

Aves One AG^{*4,5a,5b,6a,11}

Rating: KAUFEN

**Kursziel: 13,87 €
(bisher: 12,80 €)**

Aktueller Kurs: 11,70 €
27.09.19 / XETRA-Schlusskurs

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A168114

WKN: A16811

Börsenkürzel: AVES

Aktienanzahl³: 13,02

Marketcap³: 152,28

Enterprise Value³: 1005,67

³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 22,84%

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

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 04.10.2019 (12:45 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 04.10.2019 (15:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Unternehmensprofil

Branche: Asset-Management

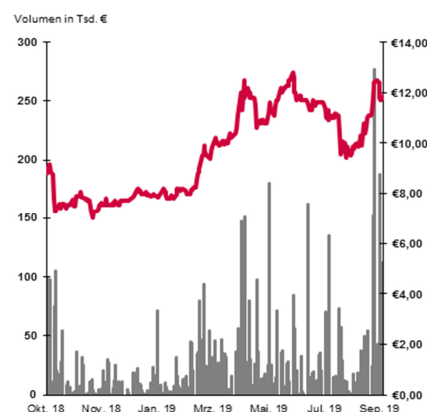
Fokus: Rail und Container

Mitarbeiter: 45 Stand: 30.06.2019

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 Güterwaggons. Container und Wechselbrücken gehören ebenfalls zum Portfolio. Die Gesellschaft plant das Asset-Volumen bis Ende des Jahres 2019 auf über eine Milliarde Euro zu steigern. 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
Nettoerlöse	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
Jahresergebnis	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	12,95	8,52	7,69	6,92
EV/EBITDA	19,27	11,68	10,36	9,35
EV/EBIT	32,26	19,10	17,03	15,22
KGV	12,65	13,89	11,23	8,88
KBV	4,39			

Finanztermine

November 2019: Q3-2019
25.-27. November 2019: EKF
10.-11. Dezember 2019: MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
06.06.2018: RS / 12,80€ / KAUFEN
28.05.2019: RS / 12,80€ / KAUFEN
14.08.2018: RS / 12,10€ / KAUFEN
05.12.2017: RS / 9,10 € / KAUFEN
14.11.2017: 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

Geschäftsentwicklung im 1. HJ 2019, Gute Halbjahreszahlen, Guidance bestätigt, Kursziel deutlich auf 13,87 € angehoben (bisher: 12,80 €)

in Mio. €	HJ 2017	HJ 2018	HJ 2019
Umsatzerlöse	24,46	32,37	55,56
EBITDA	12,74	21,97	41,85
EBITDA-Marge	52,1%	67,9%	75,3%
EBIT	4,89	13,25	26,46
EBIT-Marge	20,0%	40,9%	47,6%
Jahresüberschuss	-15,62	4,63	5,05
EPS in €	-1,70	0,36	0,39

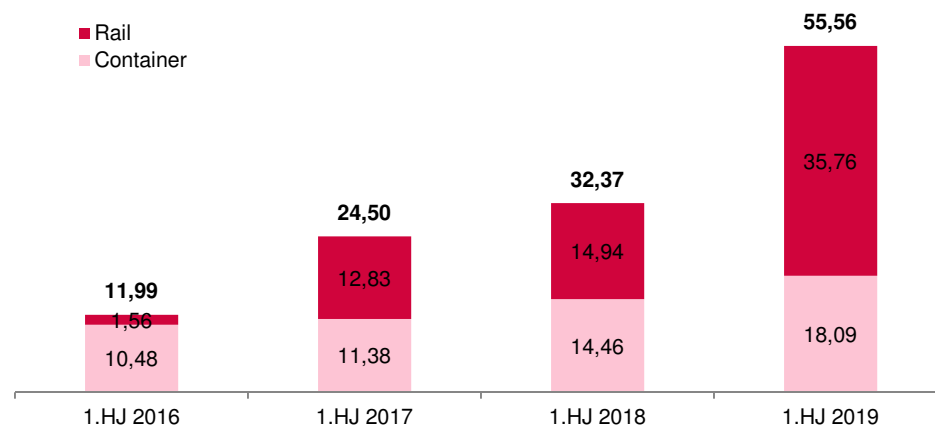
Quelle: Aves One, GBC

Umsatzentwicklung – dynamischer Anstieg um rund 70%

Die Aves One AG hat den Asset-Bestand in der jüngsten Vergangenheit signifikant gesteigert, was zu deutlich gestiegenen Umsatzerlösen geführt hat. Wobei die neusten Transaktionen sich erst vollständig in den kommenden Quartalen widerspiegeln sollten, was zu weiteren Umsatzsteigerungen führen sollte. Die Assets-under-Management (AuM) stiegen insgesamt um 63,5% auf 839,34 Mio. € an (VJ: 523,77 Mio. €).

Neben dem Ausbau der Assets erfolgte auch eine weitere strategische Fokussierung auf die Bereiche Rail und Container. Nachdem zuletzt noch das Segment Real Estate ausgewiesen wurde, wurde die Logistikimmobilie in Alsdorf im Juni 2019 veräußert. Die Immobilie stand mit 10,90 Mio. € in der Bilanz und das Unternehmen erzielte durch die Veräußerung einen Buchgewinn in Höhe von 0,19 Mio. €.

Umsatz-Entwicklung der wesentlichen Segmente Rail und Container auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



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

Im ersten Halbjahr 2019 steigerten sich die Umsatzerlöse um 71,7% auf 55,56 Mio. € (VJ: 32,37 Mio. €), was maßgeblich auf den höheren Asset-Bestand zurückzuführen ist. Die Gesellschaft hat in der jüngsten Vergangenheit verstärkt investiert, um den eingeschlagenen Wachstumskurs zusätzlich zu unterstützen.

Dies zeigt sich auch in den Segmentumsätzen. Der Rail-Umsatz stieg um 139,3% auf 35,76 Mio. € (VJ: 14,94 Mio. €) an. Im Container-Segment konnten mit 25,1% ebenfalls deutliche Umsatzsteigerungen erzielt werden, insgesamt stieg der Umsatz hier um 18,09 Mio. € an (VJ: 14,46 Mio. €).

Sachanlagen (in Mio. €)	1. HJ 2018	1. HJ 2019	Bruttorenditen (in %)	1. HJ 2018	1. HJ 2019
Container	269,05	279,51	Container	5,4%	6,5%
Rail	244,10	559,40	Rail	6,1%	6,4%
Konzern	523,77	839,34	Konzern	6,2%	6,6%

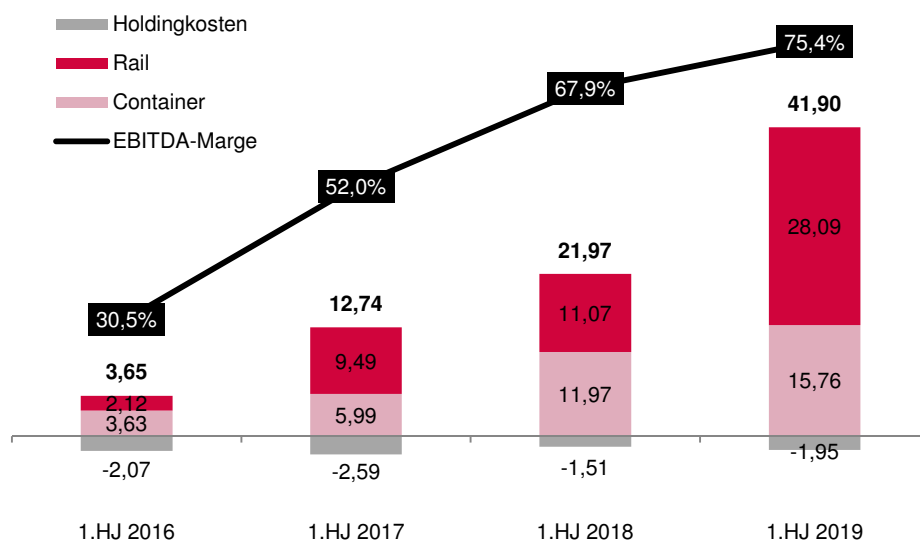
Quelle: Aves One, GBC

Neben den Umsatzsteigerungen über das Umsatzvolumen, konnte das Unternehmen zudem die Auslastung sowie Mietraten spürbar steigern. Dies zeigt sich auch in den gestiegenen Bruttorenditen. Im Container-Segment stiegen die Bruttorenditen von 5,4% (1. HJ 2018) auf 6,5% (1. HJ 2019) und im Rail-Segment stiegen die Bruttorenditen entsprechend von 6,1% auf 6,4% an.

Ergebnisentwicklung – überproportionales Entwicklung, EBIT verdoppelt

Die dynamische Umsatzsatzentwicklung spiegelte sich in einer überproportionalen EBITDA-Verbesserung wider. Das EBITDA stieg um 90,8% auf 41,90 Mio. € (VJ: 21,97 Mio. €) an, was einer Margenverbesserung von 67,9% (1. HJ 2018) auf 75,4% (1. HJ 2019) entspricht. Die überproportionalen Ergebnisverbesserungen sind im Wesentlichen auf den Lean-Management-Ansatz zurückzuführen, welcher einen vergleichsweise geringen Personalaufwand verursacht. So stieg der Personalaufwand um 11,3% auf 2,34 Mio. € (VJ: 2,10 Mio. €).

Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: Aves One, GBC, das ehemalige Segments Real Estate ist nicht mehr ausgewiesen, jedoch im Konzern-EBITDA enthalten

Insgesamt konnte u.a. durch eine hohe Kostendisziplin und einsetzende Skaleneffekte das EBIT um 100,2% auf 26,46 Mio. € verdoppelt werden (VJ: 13,22 Mio. €). Weiterhin erhöhte sich im Zuge der Finanzierung der erworbenen Assets das Finanzergebnis um 57,5% auf 19,14 Mio. € (VJ: 12,15 Mio. €).

Es fielen zahlungsunwirksame Währungskurseffekte in Höhe von 1,17 Mio. € (VJ: 5,09 Mio. €) an. Bereinigt um diesen Effekt wurde ein EAT in Höhe von 3,88 Mio. € (VJ: -0,46 Mio. €) erzielt. Somit konnten im abgelaufenen Halbjahr 2019 signifikante Ergebnisverbesserungen erzielt werden und eine hohe Profitabilität erreicht werden.

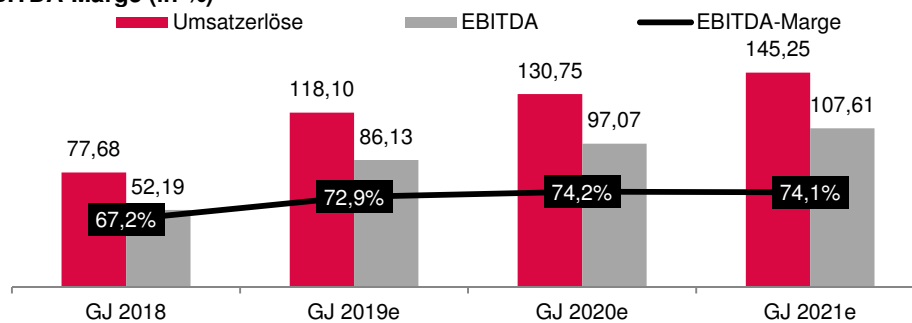
Prognosen und Modellannahmen - Guidance für starkes Wachstum bestätigt – 1,00 Mrd. € AuM im Fokus

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

Die hohe Wachstumsgeschwindigkeit des Unternehmens wurde im ersten Halbjahr wieder deutlich und wir gehen davon aus, dass sich diese Entwicklung auch im zweiten Halbjahr fortsetzen wird. Das Unternehmen bestätigte die Guidance für das Geschäftsjahr 2019 mit Umsatzerlösen in Höhe von 110 Mio. € und einem EBITDA von 80 Mio. €. Wir sehen diese Guidance weiterhin als konservativ an und bestätigen unsere Prognose mit Umsatzerlösen in Höhe von 118,10 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr 2019 und einem EBITDA von 86,13 Mio. €. Unsere Schätzungen decken sich auch mit der Entwicklung des ersten Halbjahres, welche extrapoliert auf das Gesamtjahr (ohne die bereits getätigten Asset-Zukäufe im Jahr 2019) bereits Umsatzerlöse in Höhe von 111,11 Mio. € und ein EBITDA von 83,69 Mio. € ergeben. Entsprechend sollten mit den getätigten Akquisitionen die Umsatzerlöse und das Ergebnis nochmals leicht höher ausfallen.

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



Quelle: GBC

Ebenfalls befindet sich das Unternehmen auf einem guten Weg die avisierte 1 Mrd. € Assets under Management bis zum Ende des Geschäftsjahres 2019 zu erreichen. Zum Halbjahr wurden bereits AuM in Höhe von 839,34 Mio. € ausgewiesen. Mittelfristig gehen wir von weiteren Asset-Akquisitionen aus und erwarten, dass die Auslastung der Assets weiterhin auf einem hohen Niveau bleibt. Dies würde auch zukünftig hohe Bruttomargen generieren. Während die absoluten Finanzierungskosten durch den Assetaufbau ansteigen sollten, gehen wir davon aus, dass die Finanzierungsstruktur weiter optimiert werden kann, insbesondere vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrigzinsniveaus.

Vor dem Hintergrund der guten Unternehmensentwicklung und des Rollover-Effekts heben wir unser Kursziel auf 13,87 € an (bisher 12,80 €) und vergeben das Rating Kaufen.

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: 1,00%).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,76 (bisher: 1,76).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,70 % (bisher: 10,70 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 10,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 3,22%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 3,22% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2020 entspricht als Kursziel 13,87 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 12,80 € nach oben hin angepasst.

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	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
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	-2,63	-5,91	-6,61	-12,19	-17,61	-23,85	-31,00	-33,55	
zu EBITA	5,0%	10,0%	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	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	2499,88

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	1309,21
Barwert expliziter FCFs	-757,19
Barwert des Continuing Value	2066,40
Nettoschulden (Net debt)	1128,62
Wert des Eigenkapitals	180,59
Fremde Gewinnanteile	-0,09
Wert des Aktienkapitals	180,50
Ausstehende Aktien in Mio.	13,02
Fairer Wert der Aktie in EUR	13,87

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				
	3,20%	3,21%	3,22%	3,23%	3,24%
3,22%	14,09	12,69	11,32	9,96	8,63
3,23%	15,39	13,98	12,59	11,23	9,88
3,24%	16,69	15,27	13,87	12,49	11,14
3,25%	17,99	16,56	15,14	13,76	12,39
3,26%	19,29	17,84	16,42	15,02	13,64

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: (4,5a,5b,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, 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), Finanzanalyst

§ 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