die Marke ebenfalls erhalten werden.

Einen ersten Lichtblick konnte die Branche auf der für die Bootsanbieter wichtigsten Veranstaltung boot-Düsseldorf im Januar 2009 verzeichnen. So sanken auf der weltgrößten Yacht- und Wasserbootmesse zwar die Besucherzahlen, doch war die kaufkräftige Kundschaft weiterhin vor Ort. So haben rund 60 % der Besucher Boote, Ausrüstungen bzw. Wassersportgeräte bestellt bzw. käuflich erworben. Im mittleren Segment (80.000 bis 200.000 Euro) gestaltete sich die Nachfrage im Vergleich zum unteren Segment eher verhalten. Ähnlich war auch die Situation bei den Großyachten.

Im Sommer 2009 beurteilten bereits 41,8 % der befragten Bootsunternehmen die Geschäftslage gleich gut bzw. besser als im Vorjahr. Und im September erklärte der Geschäftsführer des Bundesverbandes für Wassersportwirtschaft Jürgen Tracht, dass aus seiner Sicht alle Anzeichen dafür spre-

chen, dass im Bootsbereich die Talsohle erreicht ist. Für das laufende Geschäftsjahr gehe der Verband insgesamt von einem Umsatzrückgang in Höhe von 13,2 % aus.

### **Wettbewerbssituation**

Die HanseYachts agiert weltweit, wobei am Umsatz gemessen die wichtigsten Märkte Deutschland, Skandinavien, England und Frankreich sind. Beide Märkte (Segelyachten/ Motoryachten) sind sehr stark fragmentiert, wobei der Markt für Motoryachten eine stärkere Fragmentierung aufweist. Durch die Finanzkrise kam es zu Übernahmen und Betriebsaufgaben kleinerer Hersteller, wodurch die Anzahl der Wettbewerber weiter gesunken ist. Der Konsolidierungsprozess wird aus unserer Sicht mittelfristig auf beiden Märkten weiter deutlich voranschreiten.

Zu den wesentlichen Wettbewerbern der Gesellschaft zählen in Deutschland die Bavaria Yachtbau sowie auf internationaler Ebene Beneteau, Dufour Yachts und Elan Marine.

Die HanseYachts AG ist mit den vier starken Marken HANSE, MOODY, DEHLER sowie FJORD sehr gut im Markt positioniert und breit aufgestellt. Die Gesellschaft tritt als aktiver Konsolidierer (2006: FJORD; 2007: MOODY; 2009: DEHLER) auf und ist im Vergleich zum Wettbewerb finanziell gut ausgestattet. So wurden die aus dem Börsengang eingesammelten Mittel für die Optimierung der Produktionsabläufe investiert. Neben einer neuen GfK-Fertigungshalle (**G**lasfaserverstärkte **K**unststoffteile) am Stammsitz wurde auch eine neue Halle für die GfK-Fertigung in Polen sowie eine neue Montagehalle für Schiffe über 60 Fuß errichtet. Ebenfalls erfolgte eine Modernisierung der Tischlerei nebst Maschinenpark. Damit verfügt die HanseYachts über hochmoderne und effiziente Fertigungslinien, was es erlaubt, die Durchlaufzeiten bei der Fertigung sehr gering und damit die Kapitalbindung auf einem Minimum zu halten. Des Weiteren ist die Gesellschaft weltweit der einzige Hersteller, der Motor- und Segelyachten in einem Werk produzieren kann.

Trotz der momentan schwierigen wirtschaftlichen Situation ist am Markt laut Jürgen Tracht, Geschäftsführer des Bundesverbandes für Wassersportwirtschaft, ein klarer Trend spürbar: „Innovation und Qualität gehen beim Kunden vor Preis! Unternehmen, die kreativ sind, Komfort, Qualität und Service bieten, können sich im Markt durchsetzen“. Dieser Trend aber auch die sehr gute Positionierung der HanseYachts sollte sich bei einer Markterholung spürbar in den Zahlen widerspiegeln.

# Unternehmensentwicklung & Prognose

## Zahlen im Überblick

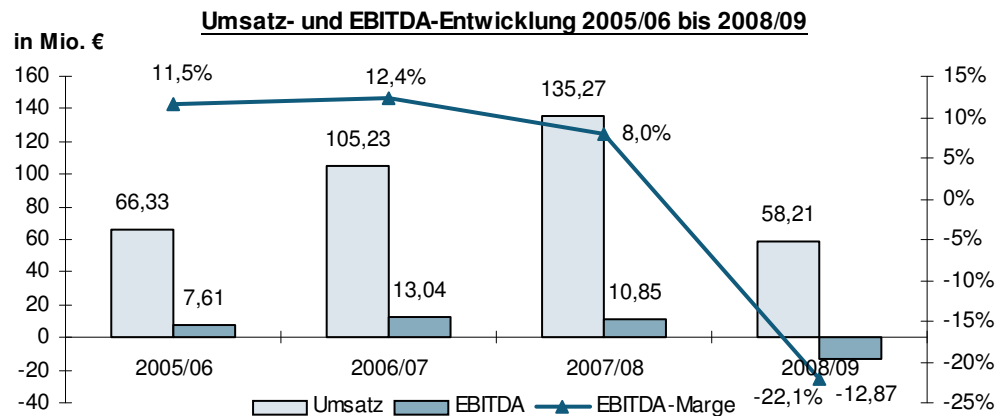
GuV (in Mio. €)	GJ 2006/07	in %	GJ 2007/08	in %	GJ 2008/09	in %	GJ 2009/10e	in %	GJ 2010/11e	in %
<b>Umsatz</b>	105,228	100,00%	135,268	100,00%	58,206	100,00%	65,000	100,00%	81,250	100,00%
Bestandsveränderung	2,590	2,46%	3,053	2,26%	-3,114	-5,35%	3,500	5,38%	3,000	3,69%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,767	0,73%	1,726	1,28%	1,310	2,25%	1,500	2,31%	1,500	1,85%
Sonstige betriebliche Erträge	1,692	1,61%	4,487	3,32%	1,721	2,96%	2,000	3,08%	2,000	2,46%
Materialaufwand	-73,764	-70,10%	-100,114	-74,01%	-40,847	-70,18%	-45,500	-70,00%	-56,469	-69,50%
<b>Rohrertrag</b>	<b>36,513</b>	<b>34,70%</b>	<b>44,420</b>	<b>32,84%</b>	<b>17,276</b>	<b>29,68%</b>	<b>26,500</b>	<b>40,77%</b>	<b>31,281</b>	<b>38,50%</b>
Personalaufwand	-11,666	-11,09%	-18,622	-13,77%	-17,427	-29,94%	-13,000	-20,00%	-13,500	-16,62%
Abschreibungen	-2,073	-1,97%	-3,024	-2,24%	-8,103	-13,92%	-4,000	-6,15%	-4,000	-4,92%
Sonstige betriebliche Auf-	-11,812	-11,23%	-14,947	-11,05%	-12,723	-21,86%	-10,500	-16,15%	-10,500	-12,92%
<b>EBIT</b>	<b>10,962</b>	<b>10,42%</b>	<b>7,827</b>	<b>5,79%</b>	<b>-20,977</b>	<b>-36,04%</b>	<b>-1,000</b>	<b>-1,54%</b>	<b>3,281</b>	<b>4,04%</b>
Finanzergebnis	0,598	0,57%	1,042	0,77%	-0,760	-1,31%	-0,800	-1,23%	-0,750	-0,92%
<b>Ergebnis vor Ertragssteu-</b>	<b>11,560</b>	<b>10,99%</b>	<b>8,869</b>	<b>6,56%</b>	<b>-21,737</b>	<b>-37,34%</b>	<b>-1,800</b>	<b>-2,77%</b>	<b>2,531</b>	<b>3,12%</b>
Ertragssteuern	-4,299	-4,09%	-2,356	-1,74%	3,585	6,16%	0,650	1,00%	0,000	0,00%
<b>Konzernergebnis</b>	<b>7,261</b>	<b>6,90%</b>	<b>6,513</b>	<b>4,81%</b>	<b>-18,152</b>	<b>-31,19%</b>	<b>-1,150</b>	<b>-1,77%</b>	<b>2,531</b>	<b>3,12%</b>
Auf Minderheiten entfallender Anteil am Konzernergebnis	-0,078	-0,07%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
<b>Anteil der Aktionäre der HanseYachts AG am Konzernergebnis</b>	<b>7,183</b>	<b>6,83%</b>	<b>6,513</b>	<b>4,81%</b>	<b>-18,152</b>	<b>-31,19%</b>	<b>-1,150</b>	<b>-1,77%</b>	<b>2,531</b>	<b>3,12%</b>
EBITDA	13,035		10,851		-12,874		3,000		7,281	
in %	12,39		8,02		-22,12		4,62		8,96	
EBIT	10,962		7,827		-16,901		-1,000		3,281	
in %	10,42		5,79		-36,04		-1,54		4,04	
Ergebnis je Aktie in €	1,12		1,02		-2,84		-0,18		0,40	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00	

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS*	Bilanzstichtag: 31.07.2007	Bilanzstichtag: 31.07.2008	Bilanzstichtag: 31.07.2009
Operatives Anlagevermögen	19,017	46,140	40,737
Working Capital	-7,819	13,052	9,425
Nettoverschuldung	52,838	11,511	-2,235
Zinsbare Verbindlichkeiten	4,395	8,736	12,624
Finanzvermögen	57,233	20,247	14,859
Eigenkapitalquote in %	70,1	70,7	70,3
Gezeichnetes Kapital	6,400	6,400	6,400
Aktienanzahl	6,400	6,400	6,400
Bilanzsumme	91,382	100,052	74,558

\* gemäß Berechnungen GBC

## Historische Geschäftsentwicklung

Die nachstehende Grafik veranschaulicht die Entwicklung von Umsatzerlösen, EBITDA sowie EBITDA-Marge für die Geschäftsjahre 2005/06 bis einschließlich 2008/09.

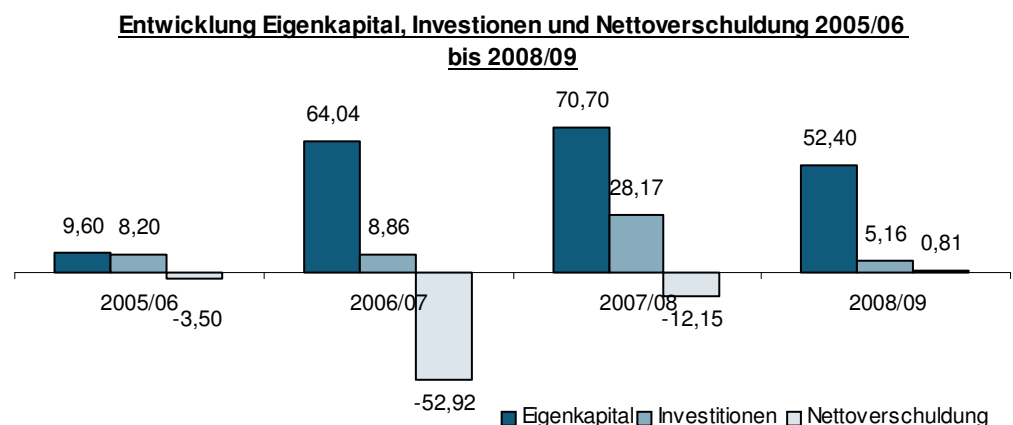


Quelle: HanseYachts, GBC

Nachdem die HanseYachts AG im Zeitraum 2005/06 bis 2007/08 ein beeindruckendes Wachstum vorweisen konnte, kam es im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 zu einem massiven Nachfrageeinbruch auf allen relevanten Absatzmärkten, so dass das Umsatzvolumen drastisch unter das Niveau des Geschäftsjahres 2005/06 fiel. Der vorherige Umsatzanstieg von 66,33 Mio. € auf 135,27 Mio. € innerhalb von zwei Jahren war dabei hauptsächlich auf organisches Wachstum zurückzuführen. In dieser Zeit konnte HanseYachts ihre Marktanteile für Motor- und Segelyachten deutlich ausweiten. Zwar wurden in 2006 sowie 2007 die Akquisitionen von Fjord und Moody getätigt, allerdings sollten die Umsatzbeiträge dieser beiden Gesellschaften nach unserer Einschätzung nur in einer untergeordneten Größenordnung zum Umsatzanstieg beigetragen haben. Genaue Umsatzzahlen für die Marken Fjord und Moody werden vom Unternehmen nicht separat ausgewiesen.

In der Vergangenheit hat HanseYachts bereits erfolgreich unter Beweis gestellt, mit dem Geschäftsmodell eine hohe Margensituation erreichen zu können. Nach rund 12 % in 2005/06 sowie 2006/07 lag die EBITDA-Marge in 2007/08 noch immerhin bei rund 8 % bis es dann im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 zu einem hohen operativen Verlust kam.

Das nachfolgende Schaubild zeigt die Entwicklung von Eigenkapital, Investitionen und Nettoverschuldung für die Geschäftsjahre 2005/06 bis 2008/09.



Quelle: HanseYachts, GBC

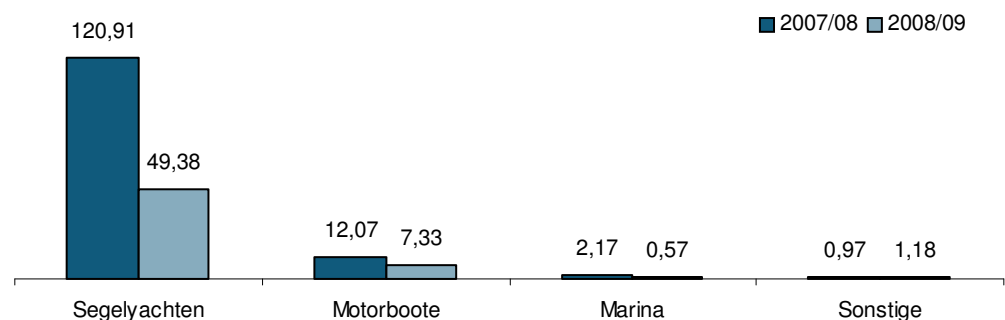
Dank des Börsengangs im März 2007 flossen der Gesellschaft liquide Mittel von knapp 47 Mio. € zu, was einen signifikanten Anstieg des Eigenkapitals sowie der Nettoliquidität zur Folge hatte. Mit Hilfe der eingesammelten Mittel aus dem Börsengang wurden in den letzten vier Jahren mehr als 50 Mio. € investiert. Das Investitionsprogramm umfasste dabei die Fertigstellung des Produktionsstandortes für die Kunststofffertigung in Greifswald sowie den Neubau der Fertigungshalle für die Kunststoffproduktion in Goleniów/Polen. Darüber hinaus wurden Investitionen in eine neue Montagehalle für Schiffe größer 60 Fuß sowie in die Erweiterung und Modernisierung der Tischlerei inklusive des Maschinenparks getätigt. Nach unserer Einschätzung sollte HanseYacht damit hinsichtlich Modernität und Effizienz der Fertigungslinien einen Spitzenrang in Europa einnehmen.

Die getätigten Investitionen, der Anstieg des Working Capitals sowie der hohe operative Verlust in 2008/09 sind dafür verantwortlich, dass sich die Nettoliquidität von 52,90 Mio. € nach dem IPO zu einer Nettoverschuldung zum Geschäftsjahresende 2008/09 von 0,81 Mio. € gedreht hat. Dennoch ist die bilanzielle Lage weiterhin als solide einzuschätzen.

### Geschäftsentwicklung 2008/09

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2008/09 war infolge des konjunkturellen Abschwungs maßgeblich geprägt durch eine starke Investitionszurückhaltung der Konsumenten bei Segel- und Motoryachten. Segel- und Motoryachten haben als Luxuskonsumgüter eine hohe Nachfrageelastizität, so dass die Gesellschaft hart vom Konjunkturereinbruch betroffen war. Dieses restriktive Investitionsverhalten auf Konsumentenseite spiegelt sich sehr deutlich in den Geschäftszahlen der HanseYachts AG wider. Die Umsatzerlöse entwickelten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 massiv rückläufig. Im Gesamtjahr beliefen sich die Konzernumsätze auf 58,21 Mio. €, was einem Umsatzrückgang gegenüber dem Vorjahr von 57,0 % (VJ: 135,27 Mio. €) entspricht. Die nachfolgende Grafik veranschaulicht die Umsatzentwicklung der verschiedenen Segmente.

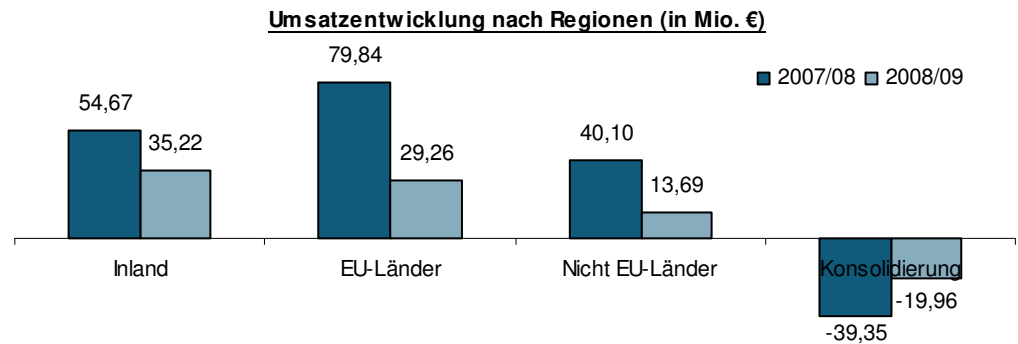
Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: HanseYachts, GBC

Das mit Abstand wichtigste Segment Segelyachten mit einem Umsatzanteil von 84,8 % musste im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 einen massiven Umsatzeinbruch von 59,2 % auf 49,38 Mio. € (VJ: 120,91 Mio. €) verzeichnen. Im zweiten Geschäftsbereich Motorboote fiel die Umsatzeinbuße mit 39,3% auf 7,33 Mio. € (VJ: 12,07 Mio. €) leicht moderater aus. Hierunter fallen Motorboote der norwegischen Marke Fjord, die ebenfalls in Greifswald hergestellt werden. Auf die Aktivitäten als Betreiber des Yachthafens (Marina) in Greifswald entfielen in 2008/09 Umsätze in Höhe von 0,57 Mio. € (VJ: 2,17 Mio. €) und nehmen damit nur eine untergeordnete Rolle ein.

Hinsichtlich der Umsatzverteilung nach den geographischen Absatzmärkten zeigt sich folgendes Bild:



Quelle: HanseYachts, GBC

Der inländische Markt verbuchte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 einen Umsatzrückgang um 35,6% auf 35,22 Mio. € (VJ: 54,67 Mio. €) und stellt weiterhin den gewichtigsten Absatzmarkt von HanseYachts dar. Deutlich stärker betroffen waren die Regionen „EU-Länder“ sowie „Nicht EU-Länder“ mit Umsatzrückgängen von 63,4 % auf 29,26 Mio. € (VJ: 79,84 Mio. €) respektive von 65,9 % auf 13,69 Mio. € (VJ: 40,10 Mio. €). Während sich im EU-Raum das Marktumfeld in Spanien, in Großbritannien, in den baltischen sowie den skandinavischen Ländern als außerordentlich herausfordernd erwies, war in der Region „Nicht EU-Länder“ insbesondere in den Absatzmärkten USA, Russland und Norwegen ein massiver Nachfrageeinbruch zu verzeichnen. Einen maßgeblichen Einfluss auf die Nachfrageabschwächung hatte hierbei auch der Anstieg des Euro gegenüber den Währungen in Skandinavien, Osteuropa, UK und in den USA. Der Bereich „Konsolidierung“ von 19,96 Mio. € (VJ: 39,35 Mio. €) betrifft innerbetriebliche Umsätze.

Der Rohertrag ging im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 von zuvor 44,42 Mio. € auf nun 12,28 Mio. € zurück. Dies entspricht einer Rohertragsmarge von 29,68 % gegenüber 32,84 % in der vergleichbaren Vorjahresperiode. Diese Margenentwicklung ist dabei in erster Linie auf niedrigere aktivierte Eigenleistungen (2008/09: 1,31 Mio. € vs. 2007/08: 1,73 Mio. €) sowie geringere sonstige betriebliche Erträge (2008/09: 1,72 Mio. € vs. 2007/08: 4,49 Mio. €) zurückzuführen. Im Vorjahr waren bei den sonstigen betrieblichen Erträgen noch Weiterberechnungen an Händler sowie Kursgewinne aus Währungsumrechnung von rund 4 Mio. € enthalten, die sich positiv auf den Rohertrag ausgewirkt hatten. Unter Berücksichtigung dieser genannten Effekte verhielt sich die Rohertragsmarge stabil.

Der Personalaufwand reduzierte sich im Vergleich zum Umsatz zunächst unterproportional auf 17,43 Mio. € (VJ: 18,62 Mio. €). Dem massiven Einbruch der Nachfrage wurde vorausschauend bereits zu Beginn des Geschäftsjahres mit Kosteneinsparungen im Personalbereich entgegengesteuert. So wurde beispielsweise die Belegschaft um mehr als ein Drittel reduziert und zusätzlich Kurzarbeit eingeführt. HanseYachts beschäftigte zum Ende des Geschäftsjahres 559 Mitarbeiter, davon 121 im Ausland. Im Jahresdurchschnitt lag die Anzahl der Beschäftigten noch bei 697. Auf der anderen Seite profitierte HanseYachts von der gestiegenen Wettbewerbsfähigkeit des polnischen Produktionsstandortes aufgrund der Abwertung des Zloty. Naturgemäß haben die Einsparungsmaßnahmen aufgrund der zeitlichen Wirkungsverzögerung zwar bereits unterjährig im Geschäftsjahr 2008/2009 erste positive Effekte gezeigt, die volle Wirkung ist jedoch erst für das laufende Geschäftsjahr 2009/2010 zu erwarten. Auch auf Seite der sonstigen

betrieblichen Aufwendungen konnten im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 Einsparungen realisiert werden. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beliefen sich auf 12,72 Mio. € nach 14,95 Mio. € im vergleichbaren Vorjahreszeitraum, was im Wesentlichen auf niedrigere Kosten für Reparaturen und Instandhaltung, gesunkene Fracht- und Verpackungskosten sowie geringere Wechselkursverluste zurückzuführen ist.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen fiel im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 deutlich negativ aus und lag bei -12,87 Mio. € (VJ: +10,85 Mio. €). Die Abschreibungen wurden in 2008/09 durch außerordentliche Einmalfaktoren negativ belastet. So wurden außerplanmäßige Wertanpassungen auf den Geschäfts- und Firmenwert sowie auf den Markenwert der norwegischen Tochtergesellschaft Fjord Boats AS von insgesamt 3,87 Mio. € vorgenommen. Des Weiteren erhöhten sich die planmäßigen Abschreibungen auf das operative Anlagevermögen infolge der getätigten hohen Investitionen der vergangenen Jahre von 2,79 Mio. € in 2007/08 auf 4,03 Mio. € in 2008/09.

Folglich lag das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 bei -20,98 Mio. € nach 7,83 Mio. € im Vorjahr. Das Finanzergebnis fiel in 2008/09 aufgrund der Aufnahme weiterer Bankkredite sowie Wertänderungen derivativer Finanzinstrumente mit -0,76 Mio. € (VJ: 1,04 Mio. €) erstmalig seit dem Börsengang im März 2007 leicht negativ aus. Unter Berücksichtigung der gebildeten aktiven latenten Steuern für die nutzbaren Verlustvorträge belief sich der Jahresüberschuss in 2008/09 auf -18,15 Mio. € (VJ: 6,51 Mio. €).



## **Bilanzielle und finanzielle Situation**

Die bilanzielle Situation der HanseYachts AG ist auch nach dem verlustreichen abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 weiterhin als gesund und solide einzustufen. Das Eigenkapital reduzierte sich infolge des angelaufenen Jahresfehlbetrags zwar deutlich auf 52,40 Mio. € zum Stichtag 31. Juli 2009 (VJ: 70,70 Mio. €). Dies entspricht aber einer hohen Eigenkapitalquote von 70,3 % (VJ: 70,7 %) sowie einem Buchwert je Aktie von 8,19 €. Bereinigt um die immateriellen Vermögenswerte beträgt der Buchwert je Aktie zum Bilanzstichtag 7,40 €. Die Aktivseite der Bilanz ist geprägt durch das Sachanlagevermögen in Höhe von 35,68 Mio. €, welches sich aufgrund der Investitionen in den letzten Jahren deutlich erhöhte. Die Investitionen in die Ausweitung des Maschinenparks und die Produktionskapazitäten an den Standorten Greifswald und Goleniow summierten sich seit 2005/06 auf mehr als 50 Mio. €, was sich entsprechend im operativen Anlagevermögen niedergeschlagen hat. Bei den immateriellen Vermögenswerten kam es bedingt durch die außerplanmäßigen Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert sowie auf den Markenwert bei der norwegischen Tochtergesellschaft Fjord Boats AS von 2,60 Mio. € respektive 1,27 Mio. € zu einem Rückgang von 5,06 Mio. € (VJ: 8,77 Mio. €). Zudem wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 für den Kauf der Marke „Dehler“ ein Preis von 0,40 Mio. € bezahlt, welcher die immateriellen Vermögenswerte in gleichem Umfang erhöht hat.

Die aktiven latenten Steuern stiegen zum 31.7.2009 aufgrund des angefallenen operativen Verlusts um über 3 Mio. € auf 3,80 Mio. € an. Hierin nicht enthalten ist ein Großteil der steuerlich nutzbaren Verlustvorträge. Insgesamt verfügt die Gesellschaft über körperschaftssteuerliche sowie gewerbesteuerliche Verlustvorträge von 17,5 Mio. € bzw. 14,7 Mio. €, welche aufgrund einer konservativen Einschätzung der künftigen Gewinnsituation nur in geringem Umfang aktiviert wurden. Die Steuerquote auf Konzernebene wird sich folglich in den kommenden Jahren auf einem moderaten Niveau bewegen.

Die Vorräte konnten analog zum Umsatzrückgang per Ende Juli 2009 auf 14,47 Mio. € (VJ: 19,27 Mio. €) abgebaut werden, was allerdings einen Anstieg der Relation Umsatz zum Vorratsbestand auf 24,85 % (VJ: 14,24 %) zur Folge hatte. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen reduzierten sich aufgrund des niedrigeren Umsatzniveaus ebenfalls deutlich um rund 5,6 Mio. € auf 2,50 Mio. € zum 31. Juli 2009 (VJ: 8,09 Mio. €). In der Regel erhält HanseYachts Anzahlungen auf bestellte Segelyachten und Motorboote. Bei Auslieferung an den Kunden erfolgt dann die noch ausstehende vollständige Kaufpreiszahlung.

Die Nettoverschuldung belief sich zum 31. Juli 2009 auf 0,81 Mio. € (VJ: -12,15 Mio. €). Die Finanzierungskonditionen bei den Banken erachten wir als attraktiv. Per Ende Juli 2009 lagen die Bankdarlehen bei 11,81 Mio. €, welche im Durchschnitt mit 3,2 % verzinst werden. Darüber hinaus bestehen keinerlei Pensionsrückstellungen. Die übrigen Verbindlichkeiten zum 31. Juli 2009 in Höhe von 7,41 Mio. € (VJ: 16,23 Mio. €) setzen sich hauptsächlich aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen von 5,34 Mio. € sowie erhaltenen Anzahlungen von 0,68 Mio. € zusammen.

## **SWOT - ANALYSE HanseYachts AG**

### **Stärken**

- Solide finanzielle Ausstattung und hohe Eigenkapitalquote von 70,3 %
- Hocheffiziente Fertigung durch moderne Fertigungsanlagen und Modellbauweise und Gleichteilstrategie
- Individuelle Gestaltbarkeit des Innenausbau durch variabel kombinierbare Module ohne hohen zusätzlichen Produktionsaufwand möglich
- Geringes Zahlungsausfallrisiko, da Übergabe der fertiggestellten Yacht erst nach vollständiger Kaufpreiszahlung
- Starke Marktstellung in Deutschland und Europa (Nr. 2 in Deutschland, Nr. 3 in Europa)

### **Schwächen**

- Absatz von der Anzahl, Leistungsfähigkeit sowie Qualität der unabhängigen Vertragshändler abhängig
- Wechselkursveränderungen können Absatz stark belasten
- Erfolg der Gesellschaft stark vom Unternehmensgründer abhängig

### **Chancen**

- Ausbau der Marktstellung durch weitere Übernahmen möglich, da Wettbewerber durch Absatzkrise teilweise stark existenzbedroht
- Hoher Stellenwert bei Kunden von Innovation und Qualität
- Breites Produktportfolio sollte dabei helfen, die konjunkturelle Schwächephase schneller zu überwinden

### **Risiken**

- Sich ändernder Kundengeschmack könnte durch Neuentwicklungen nicht getroffen werden
- Rückfall der Händlergewährleistungsleistungen könnte zu Ergebnisbelastungen führen
- Preisverfall für Neuboote durch starken zahlenmäßigen Anstieg an Gebrauchbooten im Zuge der hohen Kapazitätsausweitungen in der Vergangenheit
- Absatzkrise im Bereich der Luxuskonsumgüter könnte in der Folge der Konjunkturkrise weiter anhalten
- Die Nachfrage auf dem Markt für Yachten ist stark konjunkturrelastisch

## Prognose und Modellannahmen

In Mio. €	2008/09	2009/10e	Delta	2010/11e	Delta
<b>Umsatz</b>	58,21	65,00	11,7 %	81,25	+25,0 %
<b>EBITDA</b>	-12,87	3,00	k.a.	7,28	+142,7 %
<b>EBITDA-Marge</b>	neg.	4,6 %		9,0 %	
<b>EBIT</b>	-20,98	-1,00	k.a.	3,28	k.a.
<b>EBIT-Marge</b>	neg.	-1,5 %		4,0 %	
<b>Periodenergebnis</b>	-18,15	-1,15	k.a.	2,53	k.a.

Quelle: GBC

### Umsatzprognosen

Auch zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres 2008/09 sowie zum Start des neuen Geschäftsjahres 2009/10 war die Kaufzurückhaltung der Kunden weiterhin spürbar. Jedoch sind die Lagerbestände der Händler inzwischen deutlich reduziert, was notwendige Neubestellungen für die kommende Saison erwarten lässt. Auch der Verlauf der Herbstmessen zeigt leichte Belebungstendenzen. Die dort präsentierten Neuentwicklungen und Sondermodelle werden laut Unternehmensaussage gut angenommen und resultieren bereits in guten Auftragseingängen. Dies führt derzeit zu einer Auslastung der Produktion für mehrere Monate. Von einer Rückkehr zum „alten“ Bestellverhalten der Händler ist jedoch noch nicht zu sprechen. Noch immer werden Bestellungen vom Kunden direkt an HanseYachts weitergegeben und eine eigene Lagerhaltung "auf Vorrat" weitestgehend vermieden.

Nicht zuletzt sollte aber die Übernahme der Dehler bereits im angelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 einen Umsatzbeitrag von 5 - 8 Mio. € beisteuern können. Mittelfristig ist es dann sogar denkbar, dass Dehler einen Umsatzanteil von rund 20 Mio. € beiträgt. Diese Größenordnung erreichte das Unternehmen in der Vergangenheit.

Wir rechnen daher damit, dass sich die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2009/10 entsprechend anorganisch erhöhen, während wir angesichts der weiterhin angespannten Marktlage zunächst nur mit einem sehr geringen organischen Wachstum rechnen. Damit gehen wir mit der Prognose des Unternehmens konform, das ebenfalls von leicht steigenden Umsatzerlösen ausgeht. Insgesamt gehen wir daher von einem organischen Wachstum um 3,0 % auf 60,00 Mio. € aus. Zuzüglich eines konservativ gerechneten Umsatzanteil von 5,00 Mio. € durch Dehler erwarten wir für das Geschäftsjahr 2009/10 gesamte Umsatzerlöse in Höhe von 65,00 Mio. €, bzw. eine Steigerung gegenüber dem Vorjahr um 11,7 %.

Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2010/11 sollten sich dann auch organisch wieder Belebungstendenzen zeigen. Wir rechnen damit, dass ein Wachstum von 25,0 % auf dann 81,25 Mio. € erzielt werden kann. Das Umsatzvolumen läge dann noch immer rund 40 % hinter dem Rekordjahr 2007/08, was die Konservativität der Prognosen unterstreicht. Zu berücksichtigen ist dabei, dass die Sichtbarkeit derzeit sehr gering ist und die Prognosen eine hohe Volatilität aufweisen können. Zum Anstieg sollte neben der allgemeinen konjunkturellen Stabilisierung auch das breite Produktsortiment an Segelyachten und Motorbooten über verschiedene Größen- und Preiskategorien hinweg sowie die hohe qualitative und individuelle Gestaltung der Produkte der HanseYachts beitragen.

In den Prognosen für 2009/10 und 2010/11 haben wir keine weiteren Übernahmen antizipiert. Jedoch halten wir anorganisches Wachstum nicht für ausgeschlossen, da in dem stark fragmentierten Markt einige, vor allem kleinere, Player in Schwierigkeiten geraten könnten, so dass die HanseYachts mit ihrer soliden finanziellen Ausstattung als Konsolidierer auftreten könnte. Andererseits sind interessante Übernahmetargets in einer nennenswerten Größenordnung in Deutschland kaum mehr zu finden, so dass vor allem ausländische Gesellschaften für Übernahmen in Frage kämen.

### **Ergebnisprognosen**

Die HanseYachts AG verfügt nach den Investitionen der vergangenen Jahre über hochmoderne und –effiziente Produktionslinien. Die Fertigungseffizienz dürfte sogar auf einem der höchsten Niveaus im Vergleich zum europäischen Wettbewerb liegen. Nach den Kapazitätsanpassungen sollte der Break-even-Umsatz auch auf ein deutlich niedrigeres Niveau angepasst worden sein. Wir gehen davon aus, dass auf dem 2008/09er Umsatzniveau inzwischen operativ (EBITDA-Basis) profitabel gearbeitet werden kann.

Dennoch ist das Ergebnisniveau stark abhängig vom Produktmix, da größere Modelle einen höheren Ergebnisbeitrag leisten als kleinere. Jedoch sollten sich die getroffenen Kostensenkungsmaßnahmen und Effizienzverbesserungen derart auswirken, dass im Geschäftsjahr 2009/10 gegenüber dem Vorjahr signifikant verbesserte Ergebnisse möglich sein sollten. Vor allem die stark (um rund ein Drittel) reduzierten Personalaufwendungen werden hier einen entscheidenden Beitrag leisten. Von weiteren außerordentlichen Belastungen gehen wir im laufenden Jahr zudem nicht aus. Auf EBITDA-Basis sollte sich damit bereits im Geschäftsjahr 2009/10 ein positives Ergebnis von 3,00 Mio. € ergeben. Das EBIT sehen wir im Geschäftsjahr 2009/10 noch im leicht negativen Bereich bei –1,00 Mio. €. Der operative Break-even dürfte damit in greifbare Nähe rücken. Der Jahresüberschuss wird laut unseren Berechnungen noch leicht im negativen Bereich bei rund –1,15 Mio. € liegen.

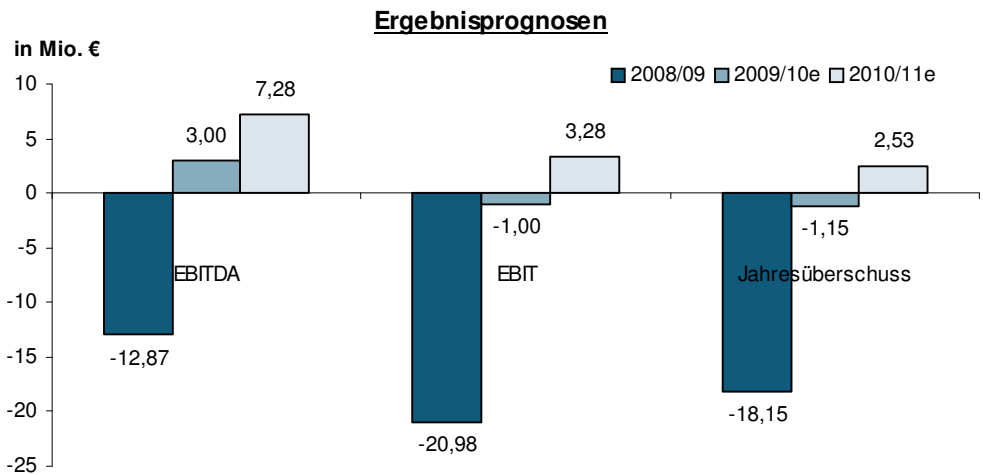
Für das Geschäftsjahr 2010/11 gehen wir aber davon aus, dass die organischen Umsatzsteigerungen, im Zuge einer sich weiter erholenden Konjunktur, auf Grund der Fixkostendegression zu einem merklich überproportionalen Anstieg der Ergebniskennzahlen führen werden. So sollte sich das EBITDA dann von 3,00 Mio. € deutlich auf 7,28 Mio. € steigern lassen. Beim EBIT erwarten wir eine nachhaltige Bestätigung der Gewinnschwelle und einen Anstieg auf dann 3,28 Mio. €. Auch netto wird sich gemäß unseren Erwartungen dann mit 2,53 Mio. € ein gefestigtes positives Ergebnis einstellen.

Die hohen Margenniveaus der Vorjahre halten wir im kommenden Zweijahreszeitraum zwar kurzfristig noch nicht wieder für erreichbar. Dennoch gehen wir davon aus, dass das Unternehmen bei einem weiteren Anziehen der Nachfrage überproportionale Margensteigerungen erreichen kann. Die EBITDA-Margenniveaus der vergangenen Jahre in Höhe von über 10 % halten wir daher bei einer weiteren Aufhellung der Konjunktur mittelfristig wieder für erreichbar. In den drei Geschäftsjahren 2005/06 bis 2007/08 erreichte HanseYachts eine durchschnittliche EBITDA-Marge von rund 11 %. Von einer Größenordnung leicht unter diesem Niveau sehen wir auch die nachhaltige EBITDA-Marge der kommenden Jahre.

Durch die hohen Investitionen in die Modernisierung der Fertigungsanlagen sollte der Investitionsbedarf in Sachanlagen in den kommenden Jahren stark reduziert sein. Die Abschreibungen sollten daher über den Investitionen liegen. Dies, in Verbindung mit einer erwarteten Belebung des operativen Ge-

schäfts, sollte dazu führen, dass sich die erzielten freien Cashflows stark positiv entwickeln. Der Working Capital-Bedarf ist ohnehin als niedrig einzuschätzen, da die Yachten nicht auf Vorrat produziert werden, sondern erst bei Bestellung und erhaltener Anzahlung gebaut werden. Der Forderungsbestand ist aus diesem Grund ebenfalls historisch niedrig gewesen. Im Mittel der letzten vier Jahre lag das Verhältnis der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zu den Umsatzerlösen bei lediglich 3,5 %. Dieses niedrige Verhältnis sollte entsprechend auch in den kommenden Jahren gehalten werden können.

Diese Tatsachen werden bei einer Belebung des Geschäfts zu einer maßgeblichen Verbesserung der Ergebnisqualität beitragen. Neben den sich wieder an die Vorjahre angleichenden Margenniveaus werden auch die Cashflows signifikant positive Vorzeichen ausweisen. Die erwartete hohe Ergebnisqualität drückt sich dabei vor allem in der Relation der operativen Cashflows zum Jahresüberschuss, der sogenannten Cash Conversion Rate (CCR), aus. Diese Relation sehen wir für das kommende Geschäftsjahr bei über 2. Diese hohe Rate zeigt, dass die erwarteten Gewinne erwartungsgemäß auch klar in Cashflows gewandelt werden können. Gleichzeitig sollte sich auch eine deutliche Steigerung der Kapitalrendite einstellen.



Quelle: GBC

## Bewertung

### DCF Bewertung

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der HanseYachts AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,25 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % 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 1,37.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,79 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,79 %.

<b>Kapitalkosten</b>	
Eigenkapitalkosten	10,79 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	4,00 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	26,04 %
<b>WACC</b>	<b>10,79 %</b>

### Discounted Cashflow-Modell

Die HanseYachts AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2009/10 und 2010/11 in Phase 1 (siehe Seiten 18-20), erfolgt von 2011/12 bis 2016/17 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30 % in Phase 2 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 %.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,79 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009/10 entspricht als **Kursziel 9,33 €**.

## HanseYachts AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

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

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	11,0%	ewige EBITA - Marge	8,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	10,8%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	16,0%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	65,00	81,25	89,38	98,31	108,14	118,96	130,85	143,94	
US Veränderung	11,7%	25,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,66	2,20	2,48	2,75	3,00	3,25	3,50	3,60	
EBITDA	3,00	7,28	9,87	10,85	11,94	13,13	14,45	15,89	
EBITDA-Marge	4,6%	9,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	-1,00	3,28	5,87	6,96	8,07	9,24	10,49	11,85	
EBITA-Marge	-1,5%	4,0%	6,6%	7,1%	7,5%	7,8%	8,0%	8,2%	8,2%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,36	0,00	-1,76	-2,09	-2,42	-2,77	-3,15	-3,55	
EBI (NOPLAT)	-0,64	3,28	4,11	4,87	5,65	6,47	7,34	8,29	30,0%
Kapitalrendite	-1,3%	6,5%	8,2%	9,7%	11,0%	12,1%	13,2%	14,2%	13,4%
Working Capital (WC)	11,46	13,00	14,30	15,73	17,30	19,03	20,94	23,03	
WC zu Umsatz	17,6%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
Investitionen in WC	-2,03	-1,54	-1,30	-1,43	-1,57	-1,73	-1,90	-2,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	39,06	37,00	36,00	35,75	36,05	36,60	37,39	40,00	
AFA auf OAV	-4,00	-4,00	-4,00	-3,89	-3,86	-3,90	-3,96	-4,04	
AFA zu OAV	10,2%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	
Investitionen in OAV	-2,32	-1,95	-3,00	-3,64	-4,16	-4,45	-4,74	-6,65	
Investiertes Kapital	50,51	50,00	50,30	51,48	53,35	55,64	58,32	63,03	
EBITDA	3,00	7,28	9,87	10,85	11,94	13,13	14,45	15,89	
Steuern auf EBITA	0,36	0,00	-1,76	-2,09	-2,42	-2,77	-3,15	-3,55	
Investitionen gesamt	-4,35	-3,49	-4,30	-5,07	-5,74	-6,18	-6,64	-8,75	
Investitionen in OAV	-2,32	-1,95	-3,00	-3,64	-4,16	-4,45	-4,74	-6,65	
Investitionen in WC	-2,03	-1,54	-1,30	-1,43	-1,57	-1,73	-1,90	-2,09	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,99	3,80	3,81	3,69	3,78	4,18	4,66	3,59	81,80
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	58,44	60,95							
Barwert expliziter FCFs	18,52	16,73							
Barwert des Continuing Value	39,92	44,23							
Nettoschulden (Net debt)	-1,24	-5,04							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	59,69	65,99							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	59,69	65,99							
Ausstehende Aktien in Mio.	6,400	6,400							
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>9,33</b>	10,31							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,37
Eigenkapitalkosten	10,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	26,0%
WACC	<b>10,8%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC					
Kapitalrendite	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%
9,4%	7,96	7,52	7,14	6,80	6,50
11,4%	9,27	8,72	8,23	7,80	7,43
13,4%	10,59	9,91	9,33	8,81	8,35
15,4%	11,90	11,11	10,42	9,81	9,27
17,4%	13,22	12,31	11,51	10,81	10,19

## Fazit

Das Geschäftsjahr 2008/09 war für die HanseYachts AG sehr herausfordernd. Die weltweite Wirtschaftskrise wirkte sich spürbar auf die Entwicklung des Unternehmens aus. Entsprechend schwach entwickelten sich die Zahlen im abgelaufenen Geschäftsjahr. Es musste ein massiver Umsatzrückgang gegenüber dem Vorjahr in Höhe von 57,0 % hingenommen werden, was die hohe Konjunktorelastizität von Motor- und Segelyachten aufzeigt. Auch auf der Ergebnisseite machten sich die Umsatzrückgänge bemerkbar. Das EBIT lag mit -20,98 Mio. € deutlich im negativen Bereich und massiv unter dem Vorjahresniveau von 7,83 Mio. €. Im Ergebnis enthalten waren jedoch einmalige Sonderaufwendungen in Höhe von 3,87 Mio. €, die auf den Geschäfts- und Firmenwert sowie auf den Markenwert der norwegischen Tochtergesellschaft Fjord Boats AS vorgenommen wurden.

Das Unternehmen reagierte auf den Einbruch der Nachfrage zeitnah mit Anpassungen auf der Kostenseite. So wurden der Mitarbeiterbestand um rund ein Drittel angepasst und auch im Bereich der sonstigen betrieblichen Aufwendungen Einsparungen gegenüber dem Vorjahr realisiert. Die Einsparmaßnahmen kommen nun im laufenden Geschäftsjahr voll zum Tragen.

Auch wenn das Marktumfeld noch nicht wieder klare Erholungstendenzen aufweist, gibt es erste Anzeichen für eine Besserung der Lage. So war die Nachfrage bereits auf den Frühjahrmessen sehr zufriedenstellend. Dieser Trend setzte sich auch auf den Herbstmessen fort. Auch wenn im laufenden Geschäftsjahr nicht mit einer maßgeblichen Erholung der Lage zu rechnen ist, scheint der Boden aber nun gefunden worden zu sein.

Im Zuge einer Aufhellung des Geschäftsklimas sollte HanseYachts überproportional profitieren können. Das Unternehmen hat die Mittel aus dem Börsengang im Jahr 2007 nicht nur genutzt, um die Produktionsfazilitäten auf einen hochmodernen Stand zu bringen, sondern auch um das Produktprogramm zu erweitern. In den vergangenen Jahren trat HanseYachts als aktiver Konsolidierer am Markt auf. Die gute finanzielle Ausstattung lässt hierfür ausreichend Spielraum.

Die gute Marktpositionierung sowie die sehr effiziente Produktion des Unternehmens sollte dazu führen, dass die historisch erreichten EBITDA-Margenniveaus von über 10 % mittelfristig wieder erreicht werden können. Wir gehen zwar davon aus, dass dies noch nicht in den kommenden zwei Geschäftsjahren erfolgen wird, erwarten aber bereits für das laufende Geschäftsjahr 2009/10 das Überschreiten der Gewinnschwelle auf EBITDA-Basis und für das Geschäftsjahr 2010/11 auch das Wiedererreichen der Profitabilität beim Jahresüberschuss.

**Insgesamt beurteilen wir die HanseYachts AG derzeit als ein sehr interessantes Turnaround- und Substanzwertinvestment.** Der Kurs der Aktie notiert trotz der Kurssteigerungen im laufenden Jahr noch deutlich unter dem Buchwert, welcher bei 8,19 € liegt. Gemäß unserem DCF-Modell ergibt sich auf Sicht des Endes des Geschäftsjahres 2009/10 ein fairer Wert pro Aktie der HanseYachts AG in Höhe von 9,33 €. Dieser liegt damit ca. 50 % über dem aktuellen Kursniveau von 6,00 €. Unsere Bewertungseinschätzung lautet daher KAUFEN.



# Anhang

## §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, 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 Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

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

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

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

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

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

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

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

**§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

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

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

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

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

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

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

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

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

## **§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (6)**

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

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

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

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

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

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

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

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst**

**Sylvia Schmidt, Dipl. Betriebswirtin (FH), Finanzanalystin**

**§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

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

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

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



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

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