



Researchstudie (Anno)

HOMES & HOLIDAY

„Fokussierung auf die Kernregion Balearen und Rückkehr auf den Wachstumspfad im 1. HJ 2019“

„Optimierungsmaßnahmen zur Erreichung des Break-Evens wurden eingeleitet“

„Deutlicher Umsatz- sowie Ergebnisanstieg für das laufende Geschäftsjahr 2020 erwartet“

Kursziel: 1,05 €/Akte

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 21

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“

Fertigstellung: 10.01.2020 (17:00 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 13.01.2020 (18:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

Homes & Holiday AG^{*4,5a,5b,6a,7,10,11}

Kursziel: 1,05 €
Rating: Kaufen

aktueller Kurs: 0,40
10.01.2020 / Xetra (11:14 Uhr)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2GS5M9
WKN: A2GS5M
Börsenkürzel: HHH
Aktienanzahl³: 12,81
Marketcap³: 5,12
EnterpriseValue³: 3,93
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 23,0%

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
MWB Fairtrade Wertpapier-
handelsbank AG

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

*Katalog möglicher Interes-
senskonflikte auf Seite 22

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien und Tourismus

Schwerpunkt: Ferienimmobilienvermittlung und
Vermietung von Ferienimmobilien

Feste Mitarbeiter (Stand: Dez. 2019): ca. 15

Standorte Kernregion Balearen: 9

Firmensitz: München

Management Team: Joachim Semrau (CEO),
Philip Kohler (CFO)

Die Homes & Holiday AG und ihre Tochtergesellschaften Porta Mondial, Porta Mallorquina sowie Porta Holiday sind auf Dienstleistungen rund um hochwertige Ferienimmobilien innerhalb des eigens entwickelten Franchise-Systems spezialisiert. Die Gruppe verbindet mit ihren Marken Porta Mondial, Porta Mallorquina und Porta Holiday das Maklergeschäft mit der Ferienvermietung und dem Property Management. Mit einem umfassenden Online-Angebot und individueller Beratung per Telefon und vor Ort setzt die Gruppe konsequent auf einen Multi-Channel-Vertrieb. Im Kernmarkt Mallorca gehört die H&H-Gruppe mit ihrer Marke Porta Mallorquina zu den führenden Maklern im Internet und zu den Top-3 im regionalen Maklerbusiness.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende*	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatzerlöse	1,95	2,22	2,78	3,41
EBITDA	-3,97	-1,68	0,13	0,42
Nettoergebnis	-4,12	-2,08	-0,17	0,12

Finanztermine

Mai 2020: Geschäftsbericht 2019
22. Juni 2020: Hauptversammlung 2020
16. Juli 2020: m:access Konferenz
Oktober 2020: Halbjahresbericht 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
06.07.2018: RS / 4,83 EUR / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

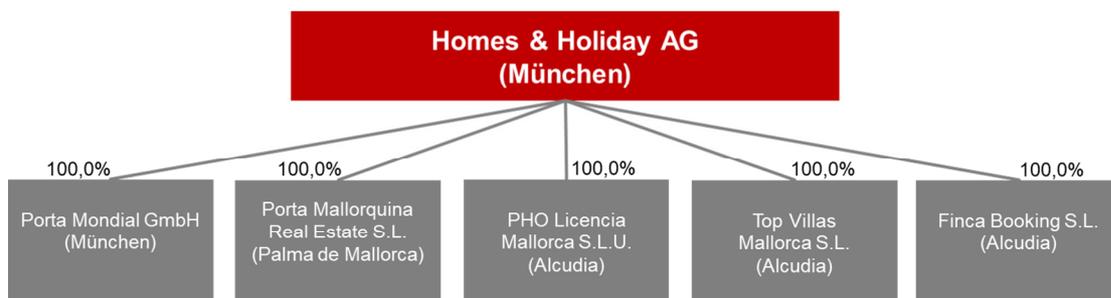
- Die Homes & Holiday AG agiert als Ferienimmobilienspezialist in ihrer Kernregion Balearen in einem attraktiven Marktumfeld. Auf dieser spanischen Inselgruppe wurden im Jahr 2018 Immobilien im Gesamtwert von rund 4,00 Mrd. € umgesetzt. Die Gesellschaft besitzt auf den Balearen in ihren Geschäftsbereichen Makler- und Ferienvermietungsbusiness eine gute Marktposition und damit eine gute Ausgangslage für weiteres Wachstum.
- Im Geschäftsjahr 2018 hat der Homes & Holiday-Konzern Umsatzerlöse in Höhe von 1,95 Mio. € erwirtschaftet, was im Vergleich zum Vorjahr einem Umsatzrückgang um 12,2% auf 2,22 Mio. € entspricht. Hauptursächlich hierfür waren der schwache Geschäftsjahresstart, welcher bedingt war durch kurzfristig drastisch reduzierte Flugverbindungen rund um die Air Berlin Insolvenz, sowie die länger als erwartet andauernde Umstrukturierung der Franchisenehmerstruktur auf Mallorca. Auf operativer Ebene wurde hierbei ein EBITDA von -3,97 Mio. € erzielt und damit im Vergleich zum Vorjahr ein signifikanter Ergebnisrückgang (VJ: -1,76 Mio. €) verzeichnet. Für diese Entwicklung waren vor allem auch angefallene Sonderkosten im Zuge des vollzogenen Börsengangs verantwortlich. Für das Geschäftsjahr 2019 rechnet die Gesellschaft im Vergleich zum Vorjahr mit einer Steigerung der Umsatzerlöse sowie einer Ergebnisverbesserung.
- Bedingt durch die verstärkte Fokussierung auf ihre Kernregion Balearen, hat das Unternehmen in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2019 einen Rückgang beim Transaktions- und Buchungsvolumen um 14,3% auf 32,90 Mio. € (VJ: 38,40 Mio. €) hinnehmen müssen. Wird aber alleine die Region Balearen betrachtet, so lässt sich hier ein deutlicher Anstieg des Transaktions- und Buchungsvolumens erkennen. In den ersten sechs Monaten 2019 legte dieses um insgesamt rund 33,0% auf 31,10 Mio. € (VJ: 23,40 Mio. €) deutlich zu. Somit ist der Gesellschaft im Kerngeschäft die Rückkehr auf den Wachstumspfad gelungen. Ebenso konnte im ersten Halbjahr 2019 im Vergleich zum Vorjahr eine Verbesserung des EBITDA auf -1,08 Mio. € (VJ: -2,19 Mio. €) erreicht werden.
- Nach der verstärkten Konzentration auf die Kernregion Balearen und Konsolidierung der Unternehmensstruktur sowie eingeleitetem Kostenoptimierungsprogramm, befindet sich der H&H-Konzern nun wieder im Wachstumsmodus in ihrem Stammgeschäft auf Mallorca. Parallel zur Rückkehr auf den Wachstumspfad wurden bereits deutliche operative Ergebnisverbesserungen erzielt. Deutliche Effekte aus dem Kostensenkungsprogramm erwarten wir insbesondere im Geschäftsjahr 2020. Darauf aufbauend kalkulieren wir für das Geschäftsjahr 2019 mit Umsatzerlösen in Höhe von 2,22 Mio. €. In den Folgejahren 2020 und 2021 sollten diese weiter auf 2,78 Mio. € sowie 3,41 Mio. € anwachsen. Im Rahmen dieser erwarteten dynamischen Umsatzentwicklung und einsetzenden Skaleneffekten sollte sich ebenso das operative Ergebnis (EBITDA) weiter auf -1,68 Mio. € (2019e), 0,13 Mio. € (2020e) sowie 0,42 Mio. € (2021e) verbessern.
- **Vor dem Hintergrund der missglückten Expansion in Deutschland und Spanien und der anschließenden verstärkten Rekonzentration auf das Stammgeschäft auf den Balearen, haben wir die Homes & Holiday AG mithilfe unseres DCF-Modells bewertet und hierbei einen fairen Wert von 1,05 € je Aktie (zuvor: 4,83 € je Aktie) ermittelt. In Anbetracht der bisherigen unbefriedigenden Unternehmensperformance haben wir unser Kursziel damit signifikant gesenkt. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus sehen wir jedoch ein hohes Kurspotenzial und stufen die Aktie mit dem Rating Kaufen ein.**

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Unternehmensstruktur der H&H-Gruppe.....	4
Aktionärsstruktur	4
Geschäftsmodell (Equity Story).....	4
Markt und Marktumfeld	6
Wohn-/Ferienimmobilienmarkt auf den Balearen	6
Unternehmensentwicklung und Prognose	9
Geschäftsentwicklung 2018	9
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2019.....	12
Bilanzielle/finanzielle Situation der Homes & Holiday AG	14
SWOT-Analyse	15
Prognosen und Modellannahmen	16
Umsatz- und Ergebnisprognosen.....	16
Bewertung	19
Bestimmung der Kapitalkosten	19
Bewertungsergebnis	19
DCF-Modell.....	20
Anhang	21

UNTERNEHMEN

Unternehmensstruktur der H&H-Gruppe

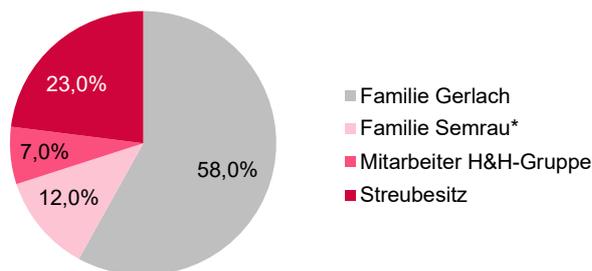


Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in % (Stand: November 2019)	
Familie Gerlach	58,0%
Familie Semrau	12,0%
Mitarbeiter der H&H-Gruppe	7,0%
Streubesitz (<5,0%)	23,0%

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG



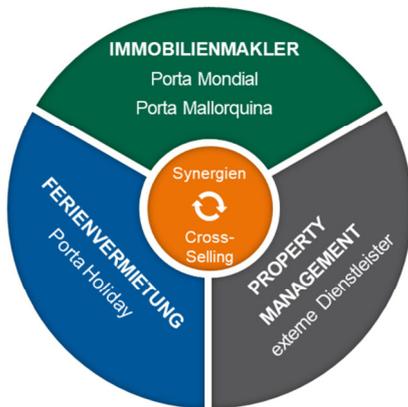
*Dem Vorstand Joachim Semrau zuzurechnen

Geschäftsmodell (Equity Story)

Die Homes & Holiday-Gruppe (H&H AG) ist ein Franchise-System mit Spezialisierung auf Ferienimmobilien. Innerhalb eines integrierten Geschäftsmodells bietet die Gruppe alle Dienstleistungen, vom klassischen Maklergeschäft (Porta Mondial/Porta Mallorquina) über Ferienvermietung (Porta Holiday) bis Property Management (via externe Dienstleister) an. Aus der Kombination von Immobilienvermittlung und Touristik ergeben sich für die Franchisepartner wertvolle Synergien (Akquise/Kundenbindung) sowie Cross-Selling-Potenziale.

Als Full-Service-Anbieter setzt die H&H-Gruppe mit ihren Marken Porta Mondial, Porta Mallorquina und Porta Holiday konsequent auf einen Multi-Channel-Vertrieb. Dieser beinhaltet insbesondere ein bedarfsgerechtes Online-Angebot sowie eine individuelle Beratung per Telefon oder vor Ort. Im Rahmen dieser strategischen Positionierung hat sich die H&H-Gruppe im Kernmarkt Mallorca, einem der bedeutendsten Immobilienmärkte Europas, zum führenden Makler im Internet und zugleich zu einem der Top-3 Immobilienmakler auf der Insel entwickelt.

Geschäftsmodell



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Marken der Homes & Holiday-Gruppe

<p>porta-mallorquina.de</p>	<p>portaholiday.de</p>	<p>portamondial.com</p>
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Spezialist für Immobilien Mallorca mit mehr als 2.000 Ferienimmobilien ✓ 2005 auf Mallorca gegründet und heute mit neun Standorten vor Ort ✓ Nummer 1 im Internet und einer der größten Makler der Insel 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Unsere Marke für Ferienimmobilien ✓ Nummer 2 auf Mallorca mit über 1.300 Fincas, Ferienhäusern und -wohnungen ✓ Synergieeffekte mit Maklergeschäft 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Die Marke für alle Immobilienmärkte außer Mallorca ✓ Ferienimmobilien in Spanien und City Immobilien in Deutschland ✓ Expansion über Franchisepartner vor Ort und Systemzentrale auf Mallorca

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Multichannel-Vertrieb

Führend im Internet

90% der Kunden kommen übers Netz

Mehrsprachig für unsere internationale Kundschaft

Reaktionsmanagement
7 Tage die Woche, bis 22 Uhr

Erst online informieren, dann vor Ort abschließen

Win-win-Situation für alle Beteiligten

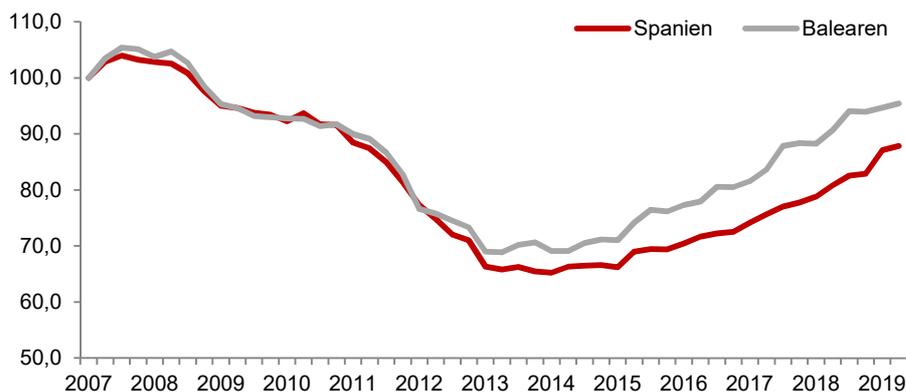
- ✓ Kunden suchen ihre Traumimmobilie persönlich vor Ort oder bequem vom Sofa
- ✓ Franchise-Partner profitieren von: Top-Listings in den Suchmaschinen, modernster Software und einer Fülle an zentralen Dienstleistungen
- ✓ Wir nutzen Skaleneffekte

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

MARKT UND MARKTUMFELD

In Anbetracht der derzeitigen strategischen Ausrichtung der H&H-Gruppe auf die Inselgruppe Balearen, konzentriert sich unsere Marktbetrachtung speziell auf diese spanische Region.

Immobilienpreisindex Spanien und Balearen

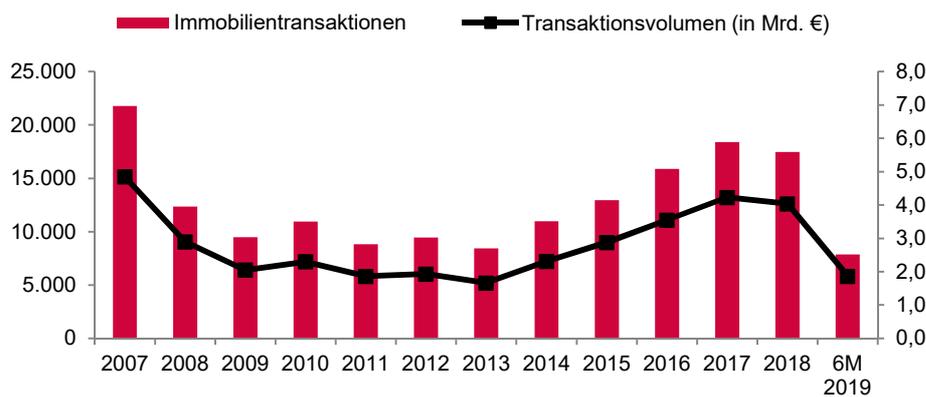


Quelle: INE; GBC AG

Wohn-/Ferienimmobilienmarkt auf den Balearen

Nachdem sich die H&H-Gruppe in der Vergangenheit eine gute Marktposition (Top-3-Positionierung) auf dem Immobilienmarkt der Balearen aufgebaut hat, verfügt die Gesellschaft nun über eine gute Ausgangslage, um von dem im Vergleich zum spanischen Gesamtmarkt traditionell überproportionalen Wachstum dieser Region zu profitieren.

Immobilientransaktionen und Transaktionsvolumina auf den Balearen



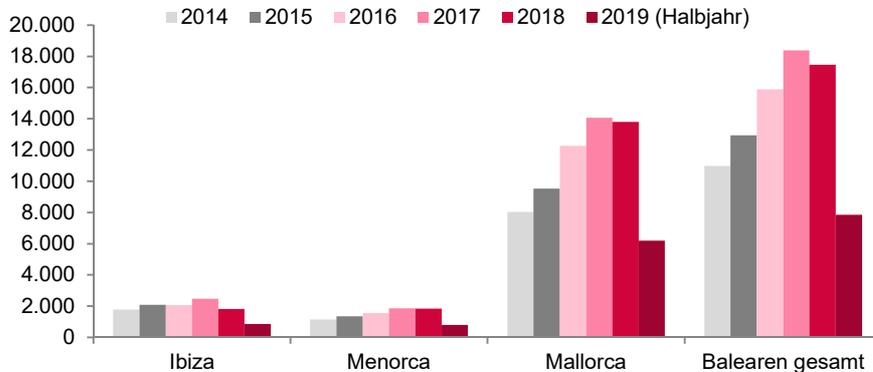
Quelle: Ministerio de Fomento, GBC AG

Die Entwicklung dieser spanischen Inselgruppe ist in den vergangenen Jahren ähnlich zum spanischen Gesamtmarkt verlaufen. Auch hier hat sich der regionale Immobilienmarkt in der jüngsten Vergangenheit von der Immobilienkrise deutlich erholt, jedoch ist diese Erholung noch dynamischer verlaufen. So stieg die Transaktionsanzahl seit 2013 um 107,3% auf 17.466 Immobilien (2013: 8.427 Objekte), was auch sehr stark an den ausländischen Käufergruppen von Ferienimmobilien lag.

Innerhalb der Balearen nimmt Mallorca, als größte Insel, erwartungsgemäß die Position des Hauptmarktes ein. Ein Großteil der Immobilientransaktionen der Balearen entfällt

speziell auf diese Region, wobei sich diese auch in der Vergangenheit deutlich dynamischer als die Nachbarinseln bzw. -regionen entwickelt hat.

Anzahl der Wohnimmobilientransaktionen auf den Balearen



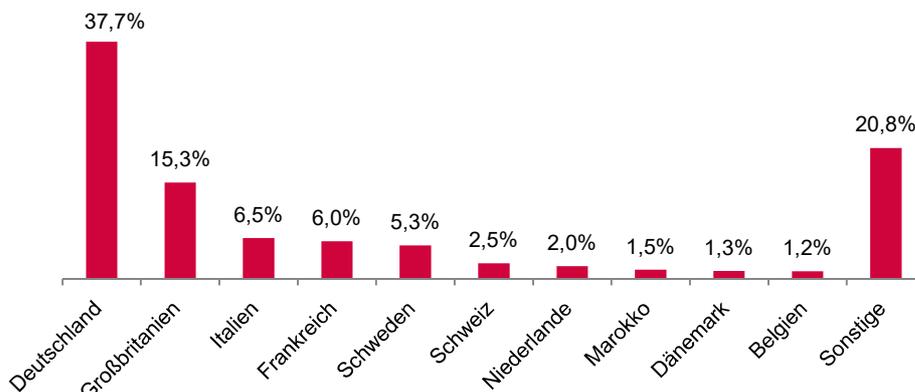
Quelle: Ministerio de Fomento, GBC AG

So haben laut einer aktuellen Studie des spanischen Ministeriums für Inlandsentwicklung (Ministerio de Fomento) in 2018 13.810 Immobilienverkäufe auf Mallorca (VJ: 14.062) stattgefunden, was einem leichten Rückgang von 1,8% im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2019 wurden mit 6.187 Immobilientransaktionen bereits 44,8% des Vorjahresverkaufsvolumens erreicht. Damit sollte in der aktuellen Periode das hohe Vorjahresniveau bestätigt werden können.

Laut dem spanischen Ministerium (Ministerio de Fomento) betrug das Gesamtverkaufsvolumen auf den Balearen in 2018 4,0 Mrd. €, was einem moderaten Rückgang im Vergleich zum Vorjahr entspricht (VJ: 4,2 Mrd. €). Hierbei ist jedoch anzumerken, dass nach dem regelrechten Boom der vergangenen Jahre nun eine typische Konsolidierungsphase eingetreten ist.

Einen entscheidenden Anteil an der Immobilienmarktentwicklung auf den Balearen haben traditionell ausländische Käufer von Ferienwohnungen und hierbei insbesondere Käufer aus Deutschland. Nach einer Analyse des spanischen Grundbuchamts (Estadística Registral Inmobiliaria – ERI) lag der Ausländeranteil unter den Wohnimmobilienkäufern und damit insbesondere von Ferienimmobilien in ganz Spanien in 2018 im Durchschnitt bei 12,6%, wobei dieser auf den Balearen im gleichen Zeitraum mit 30,5% einen deutlich höheren Wert einnahm.

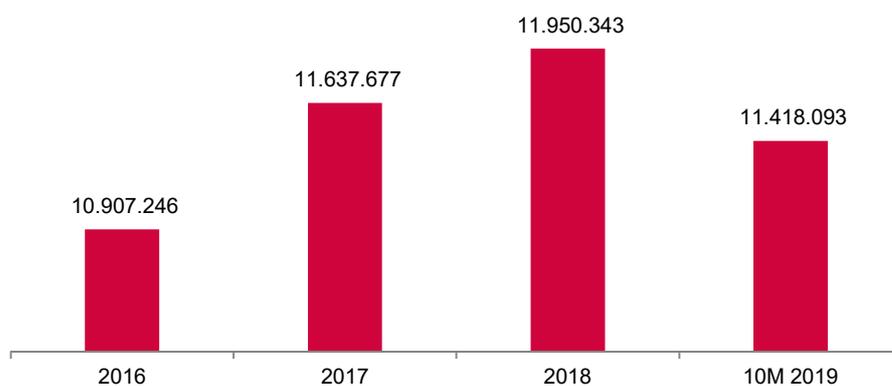
Herkunft der ausländischen Wohnimmobilienkäufer auf den Balearen in 2018



Quelle: ERI, GBC AG

Mit ihrem Geschäftsbereich Ferienvermietung, der durch die Konzernmarke Porta Mondial repräsentiert wird, profitiert die H&H-Gruppe ebenfalls vom zunehmenden Tourismus auf den Balearen und insbesondere auf der Hauptinsel Mallorca. Laut einer Analyse des Statistikamts der Balearen, konnte der Tourismus auf dieser spanischen Inselgruppe in den vergangenen Jahren stetig zunehmen, insbesondere auf der Hauptinsel Mallorca.

Entwicklung des Tourismus auf Mallorca



Quelle: IBESTAT

Die H&H AG mit ihrem strategischen Fokus auf Ferienimmobilien und Tourismus (Ferienvermietung) in der Region Balearen ist insgesamt in einem sehr attraktiven Marktumfeld tätig. Die weiterhin hohe Nachfrage nach Immobilienobjekten und Ferienvermietung in dieser Region sind wichtige Faktoren für die zukünftige Geschäftsentwicklung des Unternehmens.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG UND PROGNOSE

Geschäftsentwicklung 2018

in Mio. €	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	2,22	1,95
EBITDA	-1,76	-3,97
Nettoergebnis	-2,03	-4,12

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

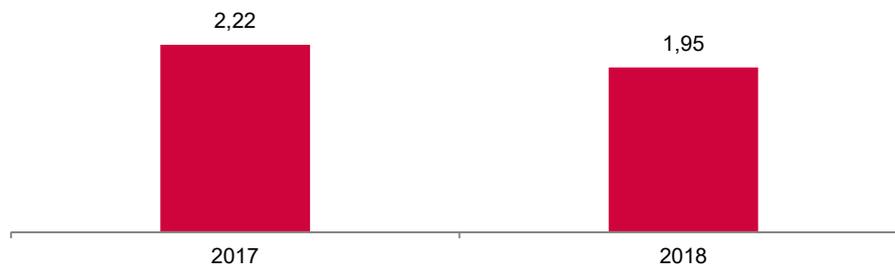
Das Geschäftsjahr 2018 der H&H AG war insbesondere durch den im Sommer 2018 stattfindenden Börsengang geprägt, der primär der weiteren Wachstumsfinanzierung diente. Daneben war das Geschäftsjahr 2018 auch durch branchenspezifische Faktoren sowie angestoßene Umstrukturierungsmaßnahmen gekennzeichnet.

Vor diesem Hintergrund hat die Gesellschaft im GJ 2018 im Vergleich zum Vorjahr einen unerwarteten Umsatzrückgang um 12,2% auf 1,95 Mio. € (VJ: 2,22 Mio. €) ausgewiesen. Hauptursächlich hierfür waren der schwache Geschäftsjahresstart, welcher bedingt war durch kurzfristig drastisch reduzierte Flugverbindungen rund um die Air Berlin Insolvenz, sowie die länger als erwartet andauernde Umstrukturierung der Franchisenehmerstruktur auf Mallorca. Letztere betraf vor allem die umsatzträchtigen Lizenzgebiete Palma und den Südwesten Mallorcas.

Durch den Ausfall der Fluggesellschaft Air Berlin wurde die Geschäftsentwicklung im Kernmarkt Mallorca deutlich negativ beeinflusst. So führte dies zu drastisch reduzierten Flugverbindungen und somit auch zu entsprechend weniger Käufern vor Ort. Hierbei ist zu erwähnen, dass insbesondere ausländische Personen bzw. Kunden eine sehr wichtige Käuferschicht für die von H&H angebotenen Dienstleistungen darstellen.

Laut Unternehmensangaben dauerte, je nach Abflugort, die Normalisierung des Flugverkehrs bis in den frühen Sommer hinein. Zwar wurde damit das Verkaufsvolumen auf Mallorca im zweiten Halbjahr 2018 deutlich gesteigert, jedoch wurde der verhaltene Jahresbeginn nicht vollständig kompensiert.

Historische Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Auf strategischer Ebene wurden neben der Schaffung einer kapitalmarktfähigen Unternehmensstruktur auch durch die vollzogenen Übernahmen im Ferienvermietungssegment wichtige wachstumsspezifische Maßnahmen umgesetzt. Durch die M&A-Transaktionen im Ferienvermietungssegment wurde auch der im Rahmen des Börsengangs kommunizierten „Buy-and-Build-Strategie“ Rechnung getragen.

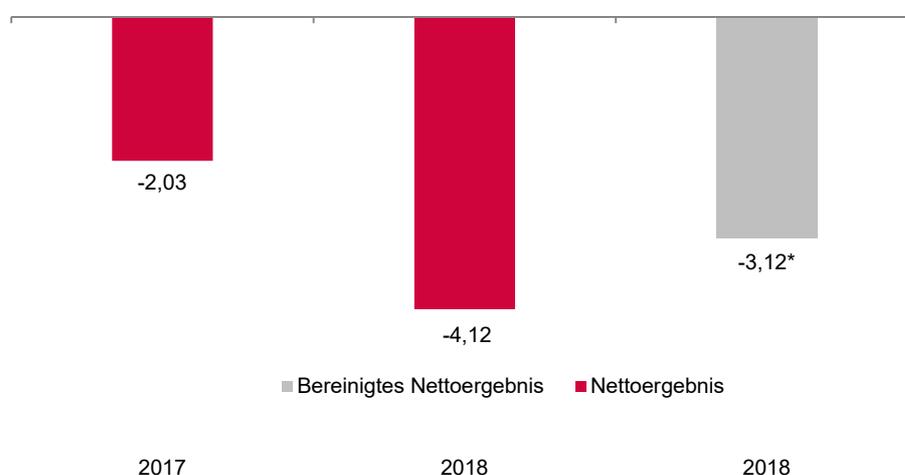
Im Zuge ihrer M&A-Strategie im Bereich der Ferienvermietung hat das Unternehmen im vergangenen Geschäftsjahr zunächst mit der Übernahme von Vermarktungsrechten an Ferienobjekten von der Gesellschaft easyFinca ihr Vermietungsangebot von 220 (Porta Holiday) auf rund 450 Objekte erweitert. Nach diesem Asset-Deal konnte H&H Ende 2018 die Akquisition der auf Finca- und Ferienhausvermietung auf Mallorca spezialisierten Gesellschaft Top Villas Mallorca S.L. (>500 Objekte) umsetzen und damit sein Objektangebot auf nun rund 1.000 Immobilien ausweiten. Sabrina Klein, Gründerin und Geschäftsführerin von Top Villas Mallorca, hat im Anschluss hieran auch die Leitung der Ferienvermietungssparte der H&H-Gruppe übernommen.

Durch diese M&A-Transaktionen hat das Unternehmen in diesem Geschäftsbereich eine notwendige kritische Größe für ein profitables Wachstum erreicht und ist zudem zum zweitgrößten Ferienvermietungsunternehmen (Marktführer: Fincallorca) auf Mallorca aufgestiegen.

Im Rahmen der vorgenommenen Umstrukturierung mit neuen Franchisenehmern auf Mallorca wurde Mitte 2018 ein neuer Standort in Portals Nous durch einen Franchisepartner eröffnet. Dieser Ort im Südwesten der Insel zeichnet sich durch einen hohen Anteil an Luxusimmobilien sowie einen regen Immobilienhandel aus. Die Region Palma wurde Anfang 2019 in zwei Lizenzgebiete aufgeteilt, die wiederum aktuell von zwei Franchisepartnern geleitet werden. Daneben wurde auch im Sommer 2018 der erste Immobilienshop auf der Nachbarinsel Menorca in Eigenregie eröffnet, um die Marktposition auf den Balearen weiter auszubauen. Zukünftig soll dieser Standort an einen Franchisepartner übergeben werden.

Die Standortentwicklung in Deutschland war durch Kostensenkungsmaßnahmen und eine verstärkte Fokussierung auf die Kernregion Mallorca gekennzeichnet. Im Zuge dessen wurde die Zentrale in Düsseldorf geschlossen und damit zugleich die Anzahl der Mitarbeiter signifikant reduziert. Die inländische Partnerbetreuung soll künftig aus der Zentrale auf Mallorca heraus durchgeführt werden. Daneben wurden die Verträge mit den meisten Franchisepartnern in Deutschland nicht verlängert. Bedingt durch die klare Konzentration auf die Balearenregion, wurde im Geschäftsjahr 2018 lediglich gegen Ende des Jahres in München, dem bundesweit umsatzstärksten City-Immobilienstandort, ein neuer Immobilienshop eröffnet.

Historische Ergebnisentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

*Um IPO-Kosten bereinigtes Nettoergebnis

Bedingt durch die enttäuschende Umsatzentwicklung sowie den angefallenen IPO-Kosten hat die H&H-Gruppe im Geschäftsjahr 2018 ein EBITDA in Höhe von -3,97 Mio. € erzielt. Bereinigt um die mit dem Börsengang verbundenen Kosten ergibt sich ein EBITDA in Höhe von -2,97 Mio. € und damit im Vergleich zum Vorjahr ein deutlicher Rückgang des operativen Ergebnisses (VJ: -1,76 Mio. €). Dieser war unter anderem auch durch im Vergleich zum Vorjahr deutlich höhere Personalkosten (+0,31 Mio. €) sowie signifikant höhere sonstige betriebliche Aufwendungen (+1,60 Mio. €) bedingt.

Die operative Entwicklung des Homes & Holiday-Konzerns lag im abgelaufenen Geschäftsjahr klar unter den Erwartungen des Managements. Auch unsere Umsatz- sowie Ergebnisprognosen wurden nicht erreicht.

Insgesamt kann für das Geschäftsjahr 2018 konstatiert werden, dass sich das Unternehmen nun aufgrund der unbefriedigenden Geschäftsentwicklung verstärkt auf ihre Kernregion Balearen konzentriert und in dieser Region damit begonnen hat, ihre Marktposition auszubauen bzw. auch durch Übernahmen zu stärken. Daneben hat das Management Maßnahmen eingeleitet, um parallel hierzu die Kostenstruktur des Unternehmens zu optimieren und damit die Break-Even-Schwelle zu senken.

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2019

in Mio. €	1. HJ 2018	1. HJ 2019
Transaktions- und Buchungsvolumen (gesamt)	38,40	32,90
Transaktions- und Buchungsvolumen Kernregion (Balearn)	23,40	31,10
Umsatzerlöse	1,22	1,11
EBITDA	-2,17	-1,08
Nettoergebnis	-2,18	-1,29

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

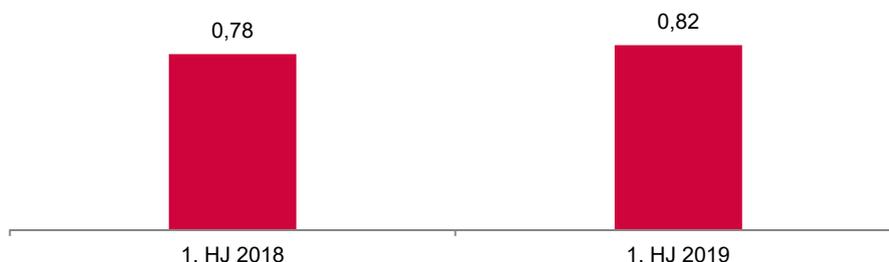
Die H&H-Gruppe hat die Ende 2018 eingeleitete strategische Fokussierung auf die Kernregion Balearn auch im ersten Halbjahr 2019 fortgesetzt. Im Rahmen der deutlichen Strategieanpassung hat sich die Gesellschaft vom bisherigen Geschäftsführer für Spanien (inkl. Mallorca) und dem Management für Deutschland getrennt. Daneben standen auch im ersten Halbjahr 2019 Kostenoptimierungsmaßnahmen im Fokus der Geschäftspolitik und wurden in verschiedenen Bereichen bereits umgesetzt. Mit ersten positiven Effekten auf die Ertragslage rechnet das Management für die zweite Jahreshälfte des Geschäftsjahres 2019.

Bedingt durch die verstärkte Fokussierung auf ihre Kernregion Balearn, hat das Unternehmen in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2019 einen Rückgang beim Transaktions- und Buchungsvolumen um 14,3% auf 32,90 Mio. € (VJ: 38,40 Mio. €) hinnehmen müssen.

Wird alleine die Region Balearn betrachtet, so lässt sich hier aber ein deutlicher Anstieg des Transaktions- und Buchungsvolumens erkennen. In den ersten sechs Monaten 2019 legte dieses um insgesamt rund 33,0% auf 31,10 Mio. € (VJ: 23,40 Mio. €) deutlich zu.

Aus dem erwirtschafteten Verkaufs- und Buchungsvolumen ergab sich für das erste Halbjahr 2019 ein Umsatz (Nettoprovisionsumsatz) von 1,11 Mio. € und damit ein Rückgang um 9,1% im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (VJ: 1,22 Mio. €). In Bezug auf die Kernregion Balearn konnte jedoch eine positive Geschäftsentwicklung erzielt werden. So stieg der Umsatz im Maklergeschäft um 5,0% auf 0,82 Mio. € (VJ: 0,78 Mio. €). Einem noch deutlicheren Anstieg hat die Abgabe von eigenen Immobilienshops an Franchisepartner entgegengewirkt.

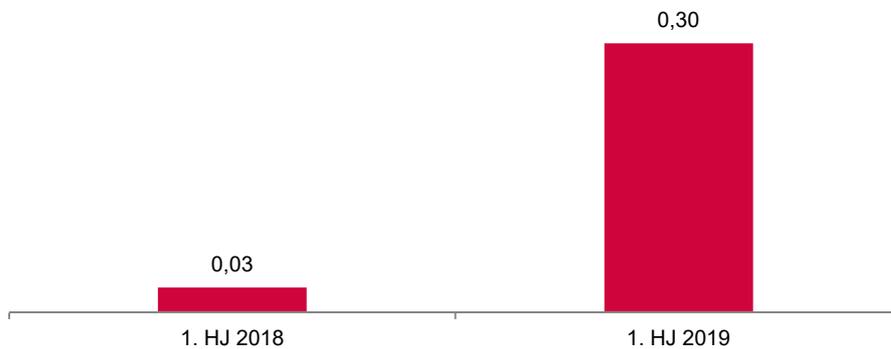
Umsatzerlöse aus Maklergeschäft auf den Balearn (in Mio. €)



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Deutlicher legte der Geschäftsbereich Ferienvermietung zu. Aufgrund der im Vorjahr getätigten M&A-Transaktionen in diesem Bereich wurde der Umsatz aus Ferienvermietung im ersten Halbjahr 2019 im Vergleich zum Vorjahr auf 0,30 Mio. € (VJ: 0,03 Mio. €) signifikant gesteigert.

Umsatzerlöse aus Ferienvermietung auf den Balearen (in Mio. €)

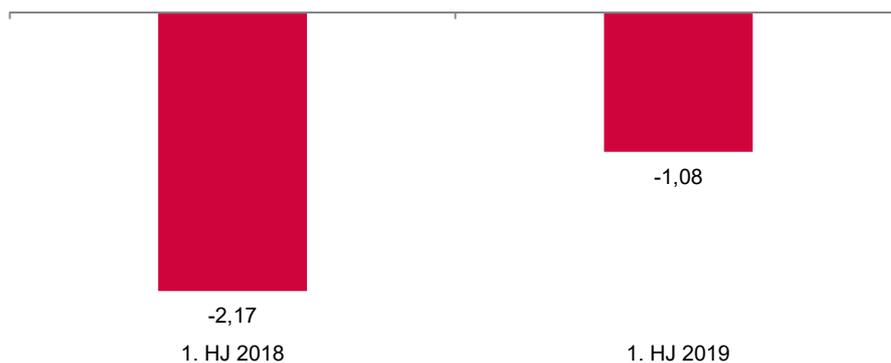


Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

In Bezug auf die operative Entwicklung erzielte die H&H-Gruppe in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2019 im Vergleich zum Vorjahr eine deutliche Ergebnisverbesserung. Diese Entwicklung war insbesondere auf die im ersten Halbjahr 2018 angefallenen Kosten im Zusammenhang mit dem erfolgten Börsengang zurückzuführen. Demgegenüber war aber die Kostensituation im ersten Halbjahr 2019 maßgeblich durch Umstrukturierungsmaßnahmen geprägt. In diesem Zusammenhang sind in der ersten Jahreshälfte außerordentliche Aufwendungen in Höhe von rund 0,45 Mio. € angefallen.

Insgesamt ergab sich damit für die ersten sechs Monate des Geschäftsjahres 2019 ein operatives Ergebnis (EBITDA) in Höhe von -1,08 Mio. € und damit eine deutliche Ertragsverbesserung gegenüber dem Vorjahr (VJ: -2,17 Mio. €). Auf Nettoebene verbesserte sich das Halbjahresergebnis ebenfalls gegenüber dem Vorjahr um 0,89 Mio. € auf -1,29 Mio. € (VJ: -2,18 Mio. €).

Historische Entwicklung des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Für das Gesamtjahr 2019 rechnet das Management mit einer Steigerung des (Netto-) Umsatzes sowohl im Makler- als auch im Ferienvermietungsgeschäft auf den Balearen und damit mit einer Fortsetzung der positiven Geschäftsentwicklung in dieser Kernregion. Zudem erwartet der Vorstand eine deutliche Kostenreduzierung gegenüber dem Vorjahr und damit einen entsprechenden positiven Ergebnissteigerungseffekt. Insgesamt wurde damit die bisherige Prognose vom Unternehmen bestätigt.

Bilanzielle/finanzielle Situation der Homes & Holiday AG

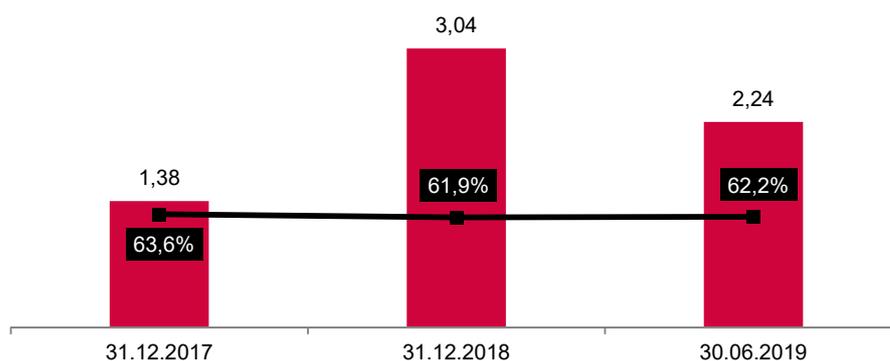
Ausgewählte Positionen der Konzernbilanz (in Mio. €)	31.12.2017	31.12.2018	30.06.2019
Eigenkapital	1,38	3,04	2,24
Eigenkapitalquote (in %)	63,6%	61,9%	62,2%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,01	0,01	0,00
Liquide Mittel	1,34	2,32	1,19
Operatives Anlagevermögen	2,08	0,15	1,90
Davon immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	1,76	1,60
Net Working Capital	-0,29	-1,45	k.A.

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Die Geschäfts- und Unternehmensentwicklung der vergangenen Jahre schlug sich ebenso in der Konzernbilanz zum 31.12.2018 der H&H-Gruppe nieder. Bedingt durch die negative Ergebnisentwicklung sank die Eigenkapitalquote im Vergleich zum Vorjahr auf 61,9%. Das Konzerneigenkapital ist durch die im Geschäftsjahr 2018 durchgeführten Kapitalmaßnahmen (gesamter IPO- und Pre-IPO-Bruttoemissionserlös: 5,80 Mio. €) um 1,66 Mio. € auf 3,04 Mio. € angewachsen. Zum Ende des ersten Halbjahres 2019 betrug das Eigenkapital 2,24 Mio. €.

Des Weiteren haben sich die in 2018 getätigten M&A-Transaktionen, die insbesondere die Gesellschaft Top Villas Mallorca S.L. betrafen, zu einem im Vergleich zum Vorjahr deutlichen Anstieg der immateriellen Vermögensgegenstände auf 1,76 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €) geführt. Da ein signifikanter Teil der Kaufpreiszahlung für die Gesellschaft Top Villas Mallorca liquiditätsschonend in Aktien der Homes & Holiday AG vorgenommen wurde, konnte hierdurch das Eigenkapital zusätzlich gestärkt werden. Mit einer Eigenkapitalquote zum Bilanzstichtag 31.12.2018 von 61,9% verfügt die Gesellschaft über eine solide Eigenkapitalquote. Auch zum Ende des ersten Halbjahres 2019 konnte mit 62,2% dieser hohe Wert bestätigt werden.

Historische Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Darüber hinaus verfügt das Unternehmen zum 30.06.2019 über keinerlei Bankverbindlichkeiten. Daneben betragen die liquiden Mittel zum Bilanzstichtag 31.12.2018 2,32 Mio. €. Mit Veröffentlichung der Geschäftszahlen zum ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2019, hat das Unternehmen zum Stichtag 30.06.2019 über liquide Mittel in Höhe von 1,19 Mio. € verfügt.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Vollintegriertes Geschäftsmodell (Maklerbusiness, Ferienvermietung und Property Management) • Gute Marktpositionierung im Bereich Maklerbusiness und Ferienvermietung auf den Balearen (jeweils Top-3-Positionierung) • Langjährige etablierte Marke und erprobtes Franchise-System (v.a. auf den Balearen) mit Wiedererkennungsfaktor • Hohe Online-Sichtbarkeit im Ferienvermietungsgeschäft durch langjährige erfolgreiche Suchmaschinen Optimierung (SEO) • Sehr erfahrenes Management-Team 	<ul style="list-style-type: none"> • Geringe Unternehmensgröße • Die derzeit noch relativ geringe Kapitalausstattung könnte die weitere Unternehmensentwicklung und damit das Wachstumspotenzial beschränken • Abhängigkeit von einzelnen Schlüsselpersonen im Managementbereich • Es besteht starker Wettbewerb auf unterschiedlichen Märkten
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Nutzung von Synergie-Potenzialen (Cross-Selling, Kundenakquise, Kundenbindung) zwischen den verschiedenen Geschäftsbereichen • Expansion auf neue Märkte und Ausbau des bestehenden Geschäfts in der Kernregion Balearen („Roll-Out“ des etablierten Franchise-Systems) • Nutzung der Wachstumspotenziale im Bereich Immobilienvermittlung und Ferienvermietung auf den Balearen, einer der attraktivsten Immobilienmärkte Europas • Stark wachsende hochmarginige und skalierbare Einnahmen aus der Vermittlung von Ferienimmobilienvermietung (Porta Holiday) 	<ul style="list-style-type: none"> • Aufgrund der aktuellen und bisherigen Ertragssituation besteht eine Abhängigkeit gegenüber externen Finanzierungsquellen • Geringe Markteintrittsbarrieren – Wettbewerber könnten das Geschäftsmodell kopieren • Eine generelle Abschwächung der Konjunktur kann zu einem geringeren Immobilientransaktionsvolumen oder Buchungsvolumen im Touristikbereich führen. • Mittel- und langfristig ansteigende Zinsen für Immobilienkredite könnten die Kaufnachfrage nach Immobilien verringern

Prognosen und Modellannahmen

GuV (Mio. €) H&H-Konzern	GJ 2019e (neu)	GJ 2019e (alt)	GJ 2020e (neu)	GJ 2020e (alt)	GJ 2021 (neu)	GJ 2021 (alt)
Umsatz (Nettoprovisionsumsatz)	2,22	7,25	2,78	9,10	3,41	11,05
EBITDA	-1,68	0,01	0,13	2,15	0,42	3,60
Nettoergebnis	-2,08	-0,02	-0,17	2,13	0,12	k.A.

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Die H&H-Gruppe hat Ende 2018 eine Strategieanpassung in Richtung Hauptfokus Kernregion Balearen vorgenommen und zugleich Kostenoptimierungsmaßnahmen zur Rentabilitätssteigerung angestoßen. Daneben wurde auch eine Umstrukturierung mit neuen Franchisenehmern in 2018 umgesetzt.

Laut Unternehmenseinschätzung bietet das Makler- sowie das Ferienvermietungs-geschäft auf den Balearen weiterhin genügend Wachstums- und Synergiepotenzial für die zukünftige Geschäftsentwicklung des H&H-Konzerns. In 2018 wurde auf dem Immobilienmarkt der Balearen ein Immobilientransaktionsvolumen von rund 4,00 Mrd. € umgesetzt, welches zugleich ein deutliches Geschäftspotenzial für die H&H-Gruppe eröffnet.

Die bisher vom Unternehmen vorgenommenen Kostenoptimierungsanstrengungen be-trafen unter anderem die Konsolidierung der Unternehmensstruktur, Trennung von Ge-schäftsführern sowie Prozess- und Strukturverbesserungsmaßnahmen. Die Unterneh-mensleitung rechnet damit, dass die positiven Kostensenkungseffekte hieraus ab dem zweiten Halbjahr 2019 die Ertragssituation der H&H-Gruppe nachhaltig positiv beeinflus-sen werden. Auch die Neustrukturierung des Managements sollte sich unseres Erach-tens positiv auf die künftige Unternehmensentwicklung auswirken.

Die verstärkte Konzentration des Unternehmens auf die Kernregion Balearen bzw. Mal-lorca und die gute Marktpositionierung der Gesellschaft im Makler- sowie Ferienvermie-tungsbereich in dieser Geschäftsregion (jeweils unter den Top-3-Anbietern im Markt), haben sich bereits im ersten Halbjahr 2019 deutlich positiv in der Geschäftsentwicklung des Unternehmens niedergeschlagen. So konnte das Geschäftsvolumen in dieser Desti-nation um rund 33,0% auf 31,10 Mio. € (VJ: 23,40 Mio. €) deutlich gesteigert werden.

Wir gehen davon aus, dass die H&H-Gruppe auch zukünftig ihre Geschäftsaktivitäten hauptsächlich auf die Balearen ausrichten wird und damit nach einer Konsolidierungs-phase in 2018 und 2019 die neue erfolgreiche Strategie weiter konsequent umsetzt. Vor diesem Hintergrund rechnen wir damit, dass die Gesellschaft auch zukünftig weitere Immobilienstandorte, insbesondere auf der Hauptinsel Mallorca, eröffnen wird, um das vorhandene Geschäftspotenzial noch stärker zu nutzen. Bisher verfügt die Gesellschaft inselweit über rund 10 Immobilienshops, welche vollständig von Franchisepartnern be-trieben werden. Daneben erwarten wir ebenfalls, dass die bisherigen Franchisepartner ihr Geschäftsvolumen in ihren Lizenzgebieten auch zukünftig weiter steigern werden.

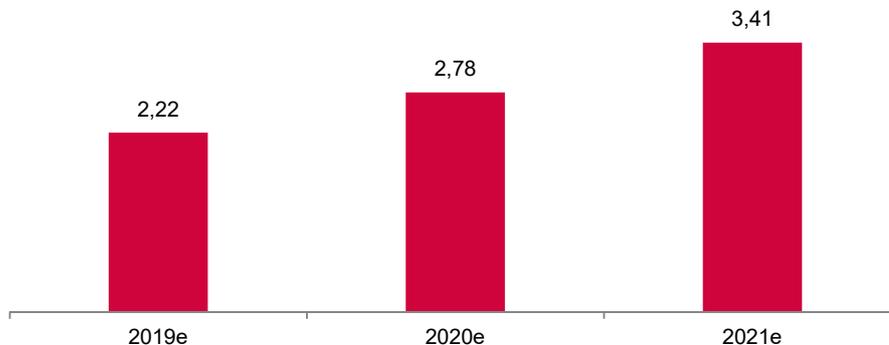
Für den Bereich der Ferienvermietung erwarten wir, nachdem dieses Segment in der Vergangenheit durch mehrere M&A-Transaktionen deutlich gestärkt wurde, dass dieser Geschäftsbereich im aktuellen Geschäftsjahr sowie in den kommenden Geschäftsjahren aufgrund der nun vorhandenen, besonders starken Marktposition, wesentlich positiv zur Umsatz- und Ertragslage des Konzerns beiträgt. Nach der Übernahme insbesondere der Unternehmen Top Villas und easyFinca ist die Ferienvermietungssparte der H&H-Gruppe mit ihrer Marke Porta Holiday laut eigenen Aussagen zum zweitgrößten Ferien-hausvermittler auf Mallorca aufgestiegen. Aktuell verfügt das Unternehmen über einen

Objektbestand von rund 1.300 Immobilien. Gemäß Unternehmensangaben ist die Integration der akquirierten Unternehmen und Objekte bereits abgeschlossen. In Bezug auf den Angebotsbestand wurde hierdurch ebenfalls die kritische Größe von 1.000 Ferienhäusern zum wirtschaftlichen Betrieb dieses digitalen Geschäftsmodells (Onlineportal: www.porta-holiday.de) und der signifikanten Nutzung von Skaleneffekten erreicht.

Mit Veröffentlichung ihres Halbjahresberichts 2019 hat die H&H AG ihren bisherigen Ausblick auf das Gesamtjahr 2019 bestätigt. Die Gesellschaft erwartet weiterhin einen Umsatzanstieg sowie eine Kostenreduzierung und entsprechend eine Ergebnisverbesserung im Vergleich zum Vorjahr.

Vor dem Hintergrund der missglückten Expansionspolitik des Unternehmens nach Deutschland und der anschließenden deutlichen Strategieanpassung der Gesellschaft, die insbesondere eine Fokussierung auf die Kernregion Balearen beinhaltet, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen signifikant nach unten korrigiert. Für das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 rechnen wir nun auf Basis des unter unseren Erwartungen liegenden Vorjahresumsatzes mit einem Umsatzzuwachs um 13,8% auf 2,22 Mio. € (VJ: 1,95 Mio. €). Vor dem Hintergrund der guten Marktposition in beiden Geschäftsbereichen auf den Balearen und den vorhandenen Markt- sowie Synergiepotenzialen in Kombination mit den erwarteten Maßnahmen bezüglich des weiteren Geschäftsausbaus, erwarten wir auch in den kommenden Geschäftsjahren einen deutlichen Umsatzanstieg. Hierzu sollten sowohl der Makler- als auch der Ferienvermietungsbereich des Stammgeschäfts beitragen. Entsprechend gehen wir von einem weiteren Umsatzanstieg auf 2,78 Mio. € in 2020 und 3,41 Mio. € in 2021 aus.

Erwartete Umsatzentwicklung (in Mio. €)



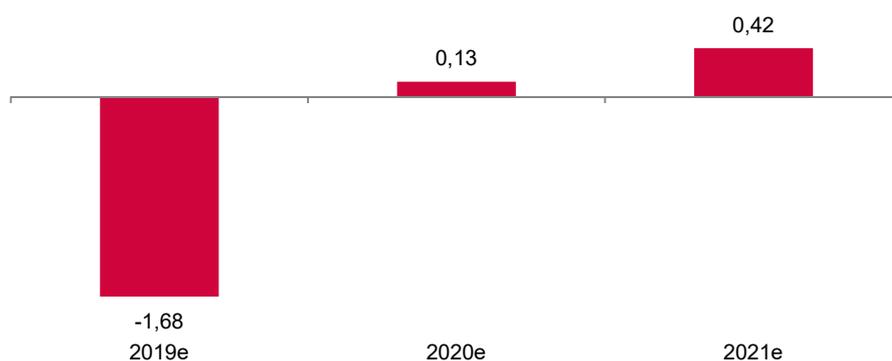
Quelle: GBC AG

Die von uns erwartete dynamische Umsatzentwicklung spiegelt sich auch in unseren Ergebnisprognosen wider. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 dürfte die Gesellschaft im Vergleich zum Vorjahr eine deutliche Ergebnisverbesserung erzielt haben. Und dies trotz signifikanter Ergebnisbelastungen durch bisher vorgenommene Umstrukturierungseffekte, die u.a. entsprechende außerordentliche Kosten nach sich gezogen haben, sowie eingeleitete Kostenoptimierungsmaßnahmen. Laut Unternehmensangaben soll das angestoßene Kostenoptimierungsmanagement bis zum Ende des Geschäftsjahres 2019 abgeschlossen sein.

Ergebniserhöhend werden sich hingegen die wegfallenden Sonderkosten des Vorjahres auswirken, welche im Rahmen des durchgeführten Börsengangs angefallen sind. Signifikante positive Effekte aus dem in der Umsetzung befindlichen Kostensparprogramm des Unternehmens erwarten wir ab dem Geschäftsjahr 2020. Ab diesem Zeitpunkt sollten die Kostenoptimierungsmaßnahmen die Ertragslage der Gesellschaft signifikant befähigen.

Somit gehen wir für das Geschäftsjahr 2019 noch von einem negativen EBITDA in Höhe von -1,68 Mio. € aus, was einer deutlichen Ergebnisverbesserung gegenüber dem Vorjahr (VJ: -3,97 Mio. €) entspricht. Für das Geschäftsjahr 2020 kalkulieren wir aufgrund von einsetzenden Kostenspareffekten und Skaleneffekten mit einem nochmals deutlich verbesserten EBITDA auf 0,13 Mio. € und folglich mit dem Erreichen des operativen Break-Evens. Im Folgejahr 2021 erwarten wir einen weiteren EBITDA-Anstieg auf dann 0,42 Mio. €.

Erwartete EBITDA-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Insgesamt sollte es der H&H-Gruppe gelingen, durch ihre gute Marktpositionierung im Kernmarkt Mallorca, der Optimierung ihres Geschäftsmodells sowie den guten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Region Balearen, den operativen Break-Even im laufenden Geschäftsjahr 2020 zu erreichen.

BEWERTUNG

Die Homes & Holiday AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 bis 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 und 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von jährlich 15,0% bis 17,0%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 20,0% bis 25,0% angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der vorhandenen Verlustvorträge mit null Prozent 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 3,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Homes & Holiday AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes nach FAUB beträgt 1,00% (zuvor: 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 1,53 (zuvor: 1,38).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,4% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,4% (zuvor: 9,1%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,4% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2020 entspricht als Kursziel 1,05 € (zuvor: 4,83 €). Die deutliche Kurszielsenkung resultiert aus der unter unseren Erwartungen liegenden aktuellen Unternehmensperformance.

DCF-Modell

Homes & Holiday - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	15,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	15,0%	ewige EBITA - Marge	23,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	1,0%		

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)	2,22	2,78	3,41	3,99	4,59	5,28	6,07	6,98	
US Veränderung	13,9%	25,2%	22,7%	17,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,10	1,49	1,98	2,21	2,44	2,70	2,99	3,33	
EBITDA	-1,68	0,13	0,42	0,80	1,15	1,32	1,52	1,74	
EBITDA-Marge	-75,7%	4,7%	12,3%	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
EBITA	-2,08	-0,17	0,12	0,73	1,07	1,24	1,44	1,66	
EBITA-Marge	-93,7%	-6,1%	3,5%	18,3%	23,4%	23,6%	23,7%	23,8%	23,8%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-2,08	-0,17	0,12	0,73	1,07	1,24	1,44	1,66	
Kapitalrendite	-253,0%	-8,3%	6,3%	41,5%	58,3%	64,6%	71,6%	79,7%	55,4%
Working Capital (WC)	0,02	0,03	0,03	0,04	0,05	0,05	0,06	0,07	
WC zu Umsatz	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Investitionen in WC	-1,47	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,02	1,87	1,72	1,80	1,88	1,96	2,03	2,10	
AFA auf OAV	-0,40	-0,30	-0,30	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08	-0,08	
AFA zu OAV	19,8%	16,0%	17,4%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Investitionen in OAV	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	
Investiertes Kapital	2,04	1,90	1,76	1,84	1,93	2,01	2,09	2,17	
EBITDA	-1,68	0,13	0,42	0,80	1,15	1,32	1,52	1,74	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen gesamt	-1,62	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	
Investitionen in OAV	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	
Investitionen in WC	-1,47	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,30	-0,03	0,26	0,64	0,99	1,16	1,36	1,59	17,65

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	13,15	14,42
Barwert expliziter FCFs	3,75	4,13
Barwert des Continuing Value	9,40	10,28
Nettoschulden (Net debt)	0,98	1,01
Wert des Eigenkapitals	12,17	13,41
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	12,17	13,41
Ausstehende Aktien in Mio.	12,81	12,81
Fairer Wert der Aktie in EUR	0,95	1,05

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,53
Eigenkapitalkosten	9,4%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	9,4%

Kapitalrendite	WACC				
	8,8%	9,1%	9,4%	9,7%	10,0%
54,9%	1,15	1,09	1,04	0,99	0,95
55,1%	1,15	1,10	1,04	0,99	0,95
55,4%	1,16	1,10	1,05	1,00	0,95
55,6%	1,16	1,10	1,05	1,00	0,96
55,9%	1,17	1,11	1,05	1,01	0,96

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,7,10,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (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.)

§ 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:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

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

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



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