

## Aves One AG\*4,5a,6a,11

**Rating: Halten**  
**Kursziel: 14,20 €**  
**(bisher: under review)**

Aktueller Kurs: 14,40 €  
 20.10.21 / XETRA 17:36 Uhr

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A168114  
 WKN: A16811  
 Börsenkürzel: AVES  
 Aktienanzahl<sup>3</sup>: 13,02  
 Marketcap<sup>3</sup>: 189,36  
 Enterprise Value<sup>3</sup>: 1.014,14  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 34,7%

Transparenzlevel:  
 Prime Standard

Marktsegment:  
 Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

**Analysten:**

Cosmin Filker  
 filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger  
 greiffenberger@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 21.10.21 (09:00 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 21.10.21 (12:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

**Unternehmensprofil**

Branche: Asset-Management

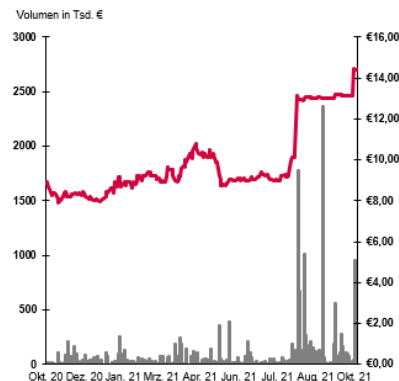
Fokus: Rail, Wechselbrücken

Mitarbeiter: 42 (31.12.2020)

Gründung: 2013

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Tobias Aulich, Sven Meißner



Die Aves One AG ist ein stark wachsender Bestandshalter langlebiger Rail-Assets mit einem modernen und ertragsstarken Güterwagenportfolio. Aves One ist ein etablierter Teilnehmer im europäischen Schienengüterverkehrsmarkt. Neben Güterwagen umfasst das Portfolio auch Wechselbrücken. Die Endkunden sind staatliche Bahngesellschaften sowie Industrie- und Logistikunternehmen. Die Gesellschaft bewegt sich in einem stark wachsenden Marktumfeld. Die weiter zunehmende Globalisierung der Warenströme führt zu einem erhöhten Transportvolumen. Der Frachtverkehr soll sich bis zum Jahr 2050 vervierfachen. Dies führt zu einer starken Nachfrage nach Rail-Assets. Die Liberalisierung des Bahnmarktes, die Optimierung der Logistikketten und der anhaltende Outsourcing-Trend bietet gute Marktbedingungen für die Vermietung von Logistik-Assets in allen Geschäftsbereichen der Aves One AG.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	123,85	104,88	118,24	127,55
EBITDA	81,80	73,40	83,36	90,34
EBIT	9,64	40,35	45,31	49,45
Jahresüberschuss	-56,96	10,09	7,72	9,32

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-4,33	0,77	0,59	0,71
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	8,19	9,67	8,58	7,95
EV/EBITDA	12,40	13,82	12,17	11,23
EV/EBIT	105,20	25,13	22,38	20,51
KGV	-3,32	18,77	24,54	20,31
KBV	13,49			

Finanztermine	
November 2021: Q3-Zahlen	
07.-08.12.21: MKK München	

**letzter Research von GBC:	
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating	
10.08.2021: RS / under review	
04.06.2021: RS / 14,50 € / KAUFEN	
03.02.2021: RS / 13,50 € / KAUFEN	
30.11.2020: RS / 13,50 € / KAUFEN	
** oben aufgeführte Researchstudien können unter <a href="http://www.gbc-ag.de">www.gbc-ag.de</a> eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden	

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

## Übernahmeangebot löst Neubewertung aus, Rating HALTEN bei einem neuen Kursziel von 14,20 €

in Mio. €	1. HJ 2020	1.HJ 2021	Δ ggü. VJ
Umsatzerlöse*	50,86	50,28	-1,1%
EBITDA (Marge)*	33,50 (65,9%)	36,11 (71,8%)	+7,8%
EBIT (Marge)*	18,18 (35,7%)	18,74 (37,3%)	+3,1%
Ergebnis fortgeführte Bereiche	-1,88	11,49	
Ergebnis veräußerte Bereiche	3,25	-8,60	
Gesamtergebnis	1,38	2,90	+110,2%

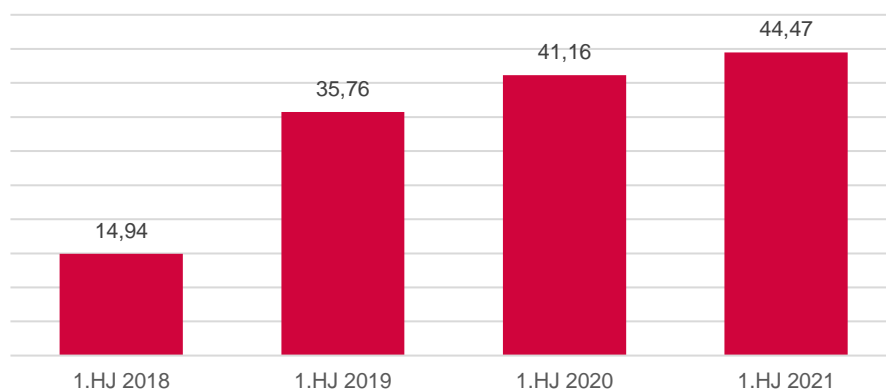
Quelle: Aves One; GBC AG; \*fortgeführte Bereiche

Das Geschäftsjahr 2021 war bei der Aves One AG besonders stark von zwei Ereignissen geprägt. Einerseits hatte die im März 2021 angekündigte Veräußerung des Seecontainer-Bereiches zu erheblichen Veränderungen der operativen Kennzahlen sowie zu einer stärkeren Fokussierung der Geschäftsstrategie geführt. Auf der anderen Seite hat ein Konsortium aus den Gesellschaften Swiss Life Asset Managers und Vauban Infrastructure Partners im August 2021 ein Übernahmeangebot an die Aktionäre der Aves One AG abgegeben (siehe Kapitel Übernahmeangebot dieser Studie).

### Operative Geschäftsentwicklung 1. HJ 2021

Mit der Veräußerung des Seecontainer-Segments legt die Aves One AG den Geschäftsfokus auf das deutlich rentablere Rail-Segment und auf den Wechselbrücken-Bereich. Gleichzeitig erhöht sich die Verlässlichkeit der Geschäftsentwicklung, auch dadurch bedingt, dass künftig Wechselkurseffekte eine geringere Rolle spielen werden. Entsprechend der neuen Fokussierung finden sich in den operativen Kennzahlen nur noch die fortgeführten Bereiche Rail (Eisenbahnwaggons) und Container (Wechselbrücken) wieder. Die Gesellschaft hat diesbezüglich zu Vergleichszwecken auch eine Anpassung der Vorjahreszahlen vorgenommen. Zwar lagen dabei die Umsatzerlöse der fortgeführten Bereiche mit 50,28 Mio. € (VJ: 50,86 Mio. €) um -1,1 % leicht unterhalb des Vorjahreswertes, bereinigt um einmalige Erlöse aus der Veräußerung der Immobilienaktivitäten wurde jedoch ein Umsatzwachstum erwirtschaftet. Im Vorjahreswert waren einmalige Umsätze in Höhe von 3,39 Mio. € enthalten, so dass bereinigt ein Umsatzwachstum in Höhe von +5,9 % erzielt wurde.

### Umsatzentwicklung Rail-Segment (in Mio. €)



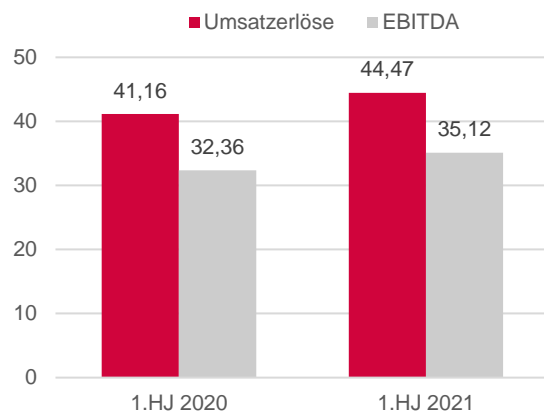
Quelle: Aves One AG; GBC AG

Der wesentliche Treiber für die Fortsetzung des Wachstumskurses war, wie auch schon in den vergangenen Geschäftsjahren, die dynamische Entwicklung des Rail-Segments. Während sich in diesem Kernsegment die Auslastung gegenüber dem Vorjahreszeit-

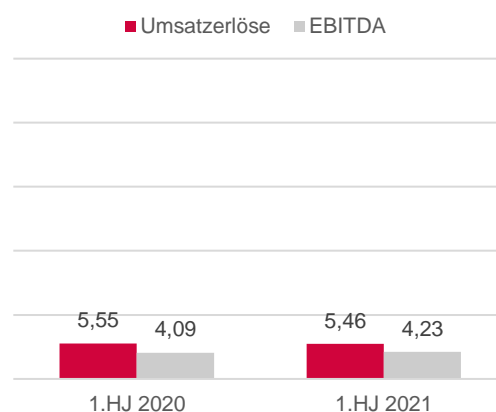
raum leicht reduziert hat und die Mietraten gleichzeitig angestiegen sind, basiert die Umsatzsteigerung in Höhe von +8,0 % auf dem insgesamt höheren Wagonbestand. Investitionen in neue Kessel- und Intermodalwagen hatten zu einem Anstieg der Rail-Vermögenswerte auf 753,53 Mio. € (30.06.2020: 713,4 Mio. €) geführt.

Das Rentabilitätsniveau der fortgeführten Segmente liegt, gemessen am EBITDA, mit 71,8 % (VJ: 65,9 %) deutlich oberhalb der 70 %-Schwelle. Der EBITDA-Anstieg auf 36,11 Mio. € (VJ: 33,50 Mio. €) ist dabei hauptsächlich dem Rail-Segment zuzuordnen, in dem die Gesellschaft bei einer Ausweitung der Geschäftstätigkeit eine leichte Margenverbesserung erreicht hat.

**Rail-Segment (in Mio. €)**



**Container-Segment (in Mio. €)**



Quelle: Aves One AG; GBC AG

Trotz EBITDA-Ausweitung ist der Anstieg des Nachsteuerergebnisses der fortgeführten Bereiche auf 11,49 Mio. € (VJ: -1,88 Mio. €) besonders auffällig. Positive Währungseffekte sowie Erträge aus der Bewertung von Kündigungsoptionen hatten dabei zu einem deutlichen Rückgang des Finanzaufwandes auf 11,12 Mio. € (VJ: 20,99 Mio. €) geführt. Die eigentlichen Zinsaufwendungen lagen allerdings mit 22,10 Mio. € (VJ: 21,32 Mio. €) auf Vorjahresniveau. Trotz getrennter Darstellung nach fortgeführten und nicht fortgeführten Bereichen sind in den Finanzaufwendungen die Finanzierungskosten des veräußerten Seecontainer-Bereiches, da der überwiegende Teil davon im Verlauf des ersten Halbjahres 2021 zurückgeführt wurde, noch zum Teil enthalten. Im zweiten Halbjahr 2021 sollte die aus der Veräußerung resultierende Zinseinsparung stärker sichtbar werden.

Das Gesamtkonzernergebnis in Höhe von 2,90 Mio. € (VJ: 1,38 Mio. €) wird durch einen negativen Ergebnisbeitrag der nicht fortgeführten Bereiche in Höhe von -8,60 Mio. € (VJ: 3,25 Mio. €) belastet. Der negative Ergebnisbeitrag steht in Verbindung mit einem Verlust aus dem Verkauf des Seecontainer-Vermögens.

## Prognosen und Bewertung

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 21e (alt)	GJ 21e (neu)	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	123,85	104,88	104,88	118,24	127,55
EBITDA	81,80	73,40	73,40	83,36	90,34
EBIT	9,64	40,35	40,35	45,31	49,45
Jahresüberschuss	-56,96	0,09	10,09	7,72	9,32

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung des Halbjahresberichtes hat der Aves One-Vorstand die im Rahmen des Geschäftsberichtes 2020 kommunizierte Guidance bestätigt. Unverändert werden Umsatzerlöse von mehr als 100 Mio. €, dabei mehr als 92 Mio. € im Rail-Segment und mehr als 8 Mio. € im Container-Segment, in Aussicht gestellt. Auch die EBITDA-Guidance von mehr als 70 Mio. €, mit der Aufteilung von 64 Mio. € (Rail) und 6 Mio. € (Container) wurde in diesem Zusammenhang bestätigt. Es bleibt also das Fazit, dass das erste Halbjahr 2021 sowohl auf Umsatz- als auch auf EBITDA-Ebene im Rahmen der Erwartungen ausgefallen ist. Trotz Unsicherheiten im Zusammenhang mit der weiteren Entwicklung der Corona-Pandemie werden sowohl im Rail-Bereich als auch bei den Wechselbrücken leichte Steigerungen in der Auslastungsquote unterstellt.

Auch wir bestätigen unsere bisherige Prognose (siehe Researchstudie vom 07.06.2021), wonach wir für das Rail-Segment mit Umsatzerlösen in Höhe von 94,88 Mio. € und im Container-Bereich in Höhe von 10,00 Mio. € erwarten. Demnach rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr insgesamt mit Umsatzerlösen in Höhe von 104,88 Mio. € und einem EBITDA in Höhe von 73,40 Mio. €. Beim Jahresüberschuss hingegen, welcher im laufenden Geschäftsjahr noch von den Auswirkungen des veräußerten Seecontainer-Bereiches beeinflusst sein wird, müssen wir Anpassungen vornehmen. Im ersten Halbjahr hatte die Aves One AG positive Währungseffekte sowie Erträge aus der Bewertung von Kündigungsoptionen in Höhe von insgesamt 10,09 Mio. € ausgewiesen. Diese nicht prognostizierbaren Erträge, die naturgemäß nicht in unseren bisherigen Prognosen enthalten waren, haben wir im EBT und damit im Nachsteuerergebnis berücksichtigt. Da es sich hier um nicht liquiditätswirksame Effekte handelt, haben wir das DCF-Modell um diese Sondererträge bereinigt.

Vom aktuellen Standpunkt ausgehend, behalten wir unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 somit unverändert bei. Diese sind gekennzeichnet von einem erwarteten Wachstum im Rail-Bereich, als Folge eines erwarteten Ausbaus des Güterwagenbestandes. Positive Effekte im Zusammenhang mit der im Rahmen des Übernahmeangebotes zugesagten Eigenkapitalzuführung in Höhe von mindestens 100 Mio. € haben wir derzeit nicht berücksichtigt. Es ist davon auszugehen, dass hiervon jeweils ein Teil für die weitere Wachstumsfinanzierung sowie für die Rückführung von Darlehen verwendet wird.

## Übernahmeangebot

Am 06.08.2021 hatte ein Konsortium aus den Gesellschaften Swiss Life Asset Managers (Schweiz) und Vauban Infrastructure Partners (Frankreich) ein freiwilliges Übernahmeangebot an die Aves One-Aktionäre abgegeben. Der Angebotspreis von 12,80 € übertraf den Schlusskurs des Vortages um rund 27 % und der Aufschlag zum gewichteten Durchschnittskurs der drei Monate vor dem Übernahmeangebot lag bei rund 39 %. In der Zwischenzeit wurde vom Bieterunternehmen Rhine Rail Investment AG eine ausführliche Angebotsunterlage veröffentlicht, auf der der Aves One-Vorstand pflichtgemäß mit einer Stellungnahme geantwortet hat. Nach einer Prüfung zur Höhe des Angebotspreises sowie unter Berücksichtigung der Informationen in der Angebotsunterlage befürwortet der Vorstand die Annahme des Übernahmeangebotes.

Die Annahmefrist endet am 09.11.2021 und die Annahmeschwelle liegt bei 85 %. Bereits zum Zeitpunkt des Übernahmeangebotes hatten sich Aves One-Aktionäre, die mehr als 85 % der Aktien halten, für eine Annahme des Angebotes ausgesprochen. Damit ist das Erreichen der Mindestannahmeschwelle unseres Erachtens nur noch eine Formsache. Gemäß Angebotsunterlage ist die Initiierung eines Delistings der Aves One-Aktien geplant.

Im Rahmen der zum Übernahmeangebot geschlossenen Investmentvereinbarung zwischen Aves One AG und Rhine Rail Investment AG soll der Aves One AG im Wege einer Kapitalerhöhung oder durch Gewährung nachrangiger Gesellschafterdarlehen ein Wachstumskapital in Höhe von mindestens 100 Mio. € zur Verfügung gestellt werden. Es wird damit das Ziel unterstützt, die Aves One finanziell zu unterstützen, um die Marktposition weiter zu stärken.

## DCF-Bewertung unter Berücksichtigung des Übernahmeangebotes

In der aktualisierten DCF-Bewertung haben wir die erfolgreiche Durchführung des Übernahmeangebotes berücksichtigt. Dies impliziert auch, dass wir von einem Delisting der Aves One-Aktie ausgehen. Somit setzen wir bei der Marktrisikoprämie, als wichtige Komponente der Eigenkapitalkosten und damit der gewichteten Kapitalkosten (WACC), nun einen neuen Wert von 7,0 % (bisher: 5,5 %) an. In der praxisbezogenen Bewertungsliteratur wird eine adäquate Marktrisikoprämie von 5,5 % bis 7,0 % gefordert. Bei nicht börsennotierten Unternehmen setzen wir den oberen Bereich von 7,0 % an, für börsennotierte Unternehmen ist der untere Rand von 5,5 % gängige Praxis.

Gleichzeitig haben wir im Zuge der Fokussierung auf das Rail-Segment eine leichte Reduktion des unternehmensspezifischen Betas auf 1,63 (bisher: 1,76) vorgenommen. Der risikolose Zinssatz, welchen wir gemäß Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen ableiten, bleibt bei unserem Mindestwert von 0,25 %.

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Aves One AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,65 % (bisher: 9,95 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 10,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 3,35 % (bisher: 3,20%).

## DCF-Modell

### Aves One AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	70,8%	ewige EBITA - Marge	42,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	38,8%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
Umsatz (US)	104,88	118,24	127,55	137,11	147,39	158,45	170,33	183,11	
US Veränderung	-13,2%	12,7%	7,9%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	
EBITDA	73,40	83,36	90,34	97,12	104,40	112,23	120,65	129,70	
EBITDA-Marge	70,0%	70,5%	70,8%	70,8%	70,8%	70,8%	70,8%	70,8%	
EBITA	40,35	45,31	49,45	57,28	61,39	66,15	71,61	77,81	
EBITA-Marge	38,5%	38,3%	38,8%	41,8%	41,6%	41,7%	42,0%	42,5%	42,5%
Steuern auf EBITA	-12,10	-13,59	-14,83	-17,19	-18,42	-19,84	-21,48	-23,34	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	28,24	31,72	34,61	40,10	42,97	46,30	50,13	54,47	
Kapitalrendite	2,9%	3,4%	3,3%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,5%
Working Capital (WC)	35,00	41,00	49,55	53,27	57,26	61,56	66,17	71,14	
WC zu Umsatz	33,4%	34,7%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	
Investitionen in WC	-6,29	-6,00	-8,55	-3,72	-3,99	-4,29	-4,62	-4,96	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	888,35	1000,71	1098,08	1185,82	1270,37	1351,86	1430,39	1506,07	
AFA auf OAV	-33,06	-38,05	-40,90	-39,83	-43,02	-46,08	-49,04	-51,89	
AFA zu OAV	3,7%	3,8%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	
Investitionen in OAV	20,43	-150,42	-138,26	-127,57	-127,57	-127,57	-127,57	-127,57	
Investiertes Kapital	923,35	1041,71	1147,63	1239,09	1327,64	1413,42	1496,56	1577,21	
EBITDA	73,40	83,36	90,34	97,12	104,40	112,23	120,65	129,70	
Steuern auf EBITA	-12,10	-13,59	-14,83	-17,19	-18,42	-19,84	-21,48	-23,34	
Investitionen gesamt	14,14	-156,42	-146,81	-131,29	-131,56	-131,86	-132,19	-132,53	
Investitionen in OAV	20,43	-150,42	-138,26	-127,57	-127,57	-127,57	-127,57	-127,57	
Investitionen in WC	-6,29	-6,00	-8,55	-3,72	-3,99	-4,29	-4,62	-4,96	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	75,44	-86,65	-71,31	-51,35	-45,58	-39,48	-33,02	-26,18	1774,23

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	1090,02	1213,23
Barwert expliziter FCFs	-318,40	-242,43
Barwert des Continuing Value	1408,42	1455,65
Nettoschulden (Net debt)	917,35	1028,28
Wert des Eigenkapitals	172,67	184,94
Fremde Gewinnanteile	-0,13	-0,14
Wert des Aktienkapitals	172,54	184,80
Ausstehende Aktien in Mio.	13,02	13,02
Fairer Wert der Aktie in EUR	13,26	14,20

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	7,0%
Beta	1,63
Eigenkapitalkosten	11,7%
Zielgewichtung	10,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	90,0%
Taxshield	18,9%
WACC	3,4%

Kapitalrendite	WACC				
	3,33%	3,34%	3,35%	3,36%	3,37%
3,50%	14,52	13,62	12,73	11,86	11,00
3,51%	15,26	14,36	13,46	12,59	11,72
3,52%	16,01	15,10	14,20	13,31	12,44
3,53%	16,75	15,84	14,93	14,04	13,17
3,54%	17,50	16,58	15,67	14,77	13,89

Fazit: Im Rahmen des aktualisierten DCF-Bewertungsmodells haben wir einen neuen fairen Wert von 14,20 € ermittelt. Einerseits hat die beschriebene Anhebung des WACC zu einer Kurszielreduktion geführt. Auf der anderen Seite hat der Roll-Over-Effekt, im Rahmen dessen die Kurszielbasis auf den 31.12.2022 (bisher: 31.12.2021) verlängert wurde, zu einer Kurszielsteigerung geführt. Nach Bekanntgabe des Übernahmeangebotes hat sich der Aves One-Aktienkurs zunächst in etwa auf den Angebotspreis eingependelt, bevor dieser zuletzt nochmals etwas angestiegen ist. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus vergeben wir das Rating HALTEN.

## ANHANG

### I.

#### Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### §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 anderen 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>

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

#### **§ 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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>

#### **§ 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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: (4,5a,6a,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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und 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.

(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.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst**

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**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)