

## Aves One AG <sup>\*5a,5b,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 9,10 €**

Aktueller Kurs: 7,75  
14.11.2017 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A168114  
WKN: A16811  
Börsenkürzel: AVES

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 12,90  
Marketcap<sup>3</sup>: 100,04  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 537,91  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz:

Transparenzlevel:  
Prime Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2017

Designated Sponsor:  
Hauck & Aufhäuser

**Analysten:**

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker,  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

### Unternehmensprofil

Branche: Asset-Management

Fokus: Container, Rail, Logistikimmobilien

Mitarbeiter: 31 (Stand: 30.06.2017)

Gründung: 2013

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Peter Kampf, Vorstand; Jürgen Bauer, Vorstand



Die Aves One AG ist ein börsennotiertes Unternehmen mit Sitz in Hamburg. Tätigkeitsschwerpunkte des Aves One AG-Konzerns sind insbesondere die Geschäftsbereiche Container, Rail und Logistikimmobilien. Dabei investiert der Aves One-Konzern in langlebige Logistik-Assets mit nachhaltig guter Cash Flow Performance in liquiden Märkten. Die sehr guten Zugänge zum Equipment-Markt, sowie umfangreiche Kenntnisse zum Thema Finanzierung durch das Management und ein exzellentes Netzwerk von Partnern aus beiden Bereichen sind das Fundament für den kontinuierlichen Auf- und Ausbau der Geschäftstätigkeit. Angestrebt ist ein weiterer Ausbau der Geschäftstätigkeit in allen Geschäftsbereichen, sodass bis Ende 2020 ein Gesamt-Asset-Volumen von mindestens 1 Mrd. Euro durch den Aves One-Konzern verwaltet werden soll.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e	31.12.2019e
Nettoerlöse	28,65	50,19	70,85	90,05
EBITDA	15,36	28,48	45,30	60,14
EBIT	6,85	10,19	25,89	37,59
Jahresergebnis	-7,67	-6,63	5,17	12,93

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-1,23	-0,55	0,43	1,07
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	18,76	10,71	7,59	5,97
EV/EBITDA	34,99	18,87	11,86	8,94
EV/EBIT	78,45	52,74	20,76	14,30
KGV	-13,11	-15,16	19,45	7,77
KBV	3,53			

### Finanztermine

November 2017: Quartalsbericht Q3

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
24.07.2017: RG / 9,10 / 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

Fertigstellung / Veröffentlichung: 14.11.2017

## Geschäftsentwicklung im 1. HJ 2017

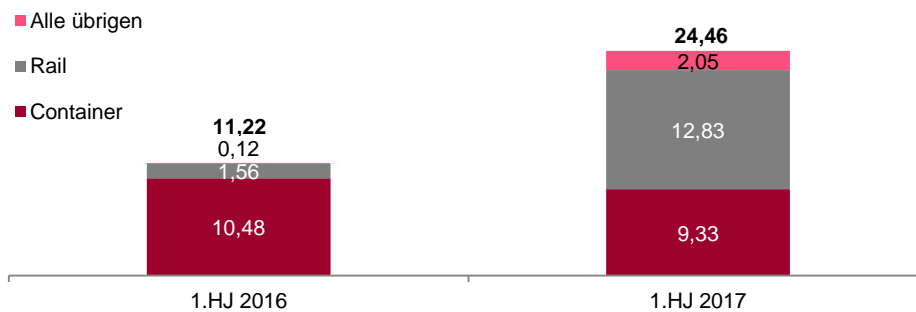
in Mio. €	HJ 2016	HJ 2017
Umsatzerlöse	11,22	24,46
EBITDA	3,65	12,74
<i>EBITDA-Marge</i>	32,6%	52,1%
EBIT	0,25	4,89
<i>EBIT-Marge</i>	2,2%	20,0%
Periodenergebnis	-8,70	-15,62
Periodenergebnis (bereinigt um FX-Effekte)	-5,75	-3,20

Quelle: Aves One, GBC

### Umsatzentwicklung

Aves One konnte im 1. Halbjahr 2017 deutlich wachsen und steigerte die Umsatzerlöse um 118,1% auf 24,46 Mio. € (VJ: 11,22 Mio. €). Hintergrund dieser signifikanten Umsatzsteigerung war vornehmlich die Übernahme der ERR in Wien. Insgesamt ist die Performance der Aves One als aktiver Bestandhalter von Logistik-Assets maßgeblich von dem gemanagten Asset-Volumen abhängig und so erhöhte sich das gemanagte Asset-Portfolio von 223,30 Mio. € (30.06.2016) auf 440,50 Mio. € (30.06.2017).

### Entwicklung der Umsatzerlöse auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: Aves One, GBC; \*Holdingaktivitäten & Konsolidierung nicht dargestellt

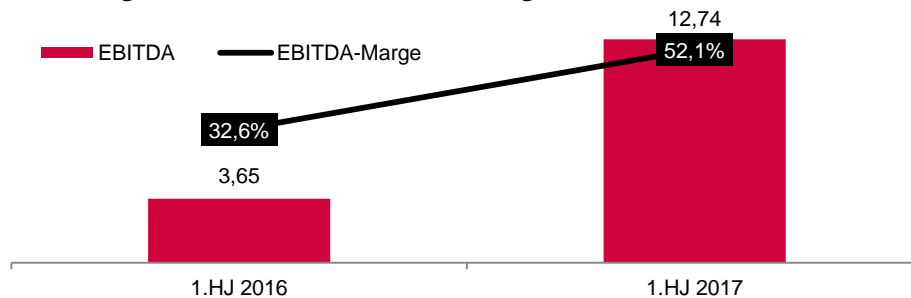
Dies spiegelt sich auch in der Segment-Umsatzverteilung wider. Der Bereich **Rail** legte dabei um 723,7% auf 12,83 Mio. € (VJ: 1,56 Mio. €) zu und lieferte somit den wichtigen Umsatzbeitrag durch die ERR Österreich. Im Gegensatz hierzu musste der **Container**-Bereich einen leichten Umsatzrückgang von 11,0% auf 9,33 Mio. € (VJ: 10,48 Mio. €) verzeichnen. Der Grund für den Rückgang ist im Wesentlichen auf den schwachen USD-Kurs zurückzuführen, da im Container-Bereich der USD als funktionale Währung gebucht wird. Daher sind hier trotz Asset-Zukäufen in Höhe von 9,70 Mio. € leichte Umsatzrückgänge verzeichnet worden. Weiterhin werden im Segmentbereich **„Alle übrigen“** zum einen Logistikimmobilien-Assets und zum anderen Special Equipment-Assets verbucht. Während sich der Bereich Logistikimmobilien-Asset noch im Aufbau befindet und gegenwärtig insbesondere den Self-Storage Markt adressiert, sollen hier auch zukünftig große Logistikimmobilien erworben werden. Dies wird auch deutlich in der News vom 10.10.2017, welche Loginvest als exklusiven Ankaufsberater für Aves One benennt mit bereits ersten Objekten in der Prüfung. Neben dem Bereich der Logistikimmobilien ist im Segment **„Alle übrigen“** auch der Bereich Special Equipment enthalten. Hier werden insbesondere Tank Container und Wechselbrücken erworben. Dieser Nischenmarkt zeichnet sich durch hohe Wachstumsraten und überdurchschnittliche Renditen aus. So profitiert der Bereich der Wechselbrücken deutlich von dem erhöhten Paketaufkommen durch den Wachstumsmarkt E-Commerce. Dieses attraktive Marktumfeld wurde genutzt, um den Bereich Special Equipment auszubauen. Im 1. Halbjahr 2017 erhöhte sich demnach das Sachanlagevermögen im **„Alle übrigen“**-Segment auf 24,48 Mio. € (VJ: 5,01 Mio. €) und der Umsatz steigerte sich um 1670,7% auf 2,05 Mio. €. Insgesamt ist die

Aves One auf einem guten Weg, ihre hohen Wachstumsziele zu erreichen und dies spiegelt sich auch im dynamischen Umsatzwachstum wider.

### Ergebnisentwicklung

Neben der äußerst dynamischen Umsatzentwicklung konnte die Gesellschaft auch das EBITDA sowie die EBITDA-Marge signifikant steigern. Das EBITDA erhöhte sich um 248,8% auf 12,74 Mio. € (VJ: 3,65 Mio. €) und somit steigerte sich die EBITDA-Marge auf 52,1% (VJ: 32,6%).

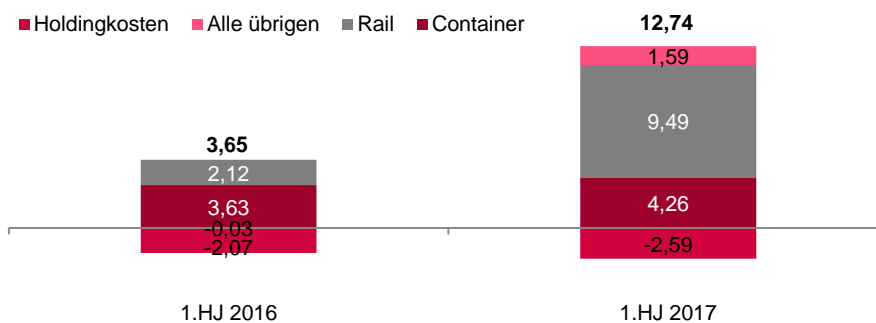
#### Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: Aves One, GBC

Zu dieser deutlichen Ergebnissteigerung trugen alle Segmente bei. Das **Container** Segment konnte trotz des leichten Umsatzrückgangs eine deutliche EBITDA-Steigerung vor Holdingumlage erzielen. Hier erhöhte sich das EBITDA um 17,2% auf 4,26 Mio. € (VJ: 3,63 Mio. €). Hintergrund sind zum einen die besser ausgelasteten Portfolios, so wurden unprofitable Container verkauft, und zum anderen konnten höhere Frachtraten im steigenden Container-Markt erzielt werden. Auch das EBITDA im **Rail** Segment steigerte sich signifikant und erhöhte sich um 347,6% auf 9,49 Mio. € (VJ: 2,12 Mio. €). Der Hintergrund dürfte hier auch die Konsolidierung der ERR Österreich sein. Gleichsam spiegeln sich auch die margenstarken Bereiche Special Equipment, Logistikimmobilien und Resale im Segment **„Alle Übrigen“** wider. Dieses weist mit 77,2% die höchste EBITDA Marge auf und konnte konkret 1,59 Mio. € (VJ: -0,03 Mio. €) erzielen.

#### EBITDA-Entwicklung nach Segmenten



Quelle: Aves One, GBC

Gleichsam zeigt sich die hohe Fixkostenstabilität (Holdingaktivitäten und Konsolidierung), welche trotz der deutlichen Zuwächse im Asset-Portfolio nur auf 2,59 Mio. € angestiegen ist (VJ: 2,07 Mio. €).

Auf Basis des Konzernergebnisses wurde für das 1. Halbjahr 2017 ein Fehlbetrag von 15,62 Mio. € (VJ: 8,70 Mio. €) verbucht. Ein maßgeblicher Faktor für dieses Ergebnis ist ein Währungseffekt in Höhe von -12,51 Mio. € (VJ: -2,78 Mio. €), der im Rahmen der funktionalen Währung aus Stichtagsbewertungseffekten der EURO-Verbindlichkeiten

entstanden ist. Da es sich hierbei um einen funktionalen Währungseffekt handelt, hat dieser auch nur eine geringe Auswirkung auf den Cashflow der Gesellschaft. Dementsprechend steigerte sich der operative Cashflow um 207,36% auf 14,54 Mio. € (VJ: 4,73 Mio. €).

Somit ist insgesamt die Ergebnisentwicklung der Aves One zum ersten Halbjahr 2017 als äußerst positiv einzustufen und auf Basis des operativen Cashflows wird auch deutlich, dass die hohen Währungseffekte kaum Einfluss auf die Performance der Gesellschaft haben.

## Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	28,65	50,19	70,85	90,05
EBITDA	15,36	28,48	45,30	60,14
EBITDA-Marge	53,6%	56,7%	63,9%	66,8%
EBIT	6,85	10,19	25,89	37,59
EBIT-Marge	23,9%	20,3%	36,5%	41,7%
Jahresüberschuss	-7,67	-6,63	5,90	13,50

Quelle: Berechnung GBC; \*Prognosen 2017-2019 vor Währungseffekten

Auf Basis der Zahlen des 1. Halbjahres 2017 haben wir unsere Prognosen angepasst. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Gesellschaft das Ziel von 1 Mrd. € Assets zum GJ 2020 fest im Blick hat und erwarten im GJ 2017 50,19 Mio. € Umsatz bzw. für das GJ 2018 70,85 Mio. €. Dementsprechend gehen wir von einem leicht schwächeren GJ 2017 aus, welches durch ein dynamischeres GJ 2018 überkompensiert werden sollte. Ein wesentlicher Faktor für diese Umsatzerreichung ist die Akquise von werthaltigen Logistik-Assets. Während die Investitionen im 1. Halbjahr 2017 noch zurückhaltend durchgeführt wurden, gehen wir davon aus, dass insbesondere im Bereich der Logistik-Immobilien z.B. durch die Kooperation mit Logivest wesentliche Investitionen getätigt werden können. Aber auch in den Segmenten Rail und Container sollte das Unternehmen weitere Investitionsmöglichkeiten realisieren können, um unsere Prognosen zu erreichen.

Gleichsam konnten im Rahmen der Akquise neuer Portfolios im 1. Halbjahr 2017 auch Finanzierungen mit Banken realisiert werden, was voraussichtlich die Zinslast senken wird. Durch den erwarteten Ausbau der Immobilien-Assets sollte auch die durchschnittliche Zinslast weiter sinken, da Immobilien-Assets in der Regel günstiger finanziert werden können. Neben der geplanten, umfangreichen Bankenfinanzierung erwarten wir auch, dass die gesamte Finanzierungsstruktur weiter optimiert werden kann. Darüber hinaus hat die Gesellschaft sich zum Ziel gesetzt, die Overheadkosten weiterhin stabil zu halten, was ebenfalls zu einer Margenverbesserung beitragen würde.

Durch die Verschiebung der Investitionen auf das GJ 2018, gehen wir von einem EBITDA in Höhe von 28,48 Mio. € im GJ 2017 aus und erhöhen unsere Prognose für das GJ 2018 auf 45,30 Mio. €. In unseren Prognosen haben wir eine gleichbleibende Währungsrelation zwischen Euro und US-Dollar unterstellt. Die entsprechende operative Ergebnisbetrachtung ist in diesem Falle vor Währungseffekten vorzunehmen, um eine Vergleichbarkeit mit unseren Prognosen herzustellen. Auf unser Bewertungsmodell bzw. unsere grundlegend positive Einschätzung der Aves One AG haben die Währungseffekte hingegen keinen bzw. nur einen sehr untergeordneten Einfluss.

Mit dem Ausbau des Asset-Portfolios und dem verbesserten Finanzierungsmix sollten überproportionale Ergebnisverbesserungen möglich sein, was sich deutlich wertsteigernd auf das Unternehmen auswirken würde.

## BEWERTUNG

### Annahmen DCF-Modell

Die Aves One AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 bis 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2024 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 70% 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 Aves One AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

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

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 1,49.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,5% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 10% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 3,3%.

### Bewertungsergebnis

**Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 3,3% errechnet. Wir haben einen fairen Wert des Eigenkapitals der Aves One AG von 109,63 Mio. € ermittelt. Bei einer Aktienanzahl von 12,04 Mio. Stück (nach Sachkapitalerhöhungen) entspricht dies einem Wert je Aktie in Höhe von 9,10 €. Durch die Sachkapitalerhöhungen konnten Darlehen in die Gesellschaft eingebracht werden, was sich positiv auf die Finanzierungssituation auswirkt. Gleichsam sollen vermehrt Immobilienportfolios erworben werden, welche in der Regel eine günstigere durchschnittliche Finanzierung ermöglichen.**

## DCF-Modell

### Aves One 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	70,0%	ewige EBITA - Marge	48,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	2,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	50,19	70,85	90,05	99,06	108,97	119,87	131,86	145,05	
US Veränderung	75,2%	41,2%	27,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	
EBITDA	28,48	45,30	60,14	69,34	76,28	83,91	92,30	101,54	
EBITDA-Marge	56,7%	63,9%	66,8%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	
EBITA	10,19	25,89	37,59	47,64	51,05	56,16	61,78	67,96	
EBITA-Marge	20,3%	36,5%	41,7%	48,1%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	48,3%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	-15,32	-16,85	-18,53	-20,39	
zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	10,19	25,89	37,59	47,64	35,74	39,31	43,24	47,57	
Kapitalrendite	2,2%	5,4%	5,3%	5,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,4%
Working Capital (WC)	8,41	8,56	8,60	9,91	10,90	11,99	13,19	14,51	
WC zu Umsatz	16,8%	12,1%	9,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	10,30	-0,15	-0,04	-1,30	-0,99	-1,09	-1,20	-1,32	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	472,81	699,37	868,08	1009,04	1109,98	1221,02	1343,18	1477,55	
AFA auf OAV	-18,29	-19,41	-22,55	-21,70	-25,23	-27,75	-30,53	-33,58	
AFA zu OAV	3,9%	2,8%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Investitionen in OAV	-40,29	-245,97	-191,26	-162,66	-126,17	-138,79	-152,68	-167,95	
Investiertes Kapital	481,22	707,93	876,68	1018,94	1120,88	1233,01	1356,36	1492,05	
EBITDA	28,48	45,30	60,14	69,34	76,28	83,91	92,30	101,54	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	-15,32	-16,85	-18,53	-20,39	
Investitionen gesamt	-29,98	-246,12	-191,30	-163,96	-127,16	-139,88	-153,88	-169,27	
Investitionen in OAV	-40,29	-245,97	-191,26	-162,66	-126,17	-138,79	-152,68	-167,95	
Investitionen in WC	10,30	-0,15	-0,04	-1,30	-0,99	-1,09	-1,20	-1,32	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-1,50	-200,82	-131,16	-94,62	-66,20	-72,82	-80,11	-88,12	1542,08

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	568,65	788,29
Barwert expliziter FCFs	-659,15	-480,14
Barwert des Continuing Value	1227,80	1268,43
Nettoschulden (Net debt)	462,86	678,65
Wert des Eigenkapitals	105,79	109,63
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	105,79	109,63
Ausstehende Aktien in Mio.	12,04	12,04
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,79	<b>9,10</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,49
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	10,0%
Fremdkapitalkosten	3,2%
Zielgewichtung	90,0%
Taxshield	18,3%
WACC	<b>3,3%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	3,21%	3,26%	3,31%	3,36%	3,41%
3,25%	10,00	5,49	1,32	-2,54	-6,12
3,30%	14,24	9,55	5,21	1,20	-2,53
3,35%	18,48	13,60	<b>9,10</b>	4,94	1,06
3,40%	22,72	17,66	13,00	8,67	4,66
3,45%	26,95	21,72	16,89	12,41	8,25

## 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: (5a,5b,11)**

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

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem 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)a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6)a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers der Finanzanalyse.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligt Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.



(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

**§ 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, Kristina Bauer, Email: [bauer@gbc-ag.de](mailto:bauer@gbc-ag.de).

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

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellv. 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)