



## **Researchstudie (Update)**



**1. HJ 2014/15 erfüllt Erwartungen mit positivem Ergebnis**

-

**Gut gefüllte Projektpipeline sollte für starkes  
2. HJ 2014/15 sorgen**

**Kursziel: 4,50 € (bisher: 4,15 €)**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 11

## AVW Immobilien AG\*<sup>5</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 4,50**

Aktueller Kurs: 2,55  
5.2.2015 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005088900  
WKN: 508890  
Börsenkürzel: AV7  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 12,777  
Marketcap<sup>3</sup>: 32,58  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 136,08  
in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 14,20 %

Transparenzlevel:  
Entry Standard

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 30.4.2015

**Analysten:**

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Projektentwicklung, Bestandshaltung

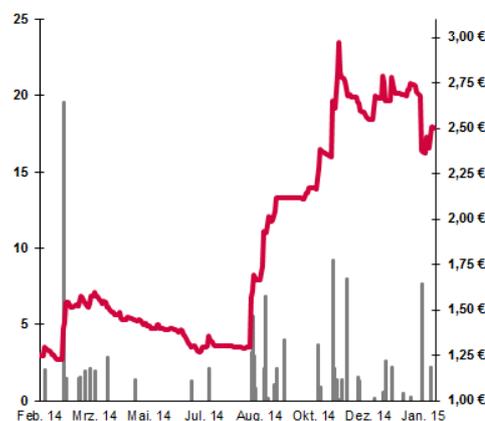
Mitarbeiter: 41

Gründung: 1978

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Willy Koch

Volumen in Tsd. €



Die Hamburger AVW Immobilien AG ist seit über 36 Jahren in der Immobilienwirtschaft tätig. Seit 1978 hat das Unternehmen mehr als 130 Objekte mit einem Gesamtvolumen von rund EUR 1,0 Mrd. vor allem im gewerblichen Bereich, aber auch im Wohnungsbau in ganz Deutschland realisiert. Die Geschäftstätigkeit der AVW umfasst im Wesentlichen die Entwicklung, bauliche Umsetzung und Veräußerung von Immobilienprojekten, die Immobilienverwaltung und die Bestandshaltung (Bewirtschaftung eigener Immobilien). Das bevorzugte Investitionsvolumen bewegt sich je nach Objekt bis zu EUR 50,0 Mio.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	30.4.2013	30.4.2014	30.4.2015e	30.4.2016e
Gesamtleistung	22,62	22,07	23,14	33,10
EBITDA	-5,39	6,75	7,10	7,70
EBIT	-6,06	6,51	6,90	7,50
Jahresüberschuss	-11,43	1,50	2,00	2,46

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,90	0,12	0,16	0,19
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	5,40	6,17	5,88	4,11
EV/EBITDA	-22,65	20,17	19,17	17,67
EV/EBIT	-20,15	20,90	19,72	18,14
KGV	-2,85	21,72	16,29	13,24
KBV		2,05		

### Finanztermine

31.10.2015: Veröffentlichung GJ-Bericht

Nov. 2015: Hauptversammlung

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

08.12.2014: RG / 4,15 / KAUFEN

21.11.2014: RS / 4,15 / KAUFEN

14.11.2014: RS / 4,15 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Mit den Zahlen für das 1. HJ 2014/15 konnte die AVW Immobilien AG ihren eingeschlagenen Weg bestätigen und wies eine deutliche Steigerung im Bestandsimmobiliengeschäft auf. Der Umsatz stieg hier, insbesondere auf Grund des in den Bestand übernommenen Fachmarktzentrums Weinheim um 17,4 % auf 4,18 Mio. €.
- Insgesamt konnten die Umsatzerlöse um 13,9 % auf 6,71 Mio. € gesteigert werden. Die Gesamtleistung lag mit 9,02 Mio. € unterhalb des Vorjahresniveaus, was auf eine geringere Bauaktivität als im Vorjahr zurückzuführen war.
- Entsprechend der guten Umsatzentwicklung konnte auch eine deutliche Ergebnissteigerung erzielt werden. So lag das EBIT mit 3,24 Mio. € um 45,5 % über dem Vorjahresniveau. Neben der Umsatzentwicklung haben hierzu auch die im Vorjahr umgesetzten Kostensenkungen beigetragen.
- In der Folge erreichte die AVW Immobilien AG mit 0,13 Mio. € erstmalig seit dem GJ 2010/11 wieder ein positives Periodenergebnis im ersten Halbjahr.
- Für das GJ 2014/15 bestätigen wir unsere Prognosen vom 14.11.2014 und gehen unverändert von Umsatzerlösen in Höhe von 22,64 Mio. € sowie einem EBIT in Höhe von 6,90 Mio. € aus. Zu dem weiteren erwarteten Umsatz- und Ergebnisanstieg im 2. HJ 2014/15 sollte insbesondere das Segment Projektmanagement beitragen, nachdem hier im 1. HJ noch keine maßgebliche Aktivität zu erkennen war.
- Vor allem das Wohnbauprojekt LEBEN plus+ in Peine sollte hierbei maßgeblich werden. Das Projekt befindet sich bereits im aktiven Vertriebsprozess und es konnten gemäß Unternehmensaussagen bereits nennenswerte Erfolge verzeichnet werden.
- Aber auch die weiteren Wohnbauprojekte in Achim und Stade könnten noch im GJ 2014/15 erste Umsatzerlöse beisteuern. Insbesondere gehen wir jedoch davon aus, dass diese im Folgejahr umsatzwirksam werden und für ein anhaltendes Umsatzwachstum sorgen.
- Wir schätzen das 1. HJ 2014/15 aus den genannten Gründen als erfolgreich ein. Zum einen werden die kostenseitigen Verbesserungen deutlich und zum anderen stimmt die gut gefüllte Projektpipeline positiv.
- **Wenngleich wir die Prognosen für das GJ 2014/15 auf Grund des guten ersten Halbjahres unverändert belassen haben, erhöht sich das Kursziel für die Aktie der AVW Immobilien AG von 4,15 € auf nunmehr 4,50 €. Hintergrund dessen ist ein nunmehr niedrigerer risikoloser Basiszinssatz von 1,75 % (bisher: 2,00 %). Das Rating KAUFEN hat vor dem Hintergrund des unverändert hohen Kurspotenzials Bestand.**

## INHALTSVERZEICHNIS

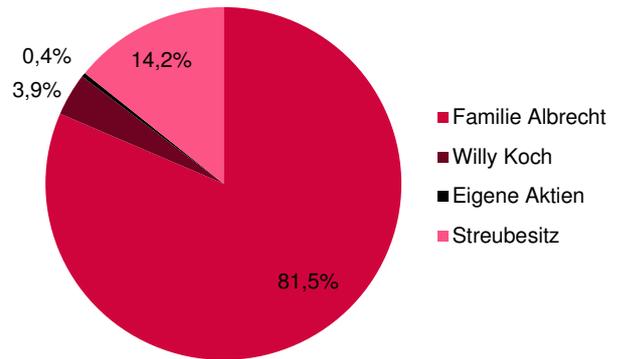
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Unternehmensstruktur .....	4
Referenzprojekte.....	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2014/15.....	5
Umsatzentwicklung .....	5
Ergebnisentwicklung .....	6
Prognosen und Modellannahmen .....	7
Umsatzprognosen .....	7
Ergebnisprognosen .....	8
<b>Bewertung .....</b>	<b>9</b>
Modellannahmen .....	9
Bestimmung der Kapitalkosten .....	9
Bewertungsergebnis .....	9
DCF-Modell.....	10
<b>Anhang .....</b>	<b>11</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

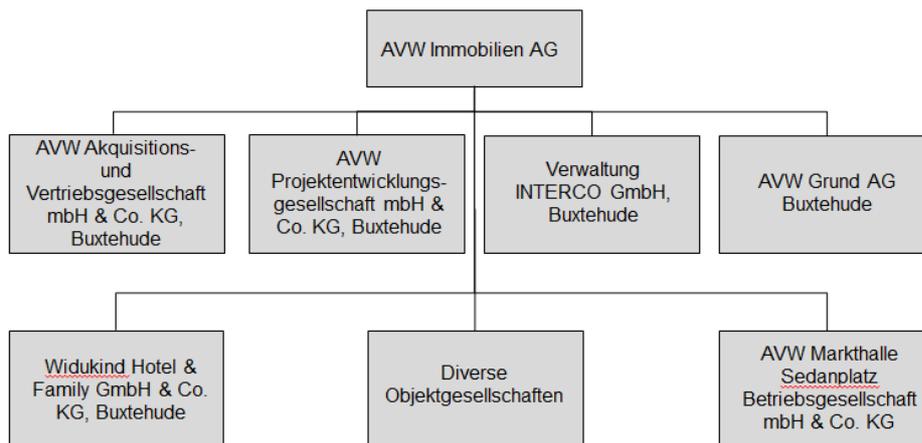
Anteilseigner in %	31.12.2013
Familie Albrecht*	81,5%
Willy Koch (Vorstand)	3,9%
Eigene Aktien	0,4%
Streubesitz	14,2%

Quelle: AVW, GBC; \*Frank Albrecht (Aufsichtsrat) – 75,0 %



### Unternehmensstruktur

Die AVW Immobilien AG fungiert als Holdinggesellschaft der AVW-Gruppe. Dabei übernimmt die Muttergesellschaft neben der eigenen operativen Tätigkeit die Gesamtkoordination der Unternehmensgruppe in allen Geschäftsbereichen. Auch übernimmt die AVW Immobilien AG überwiegend die Finanzierungstätigkeiten der Konzerngesellschaften. Neben derzeit sechs operativen Tochtergesellschaften hält die AVW Immobilien AG mehrere Objektgesellschaften, in welchen die verschiedenen Entwicklungsprojekte umgesetzt werden.



Quelle: AVW, GBC

### Referenzprojekte



Fachmarktzentrum  
Weinheim



Rothenburgsorter Marktplatz  
Hamburg



Mediterraneo  
Bremerhaven



Pflegezentrum  
Marcusallee / Bremen



Este-Wohnpark  
Buxtehude



Sky Markt  
Bad Oldesloe

## Geschäftsentwicklung 1. HJ 2014/15

GuV (in Mio. €)	HJ 2012/13	HJ 2013/14	Δ zum VJ	HJ 2014/15
Umsatzerlöse	3,79	5,89	+13,9 %	6,71
Gesamtleistung	6,97	11,78	-23,4 %	9,02
EBITDA (Marge)	-1,34 (neg.)	2,35 (19,9 %)	+42,9 %	3,35 (37,1 %)
EBIT (Marge)	-1,48 (neg.)	2,23 (18,9 %)	+45,5 %	3,24 (35,9 %)
Periodenergebnis	-3,60	-0,43	k.A.	0,13
EPS in €	-0,28	-0,03	k.A.	0,01

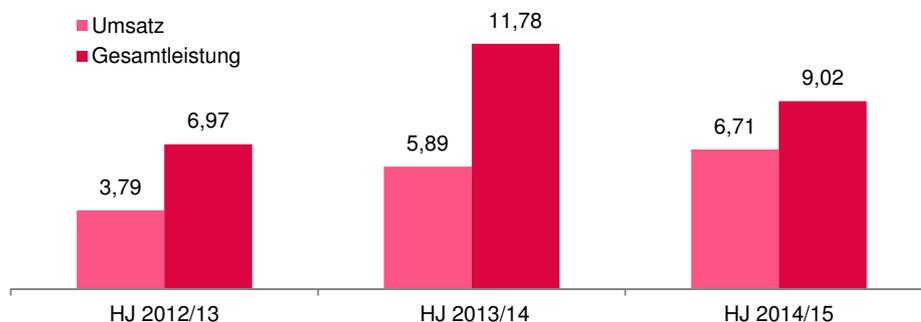
Quelle: AVW, GBC

### Umsatzentwicklung

Mit 6,71 Mio. € erreichte die AVW Immobilien AG im 1. HJ 2014/15 um 13,9 % höhere Umsatzerlöse als im Vorjahr. Insbesondere im Bereich der Bestandshaltung wurde dieser Umsatzzuwachs generiert.

Die Gesamtleistung lag hingegen um 23,4 % unter dem Vorjahresniveau. Dies ist vor allem auf geringere Bauaktivitäten und damit Bestandsveränderungen zurückzuführen, welche die Investitionen in Bauprojekte repräsentieren. Hier wurden im laufenden GJ nur 2,06 Mio. € in die Fertigstellung des 2. Bauabschnitts des Fachmarktzentrum Weinheim investiert. Im Vorjahr wurden noch 5,49 Mio. € in Entwicklungsprojekte investiert, die ebenfalls überwiegend das Projekt Weinheim betrafen.

### Entwicklung von Umsatz und Gesamtleistung (in Mio. €)



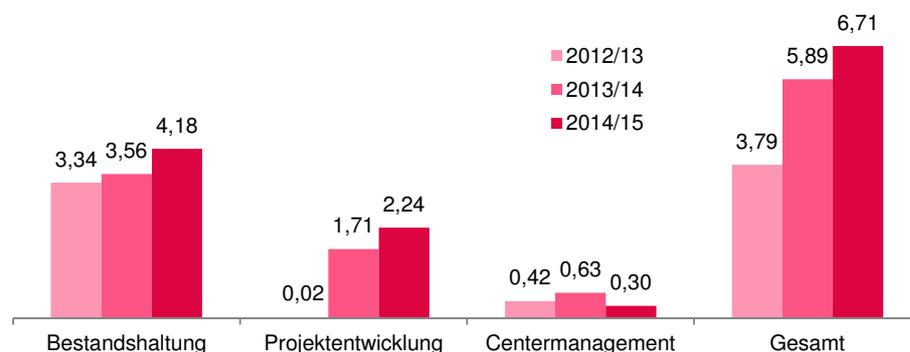
Quelle: AVW, GBC

Auf Segmentbasis konnten die Umsatzerlöse insbesondere im Bereich der Bestandshaltung deutlich um 17,4 % auf 4,18 Mio. € gesteigert werden. Hintergrund dessen war insbesondere die Übernahme des Fachmarktzentrum in Weinheim, welches Nettomiet-erträge in Höhe von 2,13 Mio. € pro Jahr generiert.

Aber auch aus der Projektentwicklung konnte ein deutlicher Umsatzzuwachs in Höhe von 31,0 % auf 2,23 Mio. € erreicht werden. Hierbei haben sich insbesondere Dienstleistungsumsätze im Zusammenhang mit einigen Projekten niedergeschlagen. Wesentliche Umsatzerlöse aus der Projektentwicklung sind vielmehr für das 2. HJ 2014/15 zu erwarten (siehe Prognosen ab Seite 7).

Das Segment Immobilien- und Centermanagement erlöste mit 0,30 Mio. € deutlich weniger Umsatz als im Vorjahr. Jedoch ist dieser Geschäftsbereich deutlich kleiner und von einer untergeordneten strategischen Bedeutung. Auf der Ertragsebene ist der Geschäftsbereich jedoch deutlich profitabel und nimmt daher im Konzern eine noch immer wichtige Rolle ein.

### Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: AVW, GBC

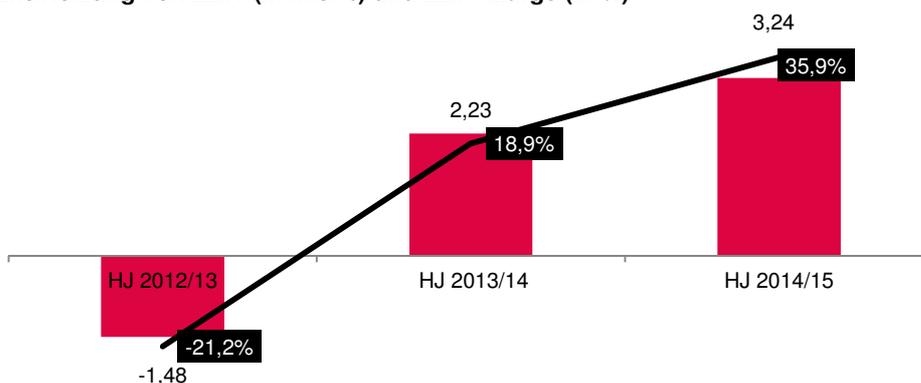
### Ergebnisentwicklung

Die gute Umsatzentwicklung hat sich auch positiv auf die Ergebnisse ausgewirkt. Da den Bestandsveränderungen in gleicher Höhe die Materialaufwendungen gegenüberstehen, mündete das erhöhte Umsatzvolumen auch in einem um 21,3 % verbesserten Rohertrag.

Gleichzeitig machten sich die im Vorjahr umgesetzten Kostensenkungsmaßnahmen bereits positiv bemerkbar. Dies gilt insbesondere für den Bereich der Personalkosten, welche mit 1,12 Mio. € merklich um 22,8 % unter dem Vorjahresniveau lagen.

In der Folge der guten Umsatz- und Kostenentwicklung konnte das EBIT im 1. HJ 2014/15 nochmals deutlicher als der Rohertrag um 45,5 % auf 3,24 Mio. € zulegen. Die EBIT-Marge kletterte ebenfalls deutlich auf nunmehr 35,9 %.

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



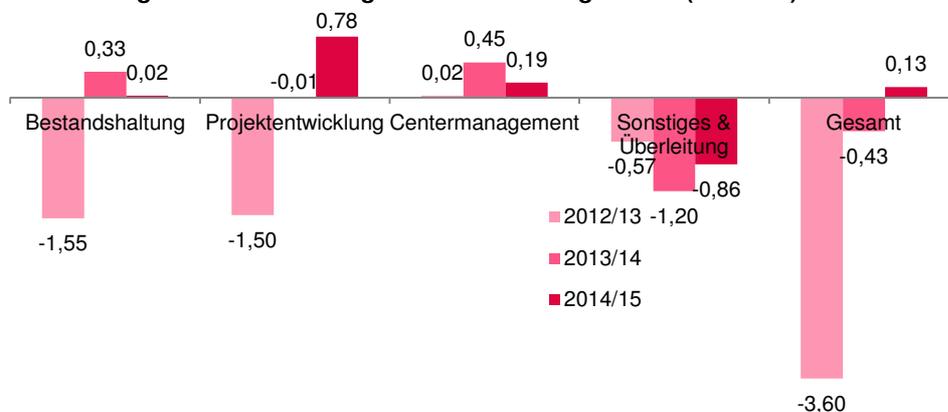
Quelle: AVW, GBC

Das Periodenergebnis lag mit 0,13 Mio. € zum ersten Mal seit dem 1. HJ 2010/11 wieder im positiven Bereich. Auf Segmentebene betrachtet, steuerte zu diesem Erfolg insbesondere der Bereich Projektmanagement einen hohen Beitrag bei. Da die Bauaktivität im 1. HJ 2014/15 gering war, dementsprechend ein niedriger Materialaufwand zu Buche stand und die Umsatzerlöse insbesondere margenstarkes Dienstleistungsgeschäft umfassten, fiel das Ergebnis mit 0,78 Mio. € entsprechend hoch aus.

Im Segment Bestandshaltung war hingegen ein auf 0,02 Mio. € rückläufiges Ergebnis zu verzeichnen, was im Wesentlichen auf Mietgarantieaufwendungen zurückzuführen ist. Diese Aufwendungen haben jedoch einmaligen Charakter und sollten daher im 2. HJ

2014/15 nicht wieder anfallen, so dass für das GJ 2014/15 weiterhin von einem deutlich positiven Ergebnis im Bestandshaltungssegment auszugehen ist.

### Entwicklung des Nachsteuerergebnisses nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: AVW, GBC

Insgesamt ist positiv hervorzuheben, dass alle drei Segmente im 1. HJ 2014/15 positive Nettoergebnisse aufweisen konnten und damit einen entsprechenden Beitrag zum guten Periodenergebnis beitrugen. Wir werten die Zahlen des 1. HJ 2014/15 als überzeugend. Es wird deutlich, dass der eingeschlagene Weg Früchte trägt. Auf der einen Seite ist die Kostenbasis verringert worden, auf der anderen Seite wird das Bestandsgeschäft ausgebaut. Auch die Entwicklungs- bzw. Bauprojekte der AVW schreiten planmäßig voran, so dass im 2. HJ 2014/15 mit einer nochmals deutlichen Umsatzbelebung zu rechnen ist.

### Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013/14	GJ 2014/15e	GJ 2015/16e
Gesamtleistung	22,07	23,14	33,10
EBITDA (Marge)	6,75 (30,6 %)	7,10 (30,7 %)	7,70 (23,3 %)
EBIT (Marge)	6,51 (29,5 %)	6,90 (29,8 %)	7,50 (22,7 %)
Konzernjahresüberschuss	1,50	2,00	2,46
EPS in €	0,12	0,16	0,19

Quelle: GBC

### Umsatzprognosen

Nach der planmäßig erfolgreichen Geschäftsentwicklung im 1. HJ 2014/15 belassen wir unsere Schätzungen für das GJ 2014/15 unverändert. Auch die zugrundeliegenden Prämissen haben sich nicht verändert.

Demzufolge planen wir nach wie vor mit einem Umsatzvolumen in Höhe von 22,64 Mio. €, wobei das Bestandshaltungssegment und das Immobiliencentermanagement zusammen 9,00 Mio. € beisteuern sollten. Der Fortschritt zum Halbjahr bestätigt unsere Erwartungen.

Auch im umsatzseitig wichtigen Projektgeschäft behalten wir unsere Erwartungen von 13,64 Mio. € Umsatz bei. Eines der wesentlichen Umsatzträger wird dabei das Projekt LEBEN plus+ in Peine sein, das sich bereits aktiv im Vertriebsprozess befindet. Gemäß Unternehmensaussagen ist der Fortschritt hierbei positiv.

Wie ebenfalls in unserer Initial Coverage-Studie vom 14.11.2014 beschrieben, sollen auch an den Standorten Achim und Stade generationsübergreifende Wohnanlagen nach

dem Konzept LEBEN plus+ errichtet werden. Entsprechende Grundstücke hierfür sind bereits gesichert. Auch bei diesen beiden Projekten sollte demnach der Vertriebsprozess in den kommenden Monaten beginnen, so dass sich daraus auch für das laufende GJ 2014/15 noch positive Effekte ergeben könnten. Insbesondere erwarten wir aber für die folgenden Geschäftsjahre entsprechende Umsatzbeiträge aus diesen Projekten.

Die folgende Übersicht gibt einen Überblick über unsere Umsatzerwartungen in den einzelnen Segmenten für die kommenden Jahre:

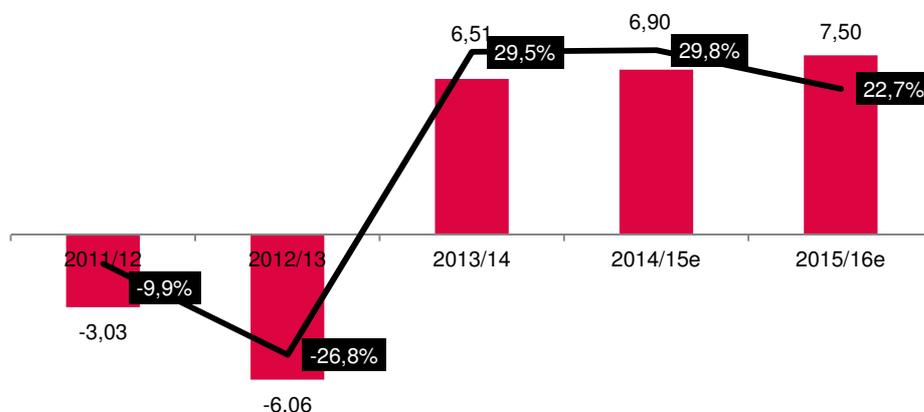
Segmentumsätze (in Mio. €)	2013/14	2014/15e	2015/16e
Bestandshaltung	7,68	8,20	11,50
Projektentwicklung/Bau	6,32	13,64	20,30
Immobiliencentermanagement	0,79	0,80	0,80
<b>Gesamt</b>	<b>14,79</b>	<b>22,64</b>	<b>32,60</b>

Quelle: GBC

### Ergebnisprognosen

Entsprechend der Umsatzentwicklung bestätigen wir auch unsere Ergebnisprognosen und gehen unverändert von einer Fortsetzung der positiven Ergebnisentwicklung aus. Nachdem im Vorjahr ein EBIT von 6,51 Mio. € erreicht wurde, erwarten wir nun eine Verbesserung auf 6,90 Mio. €.

### Erwartete Entwicklung von EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge



Quelle: GBC

Auch das Management der AVW Immobilien AG hat den Ausblick auf das GJ 2014/15 mit der Prognosespanne von 2-3 Mio. € auf Ebene des Vorsteuerergebnisses bestätigt. Jedoch soll diese Ergebnisspanne nunmehr am oberen Ende ausfallen. Da unsere bisherigen Erwartungen von einem EBT in Höhe von 2,97 Mio. € ausgingen, sehen wir hier ebenfalls keinen Anlass zu einer Prognoseänderung.

Insgesamt betrachtet ist die AVW Immobilien AG in unseren Augen unverändert auf einem guten Weg, nachhaltig positiv zu arbeiten. Neben den gesenkten Kostenrahmen stimmt vor allem aber die gut gefüllte Projektpipeline positiv. Mit den Wohnbauprojekten in Peine, Stade und Achim trifft das Unternehmen unserer Einschätzung nach auf eine hohe Nachfrage, was die Umsatzentwicklung des laufenden und der kommenden beiden Jahre positiv beeinflussen sollte. Daneben ist das Unternehmen zudem in zahlreichen weiteren Projekten involviert, etwa einem Boardinghaus-Projekt im Raum Stuttgart. Damit sind auch die Grundlagen für ein profitables Wachstum gelegt, was sich bereits an den vorliegenden Halbjahreszahlen ablesen lässt.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die AVW Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014/15 und 2015/16 in Phase 1, erfolgt von 2016/17 bis 2021/22 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen bei der Gesamtleistung von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 30,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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 2,0 %.

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der AVW Immobilien 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.

**Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.**

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,75 % (bislang 2,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,43.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,6 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 25 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,6 % (bislang: 4,7 %).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 4,6 % errechnet. Auf Grund des niedrigeren risikolosen Zinssatzes hat sich der WACC um 0,1 % reduziert. Dieser Effekt wirkt sich werterhöhend aus, so dass sich das Kursziel für die Aktien der AVW Immobilien AG trotz der beibehaltenen Prognosen von bisher 4,15 € auf 4,50 € erhöht.

## DCF-Modell

### AVW Immobilien AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	30,0%	ewige EBITA - Marge	29,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,1%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-60,0%		

dreistufiges DCF - Modell:									
Phase	estimate		consistency						final
in Mio. EUR	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	Endwert
Gesamtleistung (GL)	23,14	33,10	34,76	36,49	38,32	40,23	42,24	44,36	
GL Veränderung	4,9%	43,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
GL zu operativen Anlagevermögen	0,16	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	
EBITDA	7,10	7,70	10,43	10,95	11,50	12,07	12,67	13,31	
EBITDA-Marge	30,7%	23,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBITA	6,90	7,50	10,28	10,79	11,33	11,90	12,49	13,11	
EBITA-Marge	29,8%	22,7%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-2,64	-2,80	-3,08	-3,24	-3,40	-3,57	-3,75	-3,93	
EBI (NOPLAT)	4,26	4,70	7,19	7,55	7,93	8,33	8,74	9,18	30,0%
Kapitalrendite	3,6%	3,7%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,3%
Working Capital (WC)	-13,88	-19,86	-20,85	-21,90	-22,99	-24,14	-25,35	-26,61	
WC zu Umsatz	-60,0%	-60,0%	-60,0%	-60,0%	-60,0%	-60,0%	-60,0%	-60,0%	
Investitionen in WC	1,38	5,98	0,99	1,04	1,09	1,15	1,21	1,27	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	141,10	151,00	158,55	166,48	174,80	183,54	192,72	202,35	
AFA auf OAV	-0,20	-0,20	-0,15	-0,16	-0,17	-0,17	-0,18	-0,19	
AFA zu OAV	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
Investitionen in OAV	-10,90	-10,10	-7,70	-8,09	-8,49	-8,91	-9,36	-9,83	
Investiertes Kapital	127,22	131,14	137,70	144,58	151,81	159,40	167,37	175,74	
EBITDA	7,10	7,70	10,43	10,95	11,50	12,07	12,67	13,31	
Steuern auf EBITA	-2,64	-2,80	-3,08	-3,24	-3,40	-3,57	-3,75	-3,93	
Investitionen gesamt	-9,52	-4,12	-6,71	-7,04	-7,40	-7,77	-8,15	-8,56	
Investitionen in OAV	-10,90	-10,10	-7,70	-8,09	-8,49	-8,91	-9,36	-9,83	
Investitionen in WC	1,38	5,98	0,99	1,04	1,09	1,15	1,21	1,27	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-5,06	0,78	0,64	0,67	0,70	0,74	0,77	0,81	224,11
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	167,74	174,69							
Barwert expliziter FCFs	4,26	3,68							
Barwert des Continuing Value	163,47	171,01							
Nettoschulden (Net debt)	111,54	114,34							
Wert des Eigenkapitals	56,20	60,35							
Fremde Gewinnanteile	-2,69	-2,89							
Wert des Aktienkapitals	53,51	57,47							
Ausstehende Aktien in Mio.	12,78	12,78							
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,19	<b>4,50</b>							

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,8%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,43
Eigenkapitalkosten	9,6%
Zielgewichtung	25,0%
Fremdkapitalkosten	3,6%
Zielgewichtung	75,0%
Taxshield	18,6%
WACC	<b>4,6%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	4,4%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%
5,1%	4,89	4,27	3,69	3,16	2,67
5,2%	5,34	4,69	4,10	3,55	3,03
5,3%	5,78	5,11	<b>4,50</b>	3,93	3,40
5,4%	6,22	5,53	4,90	4,32	3,77
5,5%	6,66	5,95	5,30	4,70	4,14

## 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 verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

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

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

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

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

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder 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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

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

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

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

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

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen 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/de/Offenlegung.htm>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §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: (5)**

**§ 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 Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

**§ 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](mailto: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, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist, Stellv. Chefanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

Sonstige an der Studiererstellung beteiligte Personen:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

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

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