



Researchstudie (Anno)

Aves One AG



Der Wachstumskurs wird fortgesetzt.

-

**Durch das skalierbare Geschäftsmodell sollten weitere
Margenverbesserungen erreicht werden.**

**Kursziel: 12,80 €
(bisher: 12,10 €)**

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 27.05.2019 (16:55 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 28.05.2019 (09:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

Aves One AG^{*5a,11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 12,80 €
(bisher: 12,10 €)

Aktueller Kurs: 10,90 €
27.05.2019 / ETR 16:50

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A168114
WKN: A16811
Börsenkürzel: AVES

Aktienanzahl³: 13,02
Marketcap³: 141,86
Enterprise Value³: 587,61
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 21,88%

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Hauck & Aufhäuser

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Asset-Management

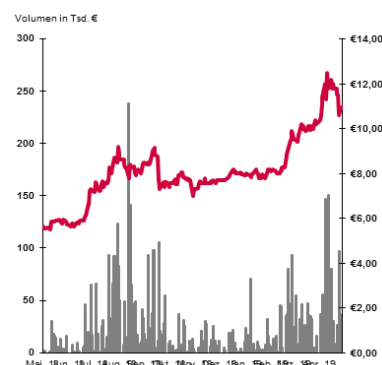
Fokus: Rail, Container

Mitarbeiter: 42 Stand: 31.12.2018

Gründung: 2013

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Tobias Aulich, Jürgen Bauer, Sven Meißner



Die Aves One AG ist ein stark wachsender Bestandhalter im Bereich langlebiger Logistik-Assets mit dem Fokus auf Güterwagons. Container und Wechselbrücken gehören ebenfalls zum Portfolio. Mit einem jungen, ertragsstarken Güterwagenportfolio gehört Aves One zu den führenden Bestandhaltern von Logistik-Assets für die Schiene in Europa. Die Strategie ist auf eine stetige Optimierung des Eigenbestands und den weiteren Ausbau des Logistik-Portfolios ausgerichtet.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	77,68	118,10	130,75	145,25
EBITDA	52,19	86,13	97,07	107,61
EBIT	31,17	52,64	59,07	66,06
Jahresüberschuss	12,03	10,96	13,56	17,15

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,92	0,84	1,04	1,32
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	7,56	4,98	4,49	4,05
EV/EBITDA	11,26	6,82	6,05	5,46
EV/EBIT	18,85	11,16	9,95	8,90
KGV	11,79	12,94	10,46	8,27
KBV	4,31			

Finanztermine

Mai 2019: Q1 Report 2019
August 2019: Hauptversammlung 2019
September 2019: Halbjahresbericht 2019
02.-03.09.2019: DVFA Konferenz
11.09.2019: ZKK Züricher Konferenz
November 2019: Q3 Report 2019
25.-27. 11.2019: Deutsches EKF
10.-11. 11.2019: MKK Münchener Kapitalmarkt-konferenz

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
14.08.2018: RS / 12,10€ / KAUFEN
05.12.2017: RS / 9,10 € / KAUFEN
14.11.2017: RS / 9,10 € / KAUFEN
24.07.2017: RS / 9,10 € / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Die Aves One AG steigerte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 die Umsatzerlöse deutlich und konnte darüber hinaus eine überproportionale Ergebnisverbesserung erreichen. Wir gehen davon aus, dass dieser Trend sich auch zukünftig fortsetzen wird. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 stiegen die Umsatzerlöse um 45,4% auf 77,68 Mio. € an (VJ: 53,43 Mio. €). Maßgeblich für dieses Umsatzwachstum waren weitere erworbene Assets under Management (AuM) im Jahr 2017 sowie im Jahr 2018. Insbesondere die NACCO-Transaktion im dritten Quartal 2018 führte zu einem deutlichen Anstieg der AuM. In Summe erhöhte sich so die AuM im Geschäftsjahr 2018 um 83,1% auf 820,93 Mio. € (VJ: 448,46 Mio. €). Durch die umfangreiche NACCO-Transaktion zog das Unternehmen zudem die ursprüngliche Planung von 1 Mrd. € AuM von 2020 auf 2019 vor.
- Durch die hohe Kostendisziplin und den Lean-Management-Ansatz konnte eine überproportionale Ergebnisverbesserung erzielt werden. Das EBITDA erhöhte sich um 79,3% auf 52,19 Mio. € (VJ: 29,11 Mio. €), was zu einer Margenverbesserung von 54,5% (2017) auf 67,2% (2018) führte. Insbesondere die Materialaufwandsquote konnte durch die noch weitere Steigerung der Auslastung nochmals erhöht werden. Insgesamt konnte so ein Nettoergebnis, bereinigt um nicht-cashwirksame FX-Effekte, in Höhe von 3,66 Mio. € erzielt werden (VJ: -13,35 Mio. €).
- Die Guidance für das Geschäftsjahr 2019 geht von Umsatzerlösen in Höhe von mindestens 110 Mio. €, einem EBITDA in Höhe von mindestens 80 Mio. € und Assets under Management von mindestens 1 Mrd. € aus. Wir schätzen diese Guidance als konservativ ein und gehen von 1,03 Mrd. € AuM aus und prognostizieren zusätzlich Umsatzerlöse in Höhe von 118,10 Mio. € in 2019. Wir gehen davon aus, dass weiterhin ein Fokus auf den Bereich Rail gesetzt wird und dass das Segment Container opportunistisch erweitert wird. Weiterhin sollte insbesondere die NACCO-Transaktion im Geschäftsjahr 2019 das gesamte Jahr Umsatzerlöse beitragen. Im Container-Segment erwarten wir einen leichten Rückgang der Auslastung, welcher jedoch durch steigende Mietpreise überkompensiert werden sollte. Für das Segment Rail gehen wir davon aus, dass das ausbalancierte Portfolio weiter ausgebaut wird. So konnte bereits im Geschäftsjahr 2018 durch den rund 20%igen Anteil an Kesselwaggons ein äußerst konjunkturunabhängiger Bereich aufgebaut werden, wohingegen das Unternehmen z.B. im Intermodalbereich an der höheren Wachstumsdynamik partizipieren kann.
- Durch die hohe Kostendisziplin und den Lean-Management Ansatz sollte es mit den steigenden Umsatzerlösen zu überproportionalen Ergebnisverbesserungen kommen. Wir erwarten, dass sich das EBITDA um 65,0% auf 86,13 Mio. € (VJ: 52,19 Mio. €) steigert, was einer Margenverbesserung von 67,2% (2017) auf 72,9% (2018) entspricht. Unseres Erachtens sollten die durchschnittlichen Finanzierungskosten weiter abnehmen, da das Rail-Segment in der Regel günstigere Konditionen erhält. Somit prognostizieren wir ein Nettoergebnis in Höhe von 10,96 Mio. € in 2019, was einer sehr hohen Netto-Marge von 9,3% entspricht.
- **Durch das skalierbare Geschäftsmodell sollten mittelfristig weitere Margenverbesserungen erreicht werden können. Aktuell gehen wir von einer Fortsetzung der hohen Wachstumsdynamik aus und vor dem Hintergrund des höheren Prognoseniveaus haben wir ein Kursziel in Höhe von 12,80 € (bisher: 12,10 €) ermittelt, somit vergeben wir das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

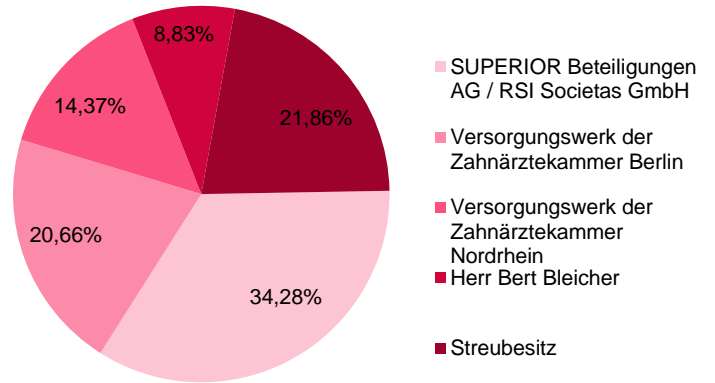
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Wichtige Partner und Kunden	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2018	9
Umsatzentwicklung	9
Ergebnisentwicklung	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
SWOT-Analyse	13
Prognose und Modellannahmen	14
Umsatzprognose	14
Ergebnisprognose	15
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell.....	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Aktionäre	%
SUPERIOR Beteiligungen AG / RSI Societas GmbH	34,28%
Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin	20,66%
Versorgungswerk der Zahnärztekammer Nordrhein	14,37%
Herr Bert Bleicher	8,83%
Streubesitz	21,88%

Quelle: Aves One



Wichtige Partner und Kunden

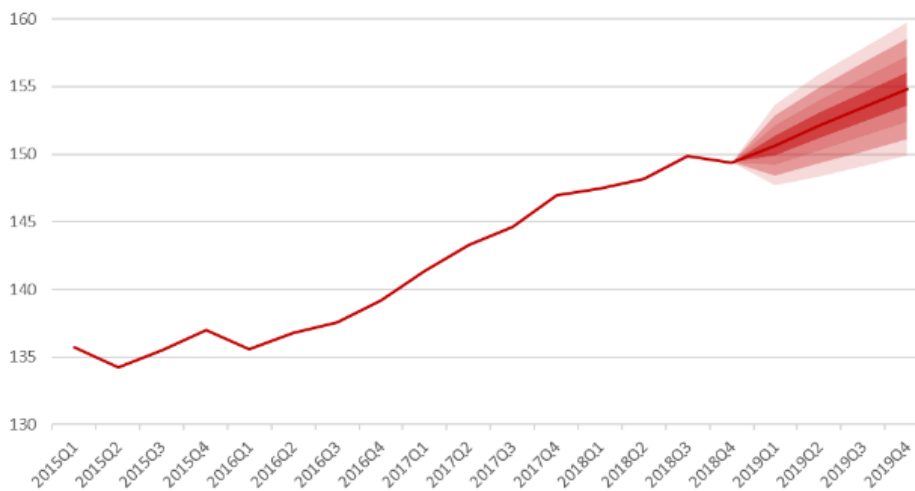


Quelle: Aves One

MARKT UND MARKTUMFELD

Die WTO (World Trade Organization) geht davon aus, dass der Welthandel in 2019 und 2020 weiterhin mit Gegenwind konfrontiert wird, nachdem der Welthandel in 2018 aufgrund der zunehmenden Handelsspannungen und der gestiegenen wirtschaftlichen Unsicherheit langsamer als erwartet gewachsen ist. Die WTO-Ökonomen erwarten, dass das Wachstum des Warenhandelsvolumens im Jahr 2019 auf 2,6% sinkt, gegenüber 3,0% im Jahr 2018. Das Handelswachstum könnte sich dann bis 2020 auf 3,0% erholen; dies hängt jedoch von einer Entspannung der Handelsbeziehungen ab.

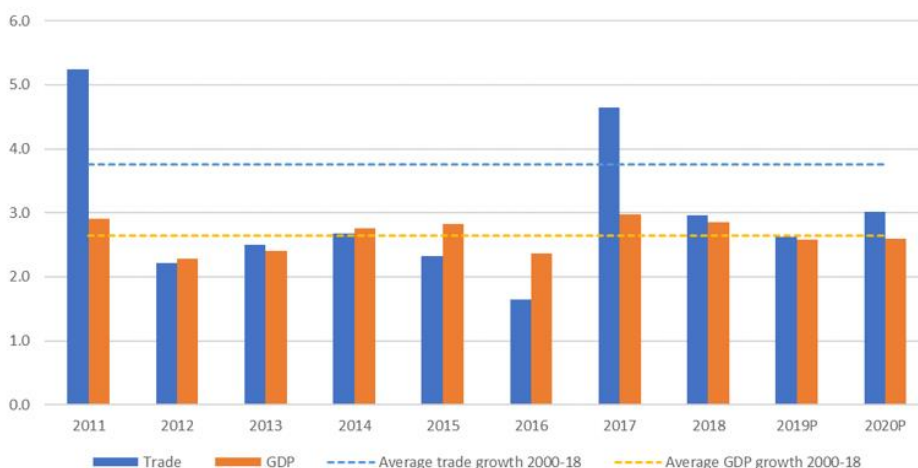
Index des weltweiten Handelsvolumens mit der Prognose für 2019



Quelle: WTO, UNCTAD, WTO Sekretariat, Saisonal bereinigter Volumensindex 2005=100

Das Wachstum im Jahr 2018 wurde durch mehrere Faktoren belastet, darunter neue Zölle, ein schwächeres globales Wirtschaftswachstum, Volatilität der Finanzmärkte und straffere monetäre Bedingungen, unter anderem in den Industrieländern.

Welthandelsvolumen (Trade) und reales BIP-Wachstum (GDP), 2011-2020



Quelle: WTO, UNCTAD, WTO Sekretariat

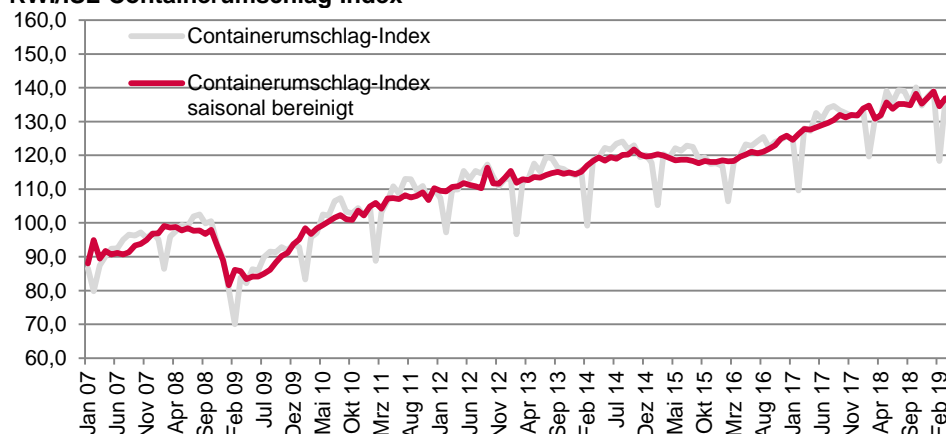
Konsensusschätzungen zufolge verlangsamt sich das Wachstum des Welt-BIP von 2,9% im Jahr 2018 auf 2,6% in den Jahren 2019 und 2020. Das überdurchschnittliche Handelswachstum von 4,6% im Jahr 2017 deutete darauf hin, dass der Handel etwas von seiner früheren Dynamik zurückgewinnen könnte, aber dies ist nicht geschehen. Der Handel wuchs 2018 nur geringfügig schneller als die Produktion, und diese relative

Schwäche dürfte sich bis mindestens 2019 fortsetzen. Dies ist zum Teil auf das langsamere Wachstum in der Europäischen Union zurückzuführen, die einen größeren Anteil am Welthandel hat als am Welt-BIP. Die vorläufige Schätzung von 3,0% für das Welthandelswachstum im Jahr 2018 liegt unter der jüngsten Prognose der WTO von 3,9% vom September letzten Jahres. Der Rückgang ist vor allem auf ein schlechteres als erwartetes Ergebnis im vierten Quartal zurückzuführen, als der Welthandel gemessen am Durchschnitt der Exporte und Importe um 0,3% zurückging. Bis dahin war der Handel im dritten Quartal um 3,8 % gestiegen, was den Prognosen der WTO entspricht.

In Anbetracht der hohen Unsicherheit, die mit Handelsprognosen unter den derzeitigen Bedingungen verbunden ist, dürfte die Handelsausweitung im laufenden Jahr höchstwahrscheinlich in eine Bandbreite von 1,3% bis 4,0% fallen. Auch, wenn sich die kurzfristige Wachstumsgeschwindigkeit des Welthandels abschwächen sollte, gehen wir dennoch davon aus, dass sich mittelfristig die Wachstumsraten wieder normalisieren werden. Die Aves One profitiert weiterhin von der steigenden Nachfrage nach Logistik-Assets und sollte insbesondere an den dynamischeren Entwicklungen auf den Teilmärkten Rail und Container partizipieren.

In Bezug auf den Rail-Bereich gehen wir durch die Marktliberalisierung und den steigenden Emissionsanforderungen von einem weiteren Wachstum aus. Mit zunehmenden Entfernungen und Transportvolumina bietet die Schiene erhebliche Vorteile gegenüber dem Straßenverkehr. Als Teil des internationalen Güterverkehrsmarktes spielt die Bahn eine aktive Rolle bei der zunehmenden Internationalisierung der Handelsströme und der fortschreitenden Globalisierung. Angesichts der erheblichen Umweltvorteile gegenüber anderen Verkehrsträgern fordern und fördern die europäischen Politiker den Ausbau des Schienenverkehrs. Die fortschreitende Liberalisierung der ehemals von der Staatsbahn dominierten Märkte ist ein weiterer Wachstumstreiber für private Anbieter von Miet- und Logistikdienstleistungen. Mit dem Entstehen eines einheitlichen, offenen, europäischen Eisenbahnsystems werden ehemalige Monopole abgebrochen und der Schienengüterverkehr wird generell attraktiver. Von den 700.000 Güterwagen Europas befinden sich noch mehr als 400.000 im Besitz der Staatsbahnen. Angesichts des fortgeschrittenen Alters vieler Flotten besteht ein großer Erneuerungsbedarf. Von dem notwendigen Verjüngungsprozess sollte Aves One profitieren können, da das Durchschnittsalter der Güterwaggonflotte von Aves One etwa 16 Jahre beträgt gegenüber 24 Jahren des Gesamtgütermarktes in Europa. Aufgrund des Kapitalmangels und der Priorität des Personenverkehrs zeigen viele Staatsbahnen jedoch wenig Investitionsbereitschaft. Dies sollte zukünftig weitere Impulse für Waggonvermietungsunternehmen wie die Aves One liefern.

RWI/ISL-Containerumschlag-Index



Quelle: Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung und des Instituts für Seeverkehrswirtschaft und Logistik (ISL)

Der Containerumschlagsindex des RWI-Leibniz-Instituts für Wirtschaftsforschung ist nach der aktuellen Schnellschätzung vom März auf 136,9 gestiegen. Der starke Rückgang im Februar auf 134,5 (revidiert) konnte damit teilweise kompensiert werden. Insgesamt ist der Index seit mehreren Monaten sehr volatil. Der weniger volatile Quartalsdurchschnitt von 136,6 lag im ersten Quartal 2019 leicht unter dem des Vorquartals. Aktuell wird aufgrund der Handelskonflikte von einer kurzfristigen Seitwärtsbewegung ausgegangen.

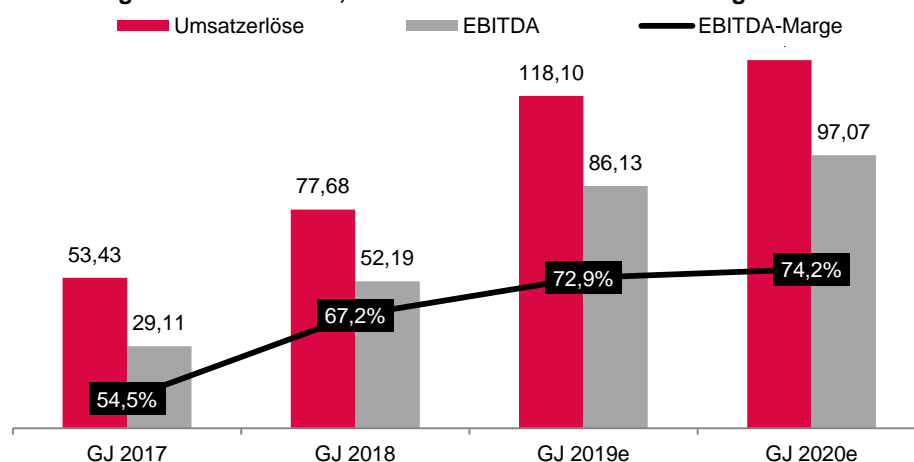
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	53,43	77,68	118,10	130,75
sonstige betriebliche Erträge	1,18	2,84	2,50	2,50
Materialaufwand	-12,87	-13,27	-21,26	-23,27
Personalaufwand	-4,81	-4,51	-4,71	-4,91
sonstige betriebliche Aufwendungen	-8,26	-10,88	-8,50	-8,00
EBITDA	29,11	52,19	86,13	97,07
Abschreibungen	-15,93	-21,01	-33,49	-38,00
EBIT	9,39	31,17	52,64	59,07
Zinserträge	1,22	0,58	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-21,76	-28,13	-41,10	-44,00
Währungsergebnis aus Finanzierungen	-21,63	8,38	0,00	0,00
Aufwand aus Aktienemission (Disagio)	-1,17	-0,81	0,00	0,00
Finanzierungsnebenkosten	-3,40	-0,03	0,00	0,00
EBT	-37,34	11,15	11,54	15,07
Ertragssteuern	2,36	0,93	-0,58	-1,51
Minderheiten	0,00	-0,05	0,00	0,00
Jahresüberschuss	-34,98	12,03	10,96	13,56
JÜ vor Wechselkurseffekten	-13,35	3,66	10,96	13,56
EBITDA	29,11	52,19	86,13	97,07
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>54,5%</i>	<i>67,2%</i>	<i>72,9%</i>	<i>74,2%</i>
EBIT	9,39	31,17	52,64	59,07
<i>EBIT-Marge</i>	<i>17,6%</i>	<i>40,1%</i>	<i>44,6%</i>	<i>45,2%</i>
Nettoergebnis	-13,35	3,66	10,96	13,56
<i>Netto-Marge</i>	<i>-25,0%</i>	<i>4,7%</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,4%</i>

Quelle: Aves One, GBC

Entwicklung der Umsatzerlöse, des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: Aves One, GBC

Geschäftsentwicklung 2018

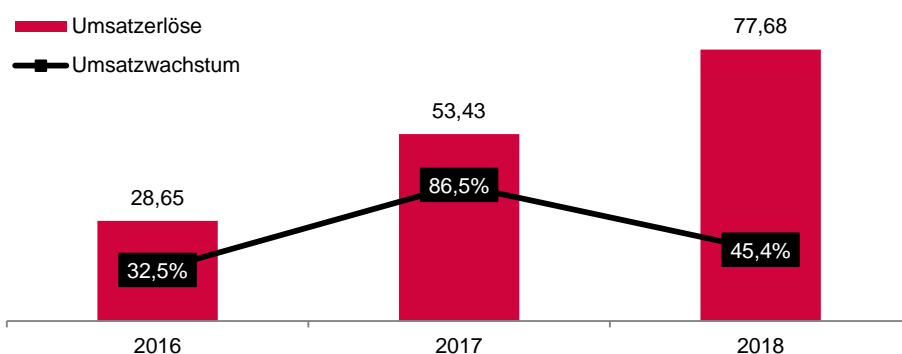
GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	28,65	53,43	77,68
EBITDA	10,29	25,32	52,19
EBITDA-Marge	35,9%	47,4%	67,2%
EBIT	1,78	9,39	31,17
EBIT-Marge	6,2%	17,6%	40,1%
Jahresüberschuss	-7,67	-34,98	12,03
EPS in €	-1,23	-2,71	0,92

Quelle: Aves One AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Die Aves One AG setzte die dynamische Unternehmensentwicklung weiter fort und steigerte die Umsätze und das Ergebnis signifikant. Hintergrund der hohen Wachstumsdynamik ist der Erwerb weiterer cashflowstarker Assets, welche Umsatzerlöse in Form von Mieteinnahmen generieren. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 wurden die Umsatzerlöse um 45,4% auf 77,68 Mio. € (VJ: 53,43 Mio. €) gesteigert.

Umsatzentwicklung (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



Quelle: Aves One AG; GBC AG

Das Unternehmen fokussiert sich auf die Segmente Rail und Container, welche die wesentlichen Umsatztreiber waren. Das Rail-Segment konnte den Umsatz um 54,3% auf 40,65 Mio. € (VJ: 26,34 Mio. €) steigern. Zu dem hohen Wachstum lieferte auch die NACCO-Transaktion mit einem Umsatzanteil in Höhe von 9,00 Mio. € einen wesentlichen Beitrag. Durch den Erwerbszeitpunkt flossen nur im vierten Quartal Umsatzerlöse aus der NACCO-Transaktion dem Unternehmen zu. Somit sollte sich der ganzjährige Umsatzbeitrag aus der NACCO-Transaktion im laufenden Geschäftsjahr 2019 widerspiegeln. Über die Segmente Container und Rail konnten die Auslastungsraten gesteigert werden und verbesserte Mietraten erzielt werden. Im Container-Segment wurden somit, neben dem weiteren Assetausbau, die Umsatzerlöse um 33,7% auf 32,22 Mio. € gesteigert (VJ: 24,10 Mio. €).

Bruttorenditen und Asset under Management der wesentlichen Segmente

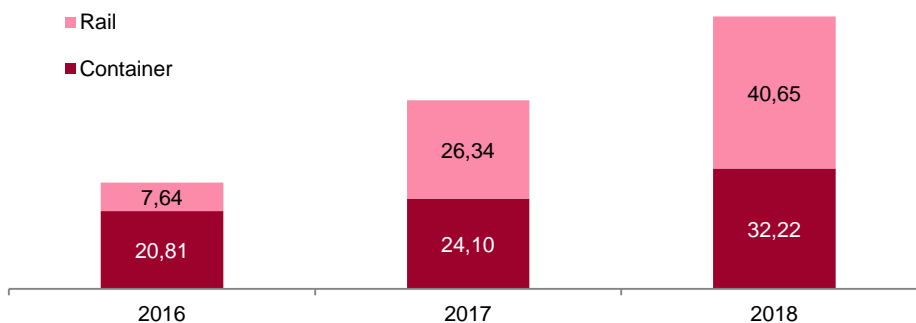
	2016	2017	2018
Container (AuM)	9,5% (219,59 Mio. €)	11,0% (218,40 Mio. €)	11,8% (272,04 Mio. €)
Rail (AuM)	3,4% (225,76 Mio. €)	11,5% (229,76 Mio. €)	7,6% (538,00 Mio. €)
Konzern (AuM)	6,4% (445,40 Mio. €)	11,9% (448,46 Mio. €)	9,5% (820,93 Mio. €)

Quelle: Aves One AG; GBC AG

Der Rückgang der Bruttorenditen (Umsatz / Assets) im Segment Rail von 11,5% (2017) auf 7,6% (2018) ist im Wesentlichen durch die Stichtageffekte der Erwerbszeitpunkte der neuen Assets zu erklären. So erhöhten sich die Rail-Assets insbesondere im dritten Quartal durch die NACCO-Transaktion, jedoch zeigt sich der ganzjährige Umsatz erst

im laufenden Geschäftsjahr 2019. Im Container-Segment wurde durch die Portfoliobereinigung und weitere Vermietungserfolge eine Steigerung der Bruttorendite trotz Asset-Zukäufen von 11,0% (2017) auf 11,8% (2018) erzielt. Im Gesamtkonzern kam es durch die Übergewichtung der Rail-Assets zu einer Reduktion der Bruttorendite von 11,9% (2017) auf 9,5% (2018).

Wesentliche Positionen der Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: Aves One AG; GBC AG

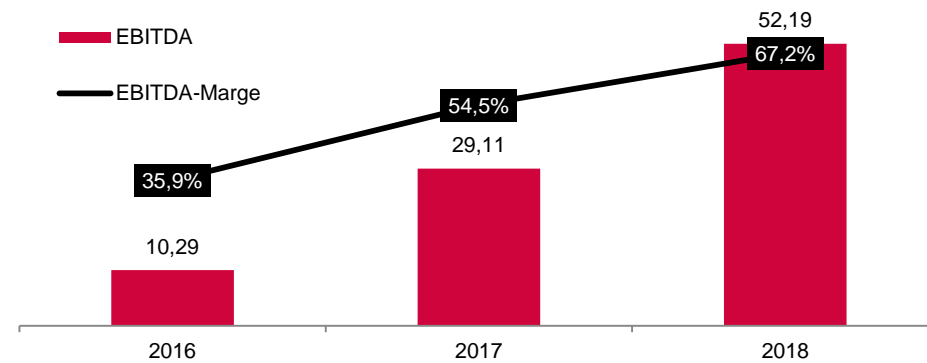
Das Unternehmen hatte ursprünglich das Ziel 1 Mrd. € Asset under Management (AuM) im Jahr 2020 zu erreichen. Durch die erfolgreichen Transaktionen konnte das Management dieses Ziel bereits auf das Jahr 2019 vorverlegen. So konnte durch die bislang größte Transaktion der Unternehmensgeschichte die Anzahl der Güterwaggons auf 9.004 mehr als verdoppelt werden. Dies hatte zur Folge, dass neben weiteren Investitionen die Sachanlagen im Segment Rail um 134,2% auf 538,00 Mio. € anstiegen (VJ: 229,76 Mio. €). Das Unternehmen schätzt die aktuellen Marktbedingungen durch die Liberalisierung des Bahnmarktes weiterhin als sehr gut ein und plant die Investitionen noch weiter auszubauen. Gemäß dem Geschäftsbericht verfügt das Unternehmen gegenwärtig über eine der jüngsten und modernsten Flotten im Markt, was zu einer hohen Nachfrage führt und die sehr hohen Auslastungsraten der Aves One erklärt.

Neben der sehr dynamischen Entwicklung der Rail-Assets entwickelten sich die Container-Assets ebenfalls sehr gut. Im Geschäftsjahr 2018 erhöhten sich die Container-Assets um 24,5% auf 272,04 Mio. € (VJ: 218,40 Mio. €). Insbesondere durch die Investition in weitere Wechselbrücken konnte das Segment weiter ausgebaut werden. Das Unternehmen setzt in diesem Zusammenhang auf den großen Trend des E-Commerce Handels. Wechselbrücken werden insbesondere bei Pakettransporten genutzt, was zu einer hohen Nachfrage in diesem Bereich führt. So wurden im Geschäftsjahr 2018 weitere Wechselbrücken für rund 34,9 Mio. € erworben.

Ergebnisentwicklung

Neben der sehr dynamischen Umsatzentwicklung konnte das Ergebnis nochmals überproportional gesteigert werden. Das EBITDA verbesserte sich um 79,3% auf 52,19 Mio. € (VJ: 29,11 Mio. €), was zu einer Margenverbesserung von 54,5% (2017) auf 67,2% (2018) führte. Hintergrund dieser Ergebnisverbesserungen sind die unterproportionalen Kostenentwicklungen auf allen wichtigen Positionen. Der Materialaufwand stieg um 3,1% auf 13,27 Mio. € (VJ: 12,87 Mio. €) und bezieht sich im Wesentlichen auf Dienstleistungen und bezogene Leistungen für das Vermieten der Assets. Durch die deutlich höhere Auslastung der Container fielen weniger Lagerungskosten für die nicht vermieteten Container an, was zu einer Kostenreduktion auf 4,59 Mio. € führte (VJ: 6,61 Mio. €).

Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: Aves One; GBC AG

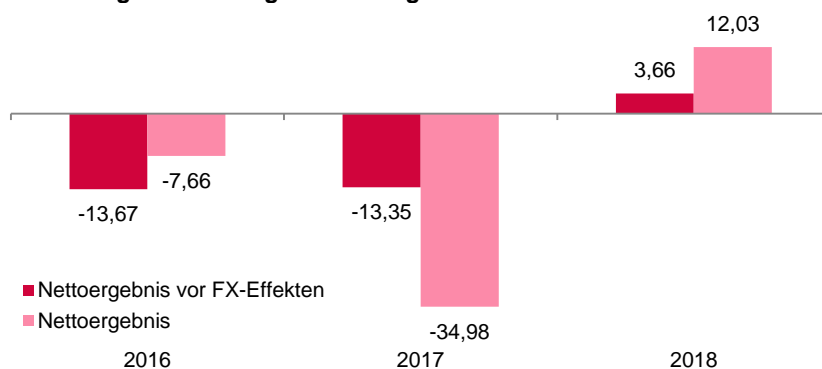
Darüber hinaus reduzierte sich der Personalaufwand um 6,2% auf 4,51 Mio. € (VJ: 4,81 Mio. €), was zeigt, wie konsequent das Unternehmen den Lean-Management-Approach durchführt.

Die Erhöhung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (SBA) um 31,8% auf 10,88 Mio. € (VJ: 8,26 Mio. €) ist primär auf das Risiko der Rechtsstreitigkeiten zurückzuführen, welche einen Aufwand in Höhe von 2,54 Mio. € verursacht haben. Bereinigt um das Rechtsstreitrisiko lagen die SBA nahezu auf Vorjahresniveau.

In Summe zeichnet sich das Unternehmen weiterhin durch eine äußerst stabile Kostenstruktur aus, welche auch trotz steigender Assets und Management und wachsender Umsatzerlöse nicht ansteigt. Hierdurch ergeben sich signifikante Skalierungseffekte, welche auch zukünftig zu überproportionalen Ergebnisverbesserungen führen sollten.

Der Erwerb der umfangreichen Assets wird größtenteils über Fremdkapital abgebildet. Somit erhöhten sich die Zinsaufwendungen um 29,3% auf 28,13 Mio. € (VJ: 21,76 Mio. €). Jedoch konnte das Unternehmen bereits jedes Jahr die Zinskonditionen verbessern und reduzierte den durchschnittlichen Nominalzins von 4,4% (2017) auf 3,6% (2018). Teilweise wurden diese verbesserten Zinskonditionen auch durch die zunehmende Übergewichtung des Rail-Segments erreicht. So sind Waggons in der Regel günstiger zu finanzieren als Container.

Entwicklung des bereinigten Nettoergebnisses um FX-Effekte



Quelle: Aves One; GBC

Das operative Container-Geschäft wird in USD abgewickelt, jedoch wird die Finanzierung zum Teil in EUR abgeschlossen. Dies führt zu nicht zahlungswirksamen Währungseffekten in der GuV, welche wir bereinigen, um das Netto-Ergebnis zu ermitteln. In 2018 konnte nun erstmals ein positiver Konzernüberschuss erzielt werden, welcher sich auf 3,66 Mio. € belief (VJ: -13,35 Mio. €).

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	28,49	22,23	32,90
EK-Quote (in %)	5,5%	4,3%	3,6%
Operatives Anlagevermögen	450,81	457,85	829,13
Working Capital	27,59	25,87	40,31
Net Debt	445,75	464,36	838,28
Sachanlagen	445,40	448,46	810,03
Finanzverbindlichkeiten	445,40	448,46	862,04
Liquidität	23,08	14,91	17,148
Bilanzsumme	517,88	520,13	923,68

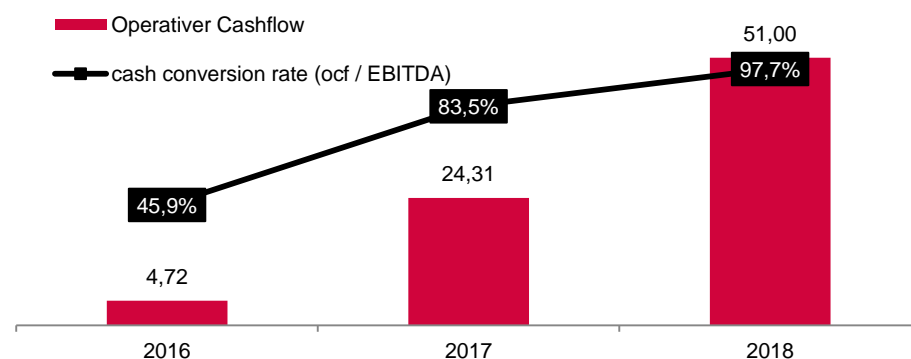
Quelle: Aves One; GBC

Bedingt durch das Geschäftsmodell hat die Aves One AG eine vergleichsweise geringe Eigenkapitalquote. Zum 31.12.2018 wies das Unternehmen ein Eigenkapital in Höhe von 32,90 Mio. € aus, was einer Eigenkapitalquote von 3,6% entspricht (31.12.2017: 4,3%). In Zukunft soll eine höhere Quote angestrebt werden, jedoch gehen wir davon aus, dass das Unternehmen bei der aktuell attraktiven Marktlage zunächst weiterhin stark auf fremdfinanziertes Asset-Wachstum setzen wird.

Weiterhin sollte das Unternehmen aus unserer Sicht über signifikante stille Reserven verfügen. So könnten Parallelen zu Immobilienbestandshaltern gezogen werden, welche über die Asset-Aufwertungen über eine höhere Eigenkapitalquote verfügen. Die Vergleichbarkeit besteht bei der Aves One durch die cashflowstarken Assets, welche zuverlässig Mietzahlungen für das Unternehmen generieren. Jedoch werden bei der Aves One die Rail- und Container-Assets nicht bilanziell aufgewertet. Sofern die stillen Reserven aufgedeckt werden würden, läge die Eigenkapitalquote deutlich höher.

Der cashflowstarken Assets führten zu einer Zunahme des operativen Cashflows (ocf) um 109,8% auf 51,00 Mio. € (VJ: 24,31 Mio. €). Gleichsam nähert sich das EBITDA stetig weiter dem operativen Cashflow, was zu einer nahezu 100%igen Cash Conversion Rate in auf Bezug das EBITDA führt (ocf / EBITDA). Die Cash Conversion Rate lag im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 bei 97,7% (VJ: 83,5%), somit kann das Unternehmen die erzielten Gewinne direkt in liquide Mittel umwandeln.

Operativer Cashflow (in Mio. €) und Cash Conversion Rate



Quelle: Aves One AG; GBC AG

Die Bilanz wird weiterhin durch die Assets bestimmt und entsprechend machten die Sachanlagen 87,7% (31.12.2018: 810,03) der Bilanzsumme (31.12.2018: 923,68 Mio. €) aus.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Guter Zugang zu Asset-Portfolios als wesentliche Voraussetzungen für weiteres Wachstum • Breit diversifiziertes Asset-Portfolio über Rail und Container, sorgt für eine Streuung des Risikos • Starkes Partnernetzwerk im Bereich Asset-Managern, Einkauf und Finanzierung • Etablierter und junger Wagenpark in einem starken Wachstumsmarkt • Lean-Management-Approach mit stabilen Fixkosten • Diversifiziertes Finanzierungsnetzwerk ermöglicht hohe Unabhängigkeit von einzelnen Finanzierungsquellen 	<ul style="list-style-type: none"> • Durch hohen Fremdfinanzierungsanteil beim Ankauf von Assets weist Aves One geschäftsmodellbedingt eine niedrige Eigenkapitalquote auf • Derzeit noch vergleichsweise hohe Finanzierungskosten durch hohe Anteile an Direktinvestments und Investitionen von institutionellen Investoren
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Eine Veränderung der Finanzierungsstruktur hin zu einer verstärkten Bankenfinanzierung könnte den durchschnittlichen Zinssatz senken und das Nettoergebnis stärken • Die Liberalisierung des Bahn-Marktes steigert die Kundennachfrage nach modernen Waggons und flexiblen Leasingmöglichkeiten • Der stark wachsende Online-Handel könnte weitere Wachstumsimpulse für Wechselbrücken liefern 	<ul style="list-style-type: none"> • Die hohe Korrelation des Geschäftsmodells mit der konjunkturellen Entwicklung könnte die Geschäftsentwicklung im Falle einer Schwäche beeinträchtigen • Der Zugang zu neuen Asset-Portfolios könnte sich verschlechtern und damit die Expansion beeinträchtigen • Finanzmarktkrisen könnten die Finanzierungsmöglichkeiten schwächen • Die Preise für neue Assets könnten steigen und damit die weitere Expansion verteuern oder bremsen • Die Umrechnung der EUR-Transaktionen in die funktionale Währung USD kann zu nicht cashwirksamen Ergebnisschwankungen führen

Prognose und Modellannahmen

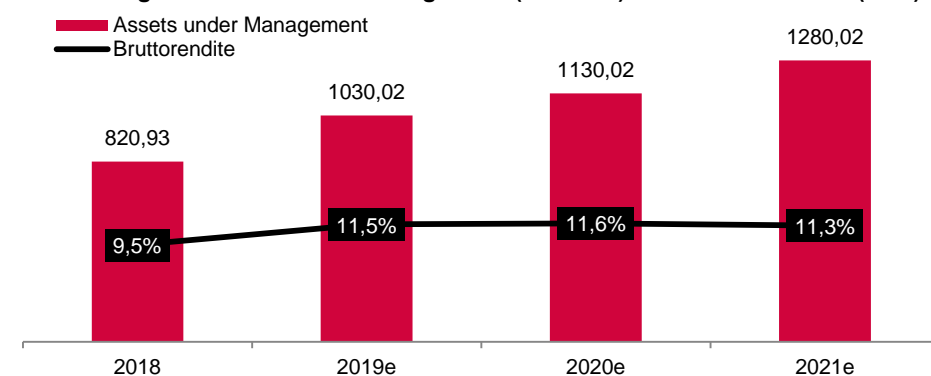
GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	77,68	118,10	130,75	145,25
EBITDA	52,19	86,13	97,07	107,61
EBITDA-Marge	67,2%	72,9%	74,2%	74,1%
EBIT	31,17	52,64	59,07	66,06
EBIT-Marge	40,1%	44,6%	45,2%	45,5%
Jahresüberschuss	12,03	10,96	13,56	17,15
EPS in €	0,92	0,84	1,04	1,32

Quelle: GBC

Umsatzprognose

Wir gehen davon aus, dass die Aves One AG auch in den kommenden Geschäftsjahren den Assetbestand weiter ausbauen wird und entsprechend höhere Umsätze erzielt werden. Durch die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells erwarten wir eine sukzessive Steigerung der Margen. Aktuell geht das Unternehmen davon aus, 1,0 Mrd. € Asset under Management (AuM) im Geschäftsjahr 2019 zu erreichen und die Guidance liegt bei einem Umsatz in Höhe von 110 Mio. € für 2019 und 80 Mio. € EBITDA.

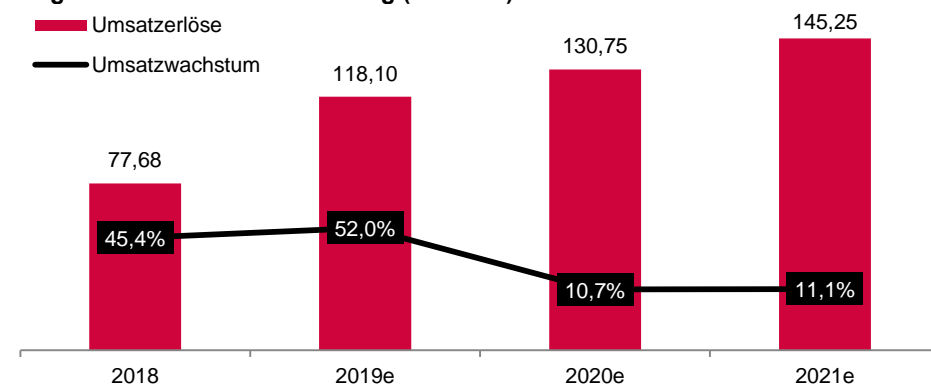
Entwicklung der Assets under Management (in Mio. €) und Bruttorenditen (in %)



Quelle: GBC

Wir schätzen die aktuelle Guidance als konservativ ein und erwarten AuM in Höhe von 1,03 Mrd. € im Jahr 2019, 1,13 Mrd. € im Jahr 2020 und 1,28 Mrd. € im Jahr 2021.

Prognose der Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC

Die aktuelle Entwicklung sollte sich weiter fortsetzen und der Bereich Rail wird, unseres Erachtens, der wichtigste Wachstumsbereich bleiben. Auch das Container-Segment könnte weiter anwachsen, wobei die Gesellschaft in diesem Bereich deutlich mehr auf günstige Opportunitäten setzt.

Mit dem sukzessiven Ausbau der AuM sollen auch die Umsätze weiter ansteigen. Wir gehen davon aus, dass die Umsatzerlöse im Jahr 2019 um 52,0% auf 118,10 Mio. € ansteigen werden, gefolgt von 130,75 Mio. € im Jahr 2020, bzw. 145,25 Mio. € im Jahr 2021. Der erhebliche Umsatzanstieg im Jahr 2019 ist auf den ganzjährigen Umsatzbeitrag aus der NACCO-Transaktion zu erklären. So trug die NACCO-Transaktion, bedingt durch den Erwerbszeitpunkt, im Geschäftsjahr 2018 nur im vierten Quartal zu den Umsatzerlösen bei.

Der Bereich Rail wird unseres Erachtens das Wachstumssegment der Aves One bleiben. Unseres Erachtens sollte die ausbalancierte Mischung des Rail-Portfolios fortgesetzt werden. Das Unternehmen setzt unserer Einschätzung nach einerseits auf wachstumsstarke Bereiche wie z.B. Intermodalwaggons und andererseits auf sehr stabile Bereiche wie z.B. Kesselwaggons. Das Unternehmen baute bereits im Laufe des Geschäftsjahres 2018 ein umfangreiches Kesselwaggon-Portfolio von rund 20% auf, welches vergleichsweise konjunkturunabhängig ist. Neben dem sehr stabilen Kesselwaggongeschäft sollten auch wachstumsstarke Segmente stark adressiert werden. So könnte beispielsweise der Intermodalbereich ausgebaut werden. Dieser Bereich ist zwar konjunkturabhängiger, da der Bereich auch stark vom Handelsgeschäft und vom Seeverkehr abhängig ist, jedoch herrscht hier gleichzeitig eine höhere Wachstumsdynamik vor. Über alle Bereiche im Rail-Geschäft geht das Unternehmen von steigenden Mietpreisen aus und wir sehen den Rail Markt als langfristigen Wachstumsmarkt an. So sollten neben der Liberalisierung des Marktes auch die aktuellen CO²-Ziele in Europa nur durch eine stärkere Verlagerung auf den Schienenverkehr erreichbar sein. Daher strebt die Europäische Kommission an, etwa 30% des Straßengüterverkehrs über 300 km bis 2030, bzw. 50% bis 2050 auf andere Verkehrsträger wie den Eisenbahnverkehr zu verlagern.

Der Bereich Container sollte durch opportunistische Zukäufe weitere Umsatzsteigerungen erzielen. Im Geschäftsjahr 2018 konnte die Gesellschaft eine nahezu maximale Auslastung der Container erzielen und somit eine sehr hohe Bruttoendite erreichen. Wir gehen davon aus, dass dieser Auslastungsgrad leicht rückläufig sein wird, jedoch durch steigende Mietpreise in den kommenden Jahren überkompensiert werden sollte. Gleichzeitig sollte die Auslastung sich auch zukünftig auf einem sehr hohen Niveau bewegen. Langfristig gehen wir davon aus, dass Reedereien vermehrt auf Leasingangebote zurückgreifen werden, da nur ein begrenztes Budget für Neuanschaffungen vorhanden ist. Hiervon sollten Unternehmen wie die Aves One nachhaltig profitieren.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass die Aves One durch kontinuierliche Optimierungen des Portfolios und weitere renditestarke Zukäufe mittelfristig die hohe Wachstumsdynamik aufrechterhalten kann.

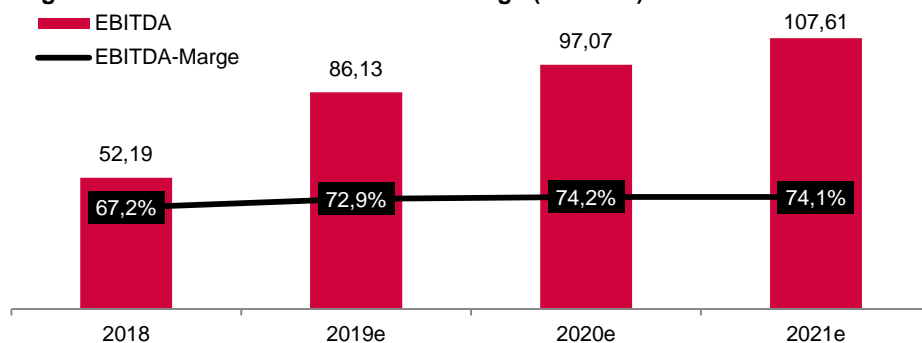
Ergebnisprognose

Mit den steigenden Umsatzerlösen sollten überproportionale Ergebnisverbesserungen möglich sein. Hintergrund der Skalierbarkeit ist zum einen der Lean-Management-Ansatz und zum anderen die kontinuierliche Verbesserung der Finanzierungskonditionen. Unseres Erachtens sollte das EBITDA um 65,0% auf 86,13 Mio. € (VJ: 52,19 Mio. €) ansteigen, was einer EBITDA-Marge von 72,9% entspricht (VJ: 67,2%). In den Folgejahren sollte das EBITDA weiter ansteigen und wir prognostizieren 97,07 Mio. € in 2020 und 107,61 Mio. € in 2021.

Wir gehen davon aus, dass die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sich rückläufig entwickeln werden, da wir keine weiteren Rechtsrisiken erwarten.

Durch das Lean-Management erwarten wir keine wesentlichen Änderungen im Bereich des Personalaufwands, möglicherweise wird ein marginaler Anstieg durch Erfolgsvergütungen stattfinden. Der Materialaufwand bzw. die Materialaufwandsquote sollte unseres Erachtens wieder etwas ansteigen. Die Materialaufwandsquote ging im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 auf 17,1% zurück, insbesondere da im Container-Segment eine nahezu vollständige Auslastung erreicht wurde und so fast keine Stellplatzmieten für unvermietete Container gezahlt werden mussten. Unseres Erachtens sollte die Auslastung wieder leicht zurückgehen und wir erwarten eine Materialaufwandsquote in Höhe von rund 18,0%. In Summe sollte der Kostenblock durch die Kostendisziplin des Unternehmens jedoch unterproportional ansteigen.

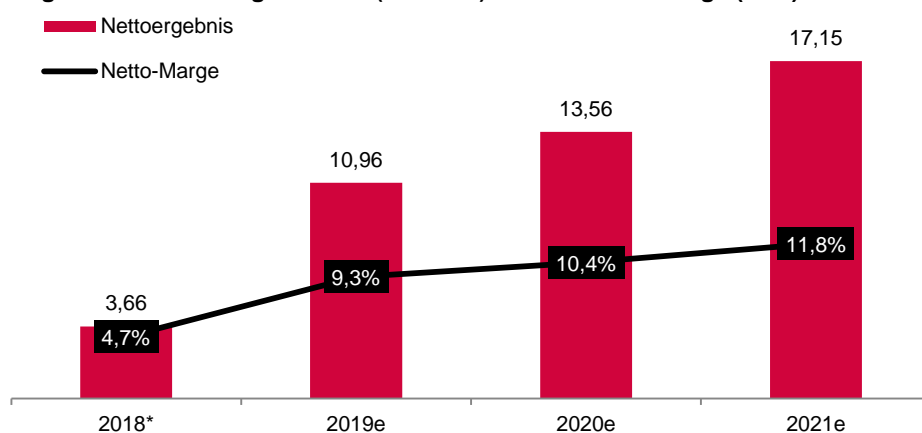
Prognose des EBITDA und der EBITDA-Marge (in Mio. €)



Quelle: GBC

Durch den hohen Anteil an Fremdfinanzierung ist der Zinsaufwand eine wesentliche Kostenposition. Mit dem Ausbau der Assets unter Management sollten auch zukünftig die Zinsaufwendungen weiter ansteigen. Dennoch erwarten wir, dass der durchschnittliche Zinssatz weiter zurück geht. Zum einen sollte das Unternehmen auch zukünftig durch das Niedrigzinsniveau bessere Konditionen verhandeln können und zum anderen sollte durch den Fokus auf das Rail-Geschäft ebenfalls der durchschnittliche Zinssatz weiter sinken, da das Rail-Geschäft günstiger finanziert werden kann. In Summe gehen wir so von einem Netto-Ergebnis in Höhe von 10,96 Mio. € in 2019 aus, was einer sehr hohen Netto-Marge von 9,3% entspricht. Diese Margenausweitung sollte sich weiter fortsetzen und wir erwarten 13,56 Mio. € in 2020 (10,4% Netto-Marge), bzw. 17,15 Mio. € in 2021 (11,8% Netto-Marge).

Prognose des Nettoergebnisses (in Mio. €) und der Netto-Marge (in %)



Quelle: GBC; *Jahresüberschuss bereinigt um nicht-cashwirksame Wechselkurseffekte

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Aves One AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019, 2020 und 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 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 konservativ 70,0 % 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 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 fortan 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 1,00% (bisher: 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 1,76.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,86 % (bisher: 9,46 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 10,7% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 3,24%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 3,24% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 12,80 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 12,10 € nach oben hin angepasst.

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	47,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	2,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	40,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
Umsatz (US)	118,10	130,75	145,25	159,78	175,75	193,33	212,66	233,93	
US Veränderung	52,0%	10,7%	11,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,12	0,12	0,12	0,11	0,11	0,11	0,10	0,10	
EBITDA	86,13	97,07	107,61	111,84	123,03	135,33	148,86	163,75	
EBITDA-Marge	72,9%	74,2%	74,1%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	
EBITA	52,64	59,07	66,06	81,29	88,03	95,41	103,34	111,84	
EBITA-Marge	44,6%	45,2%	45,5%	50,9%	50,1%	49,4%	48,6%	47,8%	47,8%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-2,63 5,0%	-5,91 10,0%	-6,61 10,0%	-12,19 15,0%	-17,61 20,0%	-23,85 25,0%	-31,00 30,0%	-33,55 30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	50,01	53,16	59,45	69,10	70,42	71,56	72,34	78,29	
Kapitalrendite	5,8%	4,9%	5,0%	5,3%	4,8%	4,3%	3,8%	3,6%	3,2%
Working Capital (WC)	61,29	67,85	75,37	63,91	70,30	77,33	85,06	93,57	
WC zu Umsatz	51,9%	51,9%	51,9%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	
Investitionen in WC	-20,98	-6,56	-7,52	11,46	-6,39	-7,03	-7,73	-8,51	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1025,00	1110,00	1222,00	1400,00	1596,60	1820,80	2076,48	2368,07	
AFA auf OAV	-33,49	-38,00	-41,55	-30,55	-35,00	-39,91	-45,52	-51,91	
AFA zu OAV	3,3%	3,4%	3,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Investitionen in OAV	-229,36	-123,00	-153,55	-208,55	-231,60	-264,12	-301,21	-343,50	
Investiertes Kapital	1086,29	1177,85	1297,37	1463,91	1666,90	1898,13	2161,55	2461,64	
EBITDA	86,13	97,07	107,61	111,84	123,03	135,33	148,86	163,75	
Steuern auf EBITA	-2,63	-5,91	-6,61	-12,19	-17,61	-23,85	-31,00	-33,55	
Investitionen gesamt	-250,34	-129,56	-161,07	-197,09	-237,99	-271,15	-308,94	-352,01	
Investitionen in OAV	-229,36	-123,00	-153,55	-208,55	-231,60	-264,12	-301,21	-343,50	
Investitionen in WC	-20,98	-6,56	-7,52	11,46	-6,39	-7,03	-7,73	-8,51	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-166,84	-38,40	-60,07	-97,44	-132,56	-159,67	-191,08	-221,81	2478,38

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	1212,85	1290,50
Barwert expliziter FCFs	-770,35	-756,87
Barwert des Continuing Value	1983,20	2047,37
Nettoschulden (Net debt)	1046,22	1119,62
Wert des Eigenkapitals	166,64	170,88
Fremde Gewinnanteile	-0,10	-0,10
Wert des Aktienkapitals	166,54	170,78
Ausstehende Aktien in Mio.	13,02	13,02
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,80	13,12

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,76
Eigenkapitalkosten	10,7%
Zielgewichtung	10,0%
Fremdkapitalkosten	3,2%
Zielgewichtung	90,0%
Taxshield	25,2%
WACC	3,2%

Kapitalrendite	WACC				
	3,22%	3,23%	3,24%	3,25%	3,26%
3,22%	13,02	11,67	10,35	9,04	7,76
3,23%	14,27	12,91	11,57	10,26	8,96
3,24%	15,51	14,14	12,80	11,47	10,17
3,25%	16,76	15,38	14,02	12,68	11,37
3,26%	18,01	16,62	15,25	13,90	12,57

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.htm>

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.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 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.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 § 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: (5a,7,11)

§ 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 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, Kristina Bauer, Email: 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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvert. 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



GBC AG[®]
- 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