

Researchstudie (Anno)

Aves One AG



Sehr gut aufgestellt in der aktuellen Corona-Krise -2020 mindestens auf Vorjahresniveau

Kursziel: 13,60 €

(bisher: 13,60 €)

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"

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 18.05.2020 (09:35 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 18.05.2020 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021



Aves One AG*5a,11

Rating: Kaufen Kursziel: 13,60 € (bisher: 13,60 €)

Aktueller Kurs: 9,50 € 08.05.2020 / ETR 11:41

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A168114 WKN: A16811 Börsenkürzel: AVES

Aktienanzahl³: 13,02 Marketcap3: 123,64 Enterprise Value3: 1062,11 ³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 33,39%

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 22

Unternehmensprofil

Branche: Asset-Management Fokus: Rail, Container

Mitarbeiter: 44 Stand: 31.12.2019

Gründung: 2013 Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Tobias Aulich, Jürgen Bauer, Sven Meißner



Die Aves One AG ist ein stark wachsender Bestandshalter im Bereich langlebiger Logistik-Assets mit dem Fokus auf Güterwaggons. Container und Wechselbrücken gehören ebenfalls zum Portfolio. Mit einem jungen, ertragsstarken Güterwagenportfolio gehört Aves One zu den führenden Bestandshaltern 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 \ GJEnde | 31.12.2019 | 31.12.2020e | 31.12.2021e | 31.12.2022e |
|--------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 116,78 | 119,15 | 127,87 | 142,80 |
| EBITDA | 84,60 | 86,44 | 93,49 | 105,29 |
| EBIT | 51,70 | 51,59 | 57,19 | 65,29 |
| Jahresüberschuss | 11,95 | 7,24 | 10,45 | 11,87 |

| Kennzahlen in EUR | | | | |
|--------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie | 0,92 | 0,56 | 0,80 | 0,91 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

| Kennzahlen | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Umsatz | 9,10 | 8,91 | 8,31 | 7,44 |
| EV/EBITDA | 12,55 | 12,29 | 11,36 | 10,09 |
| EV/EBIT | 20,55 | 20,59 | 18,57 | 16,27 |
| KGV | 10,34 | 17,07 | 11,84 | 10,42 |
| KBV | 2,97 | | - | |

| Finanztermine |
|--|
| Mai 2020: Quartalsmitteilung Q1 |
| 23. Juli 2020: Hauptversammlung |
| September 2020: Halbjahresbericht 2020 |
| 16. September 2020: |

ZKK Zürcher Kapitalmarktkonferenz

November 2020: Quartalsmitteilung Q3

08. Dezember 2020:

MKK Münchner Kapitalmarktkonferenz

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating 05.12.2019: RS / 13,60€ / KAUFEN 04.10.2019: RS / 13,87€ / KAUFEN 06.06.2019: RS / 12,80€ / KAUFEN 27.05.2019: RS / 12,80€ / 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 hat ein sehr erfolgreiches Geschäftsjahr 2019 abgeschlossen und ist gut positioniert, um erfolgreich durch die Corona-Krise zu navigieren. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 konnten die Umsatzerlöse um 50,3% auf 116,78 Mio. € (VJ: 77,68 Mio. €) gesteigert werden und das EBITDA verbesserte sich überproportional um 72,4% auf 84,60 Mio. € (VJ: 52,19 Mio. €). Das dynamische Umsatzwachstum wurde durch den Ausbau der Assets under Management im Vorjahr und im abgelaufenen Jahr erzielt. So erhöhte sich der Assetbestand um 12,6% auf 924,33 Mio. € (VJ: 820,93 Mio. €) und die entsprechende Bruttorendite stieg auf 12,6% (VJ: 9,5%) an. Zudem trugen eine sehr hohe Auslastungsquote und die gute Mietrendite zur Umsatzsteigerung bei.
- Die überproportionale Ergebnisverbesserung konnte durch die sehr stabile Kostenstruktur erzielt werden. So setzt das Unternehmen seit jeher auf den Lean-Management-Ansatz und hohe Kostendisziplin. Auch auf der Nettoebene (bereinigt um cashunwirksame Währungseffekte) konnte eine signifikante Verbesserung um 130,7% auf 8,55 Mio. € (VJ: 3,71 Mio. €) erzielt werden.
- Die Corona-Krise wird sich deutlich auf den Welthandel und die Weltwirtschaft niederschlagen. Dies wird auch die Aves One beeinflussen, dennoch sind wir der Meinung, dass das Unternehmen sehr gut für die Krise aufgestellt ist. Dies kommt insbesondere daher, dass die Aves One AG als Bestandshalter von langlebigen Logistik-Assets zumeist langfristige Mietverträge abgeschlossen hat und somit bereits kurzfristig eine hohe Auslastung mit zuverlässigen Cashflows generieren sollte. Dennoch sollte es teilweise zu Nachfragerückgängen kommen, was sich auf die Mietraten auswirken sollte. Das Unternehmen hat als Guidance einen Umsatz und ein E-BITDA mindestens auf Vorjahresniveau verkündet. Unseres Erachtens sollte dies auch ohne Assetzukäufe gut machbar sein, da die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 erworbenen Assets bereits zu einer höheren Umsatzbasis führen sollten. Zudem sollte insbesondere der Rail-Bereich für die essenzielle Versorgung eingesetzt werden und ist in der Krisenzeit besser geeignet, um Waren grenzübergreifend zu transportieren als z.B. zahlreiche LKW.
- Konkret gehen wir davon aus, dass sich der Umsatz im laufenden Geschäftsjahr 2020 um 2,0% auf 119,15 Mio. € leicht erhöhen wird (VJ: 116,78 Mio. €); gefolgt von einer sukzessiven Steigerung der Wachstumsgeschwindigkeit auf 7,3% (127,87 Mio. €) im Jahr 2021, bzw. auf 11,7% (142, 80 Mio. €) im Jahr 2022. Die Prognose hängt größtenteils von der Corona-Krise ab und birgt daher eine gewisse Unsicherheit. Sofern sich die Situation nochmal deutlich verändern sollte, würden wir unsere Schätzungen entsprechend anpassen. Unseres Erachtens sollte es im Rahmen der Umsatzsteigerungen ebenfalls zu überproportionalen Ergebnisverbesserungen kommen. Folglich erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 86,44 Mio. € (VJ: 84,60 Mio. €) für das laufende Geschäftsjahr 2020 und 93,49 Mio. € im Jahr 2021, bzw. 105,29 Mio. € im Jahr 2022.
- Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein Kursziel in Höhe von 13,60 € ermittelt und vergeben ein KAUFEN Rating. Damit behalten wir unser bisheriges Kursziel bei. Unsere leicht geringe Prognose wird durch den Roll-Over-Effekt kompensiert.



INHALTSVERZEICHNIS

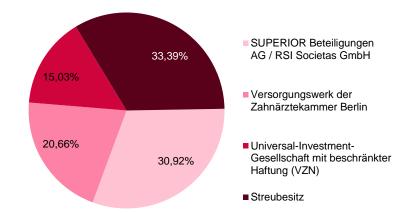
| Executive Summary | 2 |
|---------------------------------------|----|
| Unternehmen | 4 |
| Aktionärsstruktur | 4 |
| Wichtige Partner und Kunden | 4 |
| Markt und Marktumfeld | 5 |
| Unternehmensentwicklung & Prognose | 10 |
| Kennzahlen im Überblick | 10 |
| Geschäftsentwicklung 2019 | 11 |
| Umsatzentwicklung | 11 |
| Ergebnisentwicklung | 12 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation | 14 |
| SWOT-Analyse | 15 |
| Prognose und Modellannahmen | 16 |
| Umsatzprognose | 16 |
| Ergebnisprognose | 17 |
| Bewertung | 19 |
| Modellannahmen | 19 |
| Bestimmung der Kapitalkosten | 19 |
| Bewertungsergebnis | 19 |
| DCF-Modell | 20 |
| Anhang | 21 |



UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

| Aktionäre | % |
|--|--------|
| SUPERIOR Beteiligungen AG / RSI Societas GmbH | 30,92% |
| Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin | 20,66% |
| Universal-Investment-Gesellschaft mit beschränkter Haftung (VZN) | 15,03% |
| Streubesitz | 33,39% |
| Quelle: Aves One | |



Wichtige Partner und Kunden



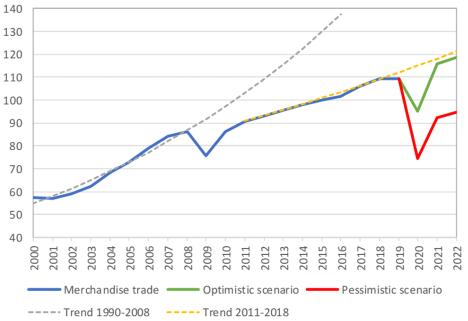
Quelle: Aves One



MARKT UND MARKTUMFELD

Die Welthandelsorganisation (WTO) geht davon aus, dass der Handel einbrechen wird, da die COVID-19-Pandemie die Weltwirtschaft deutlich einschränken wird. Es wird erwartet, dass der Welthandel bis 2020 um 13% bis 32% zurückgehen wird, da die COVID-19-Pandemie die normale Wirtschaftstätigkeit und das normale Leben auf der ganzen Welt stört. Die große Bandbreite der Möglichkeiten für den prognostizierten Rückgang erklärt sich aus dem beispiellosen Charakter dieser Gesundheitskrise und der Ungewissheit über ihre genauen wirtschaftlichen Auswirkungen. WTO-Ökonomen gehen sogar davon aus, dass der Rückgang wahrscheinlich den durch die globale Finanzkrise 2008-09 verursachten Handelseinbruch übertreffen wird.

Prognostiziertes Weltwarenhandelsvolumen, 2000-2022



Quelle: WTO Secretariat

Schätzungen zur erwarteten Erholung im Jahr 2021 sind ebenso unsicher, wobei die Ergebnisse weitgehend von der Dauer des Ausbruchs und der Wirksamkeit der politischen Maßnahmen abhängen. Der Handel verlangsamte sich bereits 2019, bevor das Virus sich verbreitete und wurde durch Handelsspannungen und ein verlangsamtes Wirtschaftswachstum belastet. Der Welthandel mit Waren verzeichnete in 2019 einen leichten Rückgang des Volumens von -0,1%, nachdem er im Vorjahr um 2,9% gestiegen war. Unterdessen fiel der Dollarwert der weltweiten Warenexporte im Jahr 2019 um 3% auf 18,89 Billionen US-Dollar.

Im Gegensatz dazu nahm der Welthandel mit kommerziellen Dienstleistungen 2019 zu, wobei die Exporte in Dollarwerten um 2% auf 6,03 Billionen USD stiegen. Das Expansionstempo war langsamer als im Jahr 2018, als der Dienstleistungshandel um 9% zunahm.

Gemäß WTO lädt der wirtschaftliche Schock der COVID-19-Pandemie unweigerlich zu Vergleichen mit der globalen Finanzkrise 2008-09 ein. Wie 2008-09 haben die Regierungen erneut mit geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen eingegriffen, um dem Abschwung entgegenzuwirken und Unternehmen und Haushalten vorübergehende Einkommenshilfen zu gewähren. Einschränkungen der Freizügigkeit und soziale Distanzierung zur Verlangsamung der Ausbreitung der Krankheit bedeuten jedoch, dass Arbeits-



angebot, Transport und Reisen heute direkt auf eine Weise betroffen sind, wie sie es während der Finanzkrise nicht waren. Ganze Sektoren der Volkswirtschaften wurden stillgelegt, darunter das Hotel- und Gaststättengewerbe, der nicht lebensnotwendige Einzelhandel, der Tourismus und ein erheblicher Anteil der verarbeitenden Industrie. Unter diesen Umständen erfordert eine Prognose starke Annahmen über den Verlauf der Krankheit und eine größere Verlässlichkeit von geschätzten statt berichteten Daten.

Die WTO hat zwei Szenarien entwickelt: (1) ein relativ optimistisches Szenario mit einem starken Rückgang des Handels, gefolgt von einer Erholung ab der zweiten Hälfte des Jahres 2020, und (2) ein pessimistischeres Szenario mit einem steileren anfänglichen Rückgang und einer länger andauernden, unvollständigen Erholung.

Im optimistischen Szenario wird die Erholung stark genug sein, um den Handel in die Nähe des Trends vor der Pandemie zu bringen (gestrichelte gelbe Linie), während das pessimistische Szenario nur teilweise eine Erholung vorsieht. Angesichts des Ausmaßes an Unsicherheiten ist zu betonen, dass der anfängliche Verlauf nicht notwendigerweise die spätere Erholung bestimmt. Beispielsweise könnte man einen starken Rückgang des Handelsvolumens im Jahr 2020 entlang der Linie des pessimistischen Szenarios sehen, aber eine ebenso dramatische Erholung, die den Handel bis 2021 oder 2022 viel näher an die Linie des optimistischen Szenarios bringt.

Nach der Finanzkrise von 2008-09 kehrte der Handel nie wieder zu seinem früheren Trend zurück, was durch die gestrichelte graue Linie im gleichen Diagramm dargestellt wird. Eine starke Erholung ist wahrscheinlicher, wenn Unternehmen und Verbraucher die Pandemie als einen vorübergehenden, einmaligen Schock betrachten. In diesem Fall könnten die Ausgaben für Investitionsgüter und langlebige Konsumgüter nach Abklingen der Krise fast wieder auf das frühere Niveau zurückkehren. Wenn andererseits der Ausbruch länger andauert und/oder die wiederkehrende Unsicherheit allgegenwärtig wird, werden Haushalte und Unternehmen wahrscheinlich vorsichtiger Ausgaben tätigen.

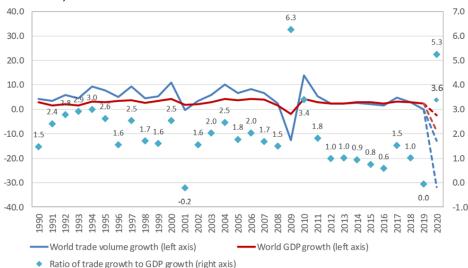
In beiden Szenarien werden alle Regionen im Jahr 2020 einen zweistelligen Rückgang der Exporte und Importe erleiden, mit Ausnahme der "anderen Regionen" (zu denen Afrika, der Nahe Osten und die Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) einschließlich assoziierter und ehemaliger Mitgliedstaaten gehören). Dieser relativ geringe geschätzte Rückgang der Exporte ist darauf zurückzuführen, dass die Länder aus diesen Regionen stark von der Ausfuhr von Energieprodukten abhängig sind, deren Nachfrage relativ unbeeinflusst von schwankenden Preisen ist. Wenn die Pandemie unter Kontrolle gebracht wird und der Handel wieder zu expandieren beginnt, könnten die meisten Regionen im Jahr 2021 zweistellige Steigerungen von etwa 24% im optimistischen Szenario und 21% im pessimistischen Szenario verzeichnen - wenn auch von einer viel niedrigeren Basis aus. Das Ausmaß der Unsicherheit ist sehr hoch, und es liegt durchaus im Bereich des Möglichen, dass die Ergebnisse sowohl für 2020 als auch für 2021 über oder unter diesen Ergebnissen liegen könnten.

Zwei weitere Aspekte, die den gegenwärtigen Abschwung von der Finanzkrise unterscheiden, sind die Rollen der Wertschöpfungsketten und des Handels mit Dienstleistungen. Die Unterbrechung von Wertschöpfungsketten war bereits ein Thema, als COVID-19 weitgehend auf China beschränkt war. Sie bleibt auch jetzt, da sich das Virus weiter ausgebreitet hat, ein hervorstechender Faktor. In Sektoren, die durch komplexe Wertschöpfungskettenverknüpfungen gekennzeichnet sind, insbesondere bei Elektronik- und Automobilprodukten, wird der Handel wahrscheinlich stärker zurückgehen. Laut der OECD-Datenbank für die Wertschöpfung im Handel (Trade In Value Added) betrug der Anteil der ausländischen Wertschöpfung an den Elektronik-Exporten etwa 10% für die Vereinigten Staaten, 25% für China, mehr als 30% für Korea, mehr als 40% für Singapur und mehr als 50% für Mexiko, Malaysia und Vietnam. Die Importe wichtiger Produkti-



onsinputs werden wahrscheinlich durch die soziale Distanzierung unterbrochen, die dazu führte, dass Fabriken in China vorübergehend geschlossen wurden, was nun auch in Europa und Nordamerika geschieht. Es ist jedoch auch sinnvoll daran zu erinnern, dass komplexe Unterbrechungen der Lieferkette als Folge örtlich begrenzter Katastrophen wie Wirbelstürme, Tsunamis und andere wirtschaftliche Störungen auftreten können. Die Bewältigung von Lieferkettenunterbrechungen ist eine Herausforderung sowohl für globale als auch für lokale Unternehmen und erfordert von jedem Unternehmen eine Risikogegen-Ökonomie-Effizienzberechnung.

Verhältnis des Wachstums des Welthandels mit Waren zum weltweiten BIP-Wachstum, 1990-2020



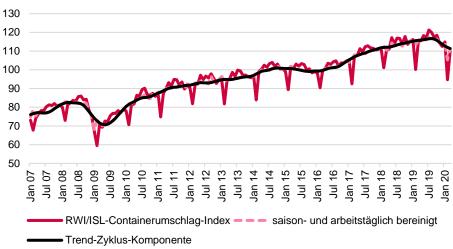
Quelle: WTO-Sekretariat für Handel und Konsensschätzungen für das historische BIP. Projektionen für das BIP auf der Grundlage von Szenarien, die mit dem Welthandelsmodell der WTO simuliert wurden.

Die Auswirkungen des COVID-19-Ausbruchs auf den internationalen Handel sind in den meisten Handelsdaten noch nicht sichtbar, aber einige zeitnahe und vorlaufende Indikatoren könnten bereits Hinweise auf das Ausmaß der Verlangsamung und den Vergleich mit früheren Krisen geben. Indizes für neue Exportaufträge, die von Einkaufsmanagerindizes (PMIs) abgeleitet sind, sind in dieser Hinsicht besonders nützlich. Der globale PMI von JP Morgan für März zeigte einen Rückgang der Exportaufträge im verarbeitenden Gewerbe auf 43,3 im Vergleich zu einem Basiswert von 50 und einen Rückgang der Exportgeschäfte für neue Dienstleistungen auf 35,5, was auf einen schweren Abschwung hindeutet.

Der Containerumschlagsindex des RWI - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung und des Instituts für Seeverkehrswirtschaft und Logistik (ISL) stieg im März saisonbereinigt um 5,9 Punkte auf 111,2 Punkte. Damit liegt er jedoch um 4 Prozent unter dem Vorjahreswert. Die chinesischen Häfen kehrten zum Normalbetrieb zurück, da die Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Krise zurückgefahren wurden. Ihr Umsatz war um etwas mehr als 1% niedriger als im Vorjahr. In den Häfen anderer Länder wirkten sich die geringeren Containertransporte aus China und die Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Krise negativ aus. Deshalb wurde in diesem Monat eine Sonderauswertung unter Ausschluss der chinesischen Häfen durchgeführt. Der so errechnete Index fiel im März saisonbereinigt um 3 Punkte gegenüber Februar und lag 6,2 Punkte unter dem Vorjahreswert. Ab dieser Veröffentlichung enthält der Containerumschlagsindex auch Daten für die Häfen von Antwerpen und Rotterdam. Damit erhöht sich das Gewicht Europas im Index. Die aktuelle Schnellschätzung für den Containerumschlagsindex basiert auf Daten von 62 Häfen, die rund 83 Prozent des im Index ausgewiesenen Umschlags ausmachen.



RWI/ISL-Containerumschlag-Index



Quelle: Institut für Seeverkehrswirtschaft und Logistik

Die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise werden auch die Aves One betreffen, jedoch gehen wir davon aus, dass dies deutlich geringer ausfallen wird als die Entwicklung des Welthandels. Die Aves One ist ein Bestandhalter von langlebigen Logistik-Assets und vermietet diese Assets. Im Bereich Rail handelt es sich hierbei um sehr langfristig laufende Mietverträge und wir gehen davon aus, dass das Rail Geschäft, welches sich auf Europa bezieht, weniger von der Krise betroffen sein sollte. Insbesondere, da grenz-übergreifende Warengeschäfte aktuell mit Rail deutlich unkomplizierter sind als mit zahlreichen LKWs. Der Container-Bereich der Aves One könnte stärker betroffen sein, wobei durch die aktuelle Lage eine sehr hohe Auslastung vorherrschen dürfte. Aktuell werden viele Container und Container-Schiffe notgedrungen als Zwischenlager genutzt.

Gemäß Drewry hat der Ausbruch des Coronavirus die Container-Versorgungsketten auf der ganzen Welt unterbrochen und die Nachfrage nach Schiffen und Containern gedämpft. Er wird zu einer Schrumpfung der Schiffscontainerflotte führen und die Preise und Leasingraten im Jahr 2020 unter Druck halten, wenn auch besser als 2019.

Die Gesamtproduktion an Containern (Trockenfracht und Kühlcontainer) im 1. Quartal 2020 war eine der niedrigsten in einem Quartalszeitraum; sie lag 33% unter dem 4. Quartal 2019 und 35% unter der des entsprechenden Zeitraums 2019. Der Trockencontainersektor war mit einem Produktionsrückgang von 40% im Jahresvergleich am stärksten betroffen. Dem stand ein Anstieg der Produktion von Kühlcontainern um 4% gegenüber, da sich die Verlagerung der Fracht von spezialisierten Kühl- und Luftfrachtdiensten auf Liniendienste und Container fortsetzte.

Drewry geht davon aus, dass der Rest des Jahres herausfordernd sein wird, da die Aufträge von den Bedürfnissen der Seefrachtunternehmen und Vermietern dominiert werden, um die veralteten Lagerbestände zu ersetzen. Da nur wenige Unternehmen ihre Flotten in diesem Jahr erweitern dürften, rechnet Drewry damit, dass die Seecontainerflotte geringfügig zurückgehen wird, doch könnte es je nach Erholung des Handelsvolumens noch schlimmer kommen. Dies wäre der erste Rückgang seit der Finanzkrise von 2009, als der Bestand an Ausrüstung um 4% zurückging.

In Bezug auf die Preise erwartet Drewry, dass Trockenfracht-Neubauten ihren Quartalsendwert bis zum Rest des Jahres halten werden. Aufgrund der schlechten Finanzlage der meisten chinesischen Hersteller werden diese eher einige Kapazitäten zurückfahren, als die Preise zu senken.



Wir gehen davon aus, dass die Covid-19-Pandemie im Jahr 2020 zu einem Rückgang der Größe der Containerausrüstungsflotte führen wird und dass sich die Neubaupreise und Leasingraten stabilisieren werden. Eine starke Erholung des Handelsvolumens im Jahr 2021 würde diese Situation noch verstärken. Somit sollte die Aves One, unseres Erachtens, unterproportional stark von der Covid-19-Pandemie betroffen sein.



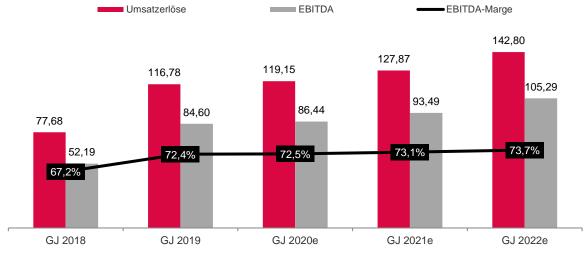
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

| | GJ 2018 | GJ 2019 | GJ 2020e | GJ 2021e | GJ 2022e |
|---|---------|---------|----------|----------|----------|
| | | | | | |
| Umsatzerlöse | 77,68 | 116,78 | 119,15 | 127,87 | 142,80 |
| sonstige betriebliche Erträge | 2,84 | 2,57 | 2,50 | 2,50 | 2,50 |
| Materialaufwand | -13,27 | -20,19 | -20,61 | -21,74 | -24,28 |
| Personalaufwand | -4,51 | -4,55 | -4,60 | -4,65 | -4,74 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -10,88 | -10,00 | -10,00 | -10,50 | -11,00 |
| Ergebnis aus at-equity bewerteten Unternehmen | 0,33 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| EBITDA | 52,19 | 84,60 | 86,44 | 93,49 | 105,29 |
| Abschreibungen | -21,01 | -32,90 | -34,85 | -36,30 | -40,00 |
| EBIT | 31,17 | 51,70 | 51,59 | 57,19 | 65,29 |
| Zinserträge | 0,58 | 0,16 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Zinsaufwendungen | -28,13 | -39,41 | -41,80 | -43,51 | -49,45 |
| Währungsergebnis aus Finanzierungen | 8,38 | 3,40 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Aufwand aus Aktienemission (Disagio) | -0,81 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Finanzierungsnebenkosten | -0,03 | -1,27 | -1,00 | -1,00 | -1,00 |
| Sonstiges Finanzergebnis | 0,00 | -0,07 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| EBT | 11,15 | 14,50 | 8,79 | 12,68 | 14,84 |
| Ertragssteuern | 0,93 | -2,55 | -1,55 | -2,23 | -2,97 |
| Jahresüberschuss | 12,08 | 11,95 | 7,24 | 10,45 | 11,87 |
| JÜ vor Wechselkurseffekten | 3,71 | 8,55 | 7,24 | 10,45 | 11,87 |
| EBITDA | 52,19 | 84,60 | 86,44 | 93,49 | 105,29 |
| EBITDA-Marge | 67,2% | 72,4% | 72,5% | 73,1% | 73,7% |
| EBIT | 31,17 | 51,70 | 51,59 | 57,19 | 65,29 |
| EBIT-Marge | 40,1% | 44,3% | 43,3% | 44,7% | 45,7% |
| Nettoergebnis | 3,71 | 8,55 | 7,24 | 10,45 | 11,87 |
| Netto-Marge | 4,8% | 7,3% | 6,1% | 8,2% | 8,3% |
| Qualla: Avaa Ona CBC | | | | | |

Quelle: Aves One, GBC

Entwicklung der Umsatzerlöse, des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: Aves One, GBC



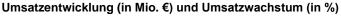
Geschäftsentwicklung 2019

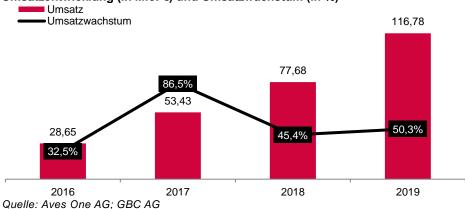
| GuV (in Mio. €) | GJ 2017 | GJ 2018 | GJ 2019 |
|------------------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse | 53,43 | 77,68 | 116,78 |
| EBITDA | 25,32 | 52,19 | 84,60 |
| EBITDA-Marge | 47,4% | 67,2% | 72,4% |
| EBIT | 9,39 | 31,17 | 51,70 |
| EBIT-Marge | 17,6% | 40,1% | 44,3% |
| Jahresüberschuss | -34,98 | 12,08 | 11,95 |
| EPS in € | -2,71 | 0,93 | 0,92 |

Quelle: Aves One AG: GBC AG

Umsatzentwicklung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 konnten die Umsatzerlöse um 50,3% auf 116,78 Mio. € (VJ: 77,68 Mio. €) gesteigert werden. Diese sehr gute Umsatzentwicklung lag im Rahmen unserer Erwartungen und konnte aufgrund des Ausbaus der Assets sowie der hohen Auslastungsquoten und verbesserten Mietraten erzielt werden. Das größere Segment Rail steuerte 76,12 Mio. € (VJ: 40,65 Mio. €) Umsatz bei und das Segment Container erzielte Umsatzerlöse in Höhe von 39,44 Mio. € (VJ: 32,22 Mio. €).





So wurden durch umfangreiche Investitionen im Rail-Segment die Assets auf 922,6 Mio. € (VJ: 820,93 Mio. €) gesteigert. Die Sachanlagen des Rail-Segments erhöhten sich auf 652,04 Mio. € (VJ: 538,00 Mio. €) durch ein getätigtes Investitionsvolumen in Höhe von 131,5 Mio. €. Neben Neuwaggons wurden auch junge gebrauchte Waggons (<10 Jahre) erworben, die in das vergleichsweise geringe Durchschnittsalter des gesamten Waggonbestands passen.

Bruttorenditen* und Asset under Management der wesentlichen Segmente

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Container (AuM) | 11,0% (218,40 Mio. €) | 11,8% (272,04 Mio. €) | 14,6% (270,99 Mio. €) |
| Rail (AuM) | 11,5% (229,76 Mio. €) | 7,6% (538,00 Mio. €) | 11,7% (652,04 Mio. €) |
| Konzern (AuM) | 11,9% (448,46 Mio. €) | 9,5% (820,93 Mio. €) | 12,6% (924,33 Mio. €) |

Quelle: Aves One AG; GBC AG, Bruttorenditen = Umsatz / Assets

Im Gegensatz hierzu reduzierten sich die Container Assets leicht auf 270,99 Mio. € (VJ: 272,04 Mio. €). Neben Teilverkäufen wurden im Container-Segment Wechselbrücken im Umfang von 18,8 Mio. € erworben. Die rund 1700 zusätzlichen Wechselbrücken sind bereits vermietet und werden im Wachstumsmarkt des Paketversands (b2c E-Commerce) genutzt.



Gleichsam wurde im Geschäftsjahr 2019 die Logistikimmobilie, welche im April 2018 für 10 Mio. € erworben wurde, für 11,1 Mio. € veräußert. Somit wurde das kleine Segment Real Estate aufgegeben.

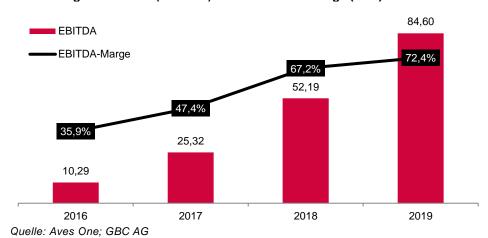
Es zeigt sich, dass das Unternehmen nun vermehrt auf den Rail-Bereich setzt. Diese Entwicklung ist nun schon seit dem Börsengang erkennbar. Aus den ursprünglichen vier Segmenten sind mittlerweile zwei übriggeblieben, mit einem klaren Fokus auf Rail. Unseres Erachtens ist diese Fokussierungsstrategie äußerst positiv belegt, da es bislang nur geringe Synergien gab und eine konzentrierte Nische in der Regel besser besetzt werden kann.

Ursprünglich war geplant im Jahr 2020 rund 1 Mrd. € Assets under Management (AuM) zu erzielen. Dieses Ziel wurde knapp verfehlt, da es zu Verzögerungen bei der Auslieferung von Neubauwaggons kam.

Ergebnisentwicklung

Das EBITDA steigerte sich erneut überproportional zum Umsatz und erreichte einen neuen Rekordwert von 84,60 Mio. € (VJ: 52,19 Mio. €). Das Rail-Segment steuerte 54,82 Mio. € (VJ: 28,14 Mio. €) bei und das Segment Container 28,07 Mio. € (VJ: 23,63 Mio. €). Seit dem Börsengang im Jahr 2016 war die Aves One AG in der Lage, in jedem Geschäftsjahr deutliche Margenverbesserungen zu erreichen. Auch im Jahr 2019 wurde die EBITDA-Marge gegenüber dem Vorjahr nochmals deutlich von 67,2% (2018) auf 72,4% (2019) gesteigert.

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



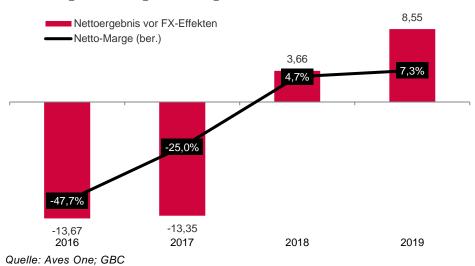
Der Grund für diese deutlichen Margensprünge ist der Lean-Management-Ansatz mit vergleichsweise stabilen Fixkosten. Der Personalaufwand verblieb mit 4,55 Mio. € (VJ: 4,51 Mio. €) auf Vorjahresniveau und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen reduzierten sich leicht auf 10,00 Mio. € (VJ: 10,88 Mio. €). Der Materialauwand stieg um 52,2% auf 20,19 Mio. € (VJ: 13,27 Mio. €), bedingt durch die Höhe der Assets under Management und konnte mit einer Materialaufwandsquote von 17,3% nahezu auf Vorjahresniveau (17,1%) gehalten werden.

Das Finanzergebnis belief sich auf -37,19 Mio. € (VJ: -20,02 Mio. €), wovon -39,41 Mio. € (VJ: -28,13 Mio. €) auf Zinsaufwendungen entfielen. Die höheren Zinsaufwendungen stehen im Zusammenhang mit der Finanzierung des gestiegenen Assetbestands und setzen sich aus einem Finanzierungsmix zusammen. Zudem gab es nicht-cashwirksame Währungseffekte in Höhe von 3,40 Mio. € (VJ: 8,38 Mio. €), welche insbeson-



dere durch Währungsausgleichsposten aufgrund der Umrechnung der funktionalen Währung USD in die Berichtswährung EUR entstanden sind.

Entwicklung des bereinigten Nettoergebnisses um FX-Effekte



Quelle. Aves Olle, Obo

Das Netto-Ergebnis belief sich auf 11,95 Mio. € (VJ: 12,08 Mio. €). Bereinigt um die nicht-cash-wirksamen Währungseffekte wurde das Netto-Ergebnis signifikant um 133,8% auf 8,55 Mio. € (VJ: 3,66 Mio. €) gesteigert. Dies entspricht einer Netto-Margensteigerung von 4,7% (2018) auf 7,3% (2019).

Somit wurde, nachdem die Gesellschaft im letzten Jahr 2018 erstmalig auf Nettoebene profitabel war, der positive Trend fortgesetzt und auch auf Nettoebene eine Ergebnisverbesserung erreicht. Wir sehen uns in unseren Einschätzungen bestätigt und hatten eine ähnliche Entwicklung bereits im initialen Research Report von 2017 prognostiziert. Insgesamt schafft es die Aves One, die Kosten stabil zu halten und kann hierdurch bei steigenden Umsätzen sukzessive Margensteigerungen erreichen.



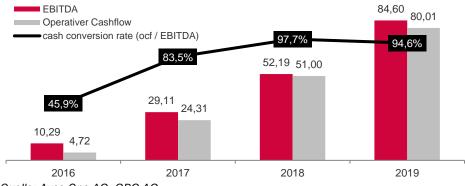
Bilanzielle und finanzielle Situation

| in Mio. € | 31.12.2017 | 31.12.2018 | 31.12.2019 |
|---------------------------|------------|------------|------------|
| Eigenkapital | 22,23 | 32,90 | 41,64 |
| EK-Quote (in %) | 4,3% | 3,6% | 4,0% |
| Operatives Anlagevermögen | 457,85 | 829,13 | 930,97 |
| Working Capital | 25,87 | 40,31 | 45,53 |
| Net Debt | 464,36 | 838,28 | 938,47 |
| Sachanlagen | 448,46 | 810,03 | 924,33 |
| Finanzverbindlichkeiten | 448,46 | 862,04 | 972,40 |
| Liquidität | 14,91 | 17,148 | 30,89 |
| Bilanzsumme | 520,13 | 923,68 | 1036,21 |

Quelle: Aves One; GBC

Zum 31.12.2019 erhöhte sich das Eigenkapital infolge des positiven Nachsteuerergebnisses auf 41,64 Mio. € (VJ: 32,90 Mio. €). Wir gehen davon aus, dass sich das Eigenkapital stetig verbessern wird, da wir weiterhin von einer positiven Geschäftsentwicklung auf Nettoebene ausgehen. Somit sollte sich der aus der Vergangenheit angelaufene Bilanzyerlust mittelfristig in einen Bilanzgewinn umkehren. Bedingt durch das Geschäftsmodell weist die Aves One AG ein vergleichsweise geringes Eigenkapital in Höhe von 4,0% auf (31.12.2018: 3,6%). Da die erworbenen Assets in der Regel durch Fremdkapital finanziert werden, erhöhten sich die Finanzschulden infolge der in 2019 getätigten Investitionen auf 972,40 Mio. € (31.12.2018: 862,04 Mio. €). Unseres Erachtens wird das Unternehmen auch weiterhin gute Asset-Opportunitäten am Markt nutzen und diese über Fremdmittel finanzieren. Dies macht wirtschaftlich auch Sinn, da die Renditen der langlebigen Logistik Assets, wie z.B. Waggons (ca. 40 bis 50 Jahre), deutlich über den Finanzierungskosten liegen. Diese Strategie ist vergleichbar mit der von Immobilienbestandshaltern. Immobilienbestandshalter haben aber den bilanziellen Vorteil, Immobilien stets neu zu bewerten und entsprechend der fallenden Durchschnittszinsen deutlich höhere Immobilienwerte in der Bilanz zu verbuchen. Da die Rail und Container Assets nicht nach dem Zeitwertverfahren, sondern nach Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten bewertet werden, sollten umfangreiche stille Reserven in der Bilanz der Aves One AG zu

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



Quelle: Aves One AG; GBC AG

Die cash conversion rate ist weiterhin sehr gut. So wurde ein operativer Cashflow in Höhe von 80,01 Mio. € (VJ: 51,00 Mio. €) erreicht, bei einem EBITDA in Höhe von 84,60 Mio. € (VJ: 52,19 Mio. €). Hier zeigt sich der nachweisliche Mittelzufluss, welcher sich weiterhin am operativen Gewinn orientiert. Durch die gut planbaren und nachhaltigen Cashflows aus dem Vermietgeschäft lässt sich somit auch leicht die entsprechende Zinsdeckung (39,41 Mio. €) abbilden. Somit ist das Unternehmen aus unserer Sicht gut aufgestellt, um gut durch die Corona-Krise zu steuern und auch anschließend weiteres Wachstum darzustellen.



SWOT-Analyse

zierung

Stärken

Guter Zugang zu Asset-Portfolios als

wesentliche Voraussetzungen für weiteres WachstumStarkes Partnernetzwerk im Bereich

Asset-Manager, Einkauf und Finan-

- Etablierter und junger Wagenpark in einem starken Wachstumsmarkt
- Lean-Management-Approach mit stabilen Fixkosten
- Diversifiziertes Finanzierungsnetzwerk ermöglicht hohe Unabhängigkeit von einzelnen Finanzierungsquellen
- Lange Mietlaufzeiten sollten das Unternehmen gut für die Corona-Krise aufstellen

Schwächen

- 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

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

Risiken

- 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 nichtcashwirksamen Ergebnisschwankungen führen
- Die Corona-Krise könnte die Mieter der Assets stärker als erwartet treffen und es könnte zu Mietausfällen kommen



Prognose und Modellannahmen

| GuV (in Mio. €) | GJ 2019 | GJ 2020e | GJ 2021e | GJ 2022e |
|------------------|---------|----------|----------|----------|
| Umsatzerlöse | 116,78 | 119,15 | 127,87 | 142,80 |
| EBITDA | 84,60 | 86,44 | 93,49 | 105,29 |
| EBITDA-Marge | 72,4% | 72,5% | 73,1% | 73,7% |
| EBIT | 51,70 | 51,59 | 57,19 | 65,29 |
| EBIT-Marge | 44,3% | 43,3% | 44,7% | 45,7% |
| Jahresüberschuss | 11,95 | 7,24 | 10,45 | 11,87 |
| EPS in € | 0,92 | 0,56 | 0,80 | 0,91 |

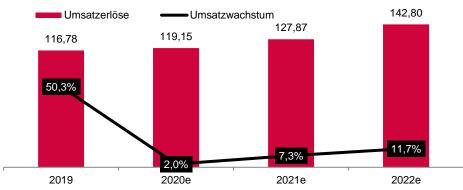
Quelle: GBC

Umsatzprognose

Die Weltwirtschaft und der weltweite Handel sind aktuell stark beeinflusst von der CO-VID-19-Krise. Es ist schwierig zu prognostizieren, wie lange sich die Krise für die Realwirtschaft ziehen wird, da es keine adäquaten Vergleiche gibt. Dennoch verfügt die Aves One über langlebige Logistik-Assets mit langfristigen Vermietungsverträgen. Somit sollte das Unternehmen für die Krisenzeit gut aufgestellt sein. Dies bestätigt sich auch in der aktuellen Guidance für 2020. So geht das Management davon aus, mindestens den Konzernumsatz und das EBITDA vom Vorjahr zu erreichen. Konkret soll ein Umsatzvolumen in Höhe von 117 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 84 Mio. € erreicht werden.

Wir gehen davon aus, dass sich die Umsatzerlöse im laufenden Geschäftsjahr 2020 leicht auf 119,15 Mio. € erhöhen werden und anschließend wieder steigende Wachstumsraten über höhere Auslastungen und zusätzliche Assets under Management erzielt werden. Folglich erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 127,87 Mio. € im Geschäftsjahr 2021 und 142,80 Mio. € im Geschäftsjahr 2022.

Prognose der Umsatzerlöse (in Mio. €) und des Umsatzwachstums (in %)



Quelle: GBC

Insbesondere der Rail Bereich sollte äußerst stabil bleiben, da dieser auch für die Volkswirtschaften in Europa von essenzieller Bedeutung ist. Zudem können Güter, in Zeiten der Pandemiebekämpfung, grenzüberschreitend besser transportiert werden als z.B. mit einem LKW. Darüber hinaus sollten die langlaufenden Mietverträge eine gute Umsatzbasis sichern und auch die Mietquoten sollen sich auf einem sehr guten Niveau bewegen. So kam es sogar zum Teil zu Mehr-Anfragen in bestimmten Bereichen wie z.B. Intermodal und Kesselwaggons. Dies könnte auch darauf zurückzuführen sein, dass die Aves One AG über ein vergleichsweise junges Waggonportfolio verfügt und in Krisenzeiten werden eher jüngere effizientere Waggons nachgefragt. Mittelfristig gehen wir davon aus, dass das Rail-Portfolio gut gerüstet ist, um vom Wachstumsmarkt zu profitieren. So werden im Zuge der möglichen Wirtschaftskrise höchstwahrscheinlich Investitionen in Infrastrukturprojekte getätigt, um die Wirtschaft zu fördern. Zudem profitiert das



Unternehmen von der Liberalisierung des Schienengüterverkehrs und den Emissionszielen der EU. Um die Klimaschutzziele zu erreichen, müssten vermehr alternative Transportmittel zur Straße z.B. Schienenverkehr genutzt werden.

Somit sollte der Rail Bereich wahrscheinlich weiterhin sehr gut ausgelastet bleiben, auch wenn es zu leichten Reduktionen in der Auslastung kommen kann. In Bezug auf weitere Asset-Akquisitionen sehen wir ein breites Spektrum und haben drei Szenarien identifiziert. (1) keine weiteren Akquisitionen, da es keine attraktiven Opportunitäten gibt. (2) andere Bestandshalter könnten in Zahlungsschwierigkeiten geraten und attraktive Portfolios anbieten. So könnten gute und junge Portfolio-Erweiterungen durchgeführt werden. (3) Der eher unwahrscheinliche Fall, dass ein sehr großes Portfolio auf den Markt kommt, welches für die Aves One interessant sein könnte. Wir erwarten, dass es nur zu vergleichsweise kleineren Transaktionen zwischen 0 und 50 Mio. € kommen wird.

In der aktuellen Lage könnte der Bereich Seecontainer mittelfristig stärker betroffen werden als der Bereich Rail, jedoch herrscht aktuell eine Verknappung von Seecontainern. Viele Container und Containerschiffe werden als Zwischenlager genutzt und die Produktion von Neucontainern wurde zurückgefahren. Es könnte auch zu einem sehr positiven Szenario kommen in dem, ähnlich wie in der Finanzkrise 2009, Reedereien eigene Investitionen zurückfahren und verstärkt auf Anmietungen setzen. Wir gehen aktuell von einem mittleren Szenario aus, in dem Container in bestimmten geographischen Regionen stark nachgefragt werden, aber der Welthandelt dennoch zurückgeht und es somit zu einem Nachfragerückgang kommen wird. Somit sollte es zu Rückgängen in den Mietraten kommen bei einer parallel hohen Auslastung. Unseres Erachtens ist die Aves One für alle Szenarien als Vermieter von Containern vergleichsweise gut aufgestellt. Das Management der Aves One hat sich dazu entschlossen, den Bereich Container nicht weiter auszubauen und daher sollte ein sukzessiver Abbau des Segmentes stattfinden. Somit verliert dieser Bereich insbesondere mittelfristig an Bedeutung. Ein positiver Nebeneffekt wäre auch, dass die stets erklärungsbedürftigen cashunwirksamen Währungseffekte sich reduzieren bzw. wegfallen. Dies könnte die Aktie für Anleger noch zugänglicher machen.

Der Bereich Wechselbrücken (siehe Bild), welcher im abgelaufenen Geschäftsjahr rund 9% des Umsatzes ausgemacht hat, sollte sich unseres Erachtens weiterhin sehr gut entwickeln. Wechselbrücken werden häufig für den Pakettransport verwendet und in Zeiten des rasant steigenden Online-Handels ist die Nachfrage nach Wechselbrücken sehr hoch. Wir gehen davon aus, dass die Corona-Krise den Online-Handel (b2c) noch verstärkt, da viele Menschen in Quarantäne vermehrt Online-Shopping nutzen.

Insgesamt gehen wir von einem guten mittelfristigen Wachstum aus und sehen 2020 als Übergangsjahr an.

Ergebnisprognose

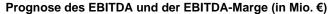
Das Unternehmen erwartet ein EBITDA mindestens auf Vorjahresniveau. Wir gehen davon aus, dass im laufenden Geschäftsjahr 2020 eine leichte Steigerung auf 86,44 Mio. € (VJ: 84,60 Mio. €) erreicht wird, da sich der Assetbestand im Geschäftsjahr 2019 unterjährig erhöht hat und somit eine höhere Umsatz- und Ergebnisbasis schafft. Dem gegenüber steht eine leicht geringere Auslastung, was sich umsatz- und ergebnisreduzierend auswirkt.

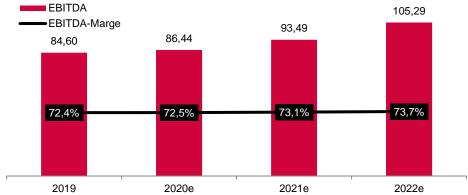
Wir gehen davon aus, dass sich das Umsatzwachstum weiterhin überproportional auf das EBITDA auswirken wird und erwarten eine EBITDA-Margensteigerung von 72,4% (2019) auf 72,5% (2020), bzw. 73,1% (2021) und 73,7% (2022). Entsprechend prognos-





tizieren wir ein EBITDA in Höhe von 86,44 Mio. € für das laufende Geschäftsjahr 2020, gefolgt von 93,49 Mio. € im Jahr 2021 und 105,29 Mio. € im Geschäftsjahr 2022.

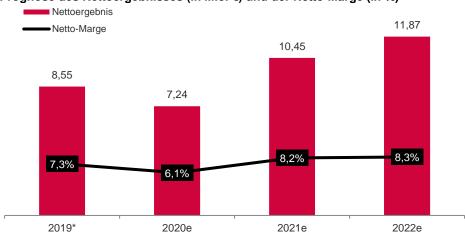




Quelle: GBC

Auf Nettoebene sollte der Zinsaufwand der maßgebliche Einflussfaktor sein. Wir gehen davon aus, dass sich der Zinsaufwand mit steigenden Assets under Management weiter erhöhen wird, da auch die zukünftigen Portfoliozukäufe höchstwahrscheinlich fremdfinanziert werden. Dennoch erwarten wir durch eine Verbesserung des Finanzierungsmixes eine leicht verbesserte relative Finanzierungssituation. Dies sollte auch durch das anhaltende Niedrigzinsniveau begünstigt werden. Wir gehen davon aus, dass das Nettoergebnis mittelfristig weiter ansteigen wird. Für das laufende Geschäftsjahr 2020 rechnen wir mit einem leichten Rückgang auf 7,24 Mio. € und anschließend ein solides Wachstum auf 10,45 im Jahr 2021 bzw. 11,87 im Jahr 2022.

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



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

Wir sind zuversichtlich, dass das Geschäftsmodell der Aves One gut gerüstet ist, um durch die Corona-, Handels- & Wirtschaftskrise zu kommen. Dennoch ist die zukünftige Entwicklung schwer zu prognostizieren, da die Dauer und das Ausmaß der Krise kaum einschätzbar sind.



BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Aves One AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020, 2021 und 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 70,0 % 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.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,7 % (bisher: 9,86 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 10,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 3,27%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 3,27% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2021 entspricht als Kursziel 13,60 €. Damit behalten wir unser bisheriges Kursziel bei. Unsere leicht geringe Prognose wird durch den Roll-Over-Effekt kompensiert.



DCF-Modell

Aves One AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase | |
|----------------------------------|-------|
| | |
| Umsatzwachstum | 10,0% |
| EBITDA-Marge | 70,0% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 2,5% |
| Working Capital zu Umsatz | 40,0% |

| final - Phase | |
|----------------------------------|-------|
| ewiges Umsatzwachstum | 2,0% |
| ewige EBITA - Marge | 48,0% |
| effektive Steuerquote im Endwert | 30,0% |

| dreistufiges DCF - Modell: | | | | | | | | | |
|---------------------------------|----------|---------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|
| Phase | estimate | | consistency | | | | | final | |
| in Mio. EUR | GJ 20e | GJ 21e | GJ 22e | GJ 23e | GJ 24e | GJ 25e | GJ 26e | GJ 27e | End- wert |
| Umsatz (US) | 119,15 | 127,87 | 142,80 | 157,08 | 172,79 | 190,07 | 209,07 | 229,98 | |
| US Veränderung | 2,0% | 7,3% | 11,7% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 2,0% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 0,12 | 0,12 | 0,11 | 0,11 | 0,11 | 0,11 | 0,10 | 0,10 | |
| EBITDA | 86,44 | 93,49 | 105,29 | 109,96 | 120,95 | 133,05 | 146,35 | 160,99 |] |
| EBITDA-Marge | 72,5% | 73,1% | 73,7% | 70,0% | 70,0% | 70,0% | 70,0% | 70,0% | 1 |
| EBITA | 51,59 | 57,19 | 65,29 | 78,71 | 85,95 | 93,47 | 101,59 | 110,37 | 1 |
| EBITA-Marge | 43,3% | 44,7% | 45,7% | 50,1% | 49,7% | 49,2% | 48,6% | 48,0% | 48,0% |
| Steuern auf EBITA | -9,07 | -10,06 | -13,06 | -23,61 | -25,79 | -23,37 | -30,48 | -33,11 | |
| zu EBITA | 17,6% | 17,6% | 20,0% | 30,0% | 30,0% | 25,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| EBI (NOPLAT) | 42,52 | 47,13 | 52,23 | 55,09 | 60,17 | 70,10 | 71,11 | 77,26 | |
| Kapitalrendite | 4,4% | 4,6% | 4,5% | 4,2% | 4,1% | 4,2% | 3,8% | 3,7% | 3,3% |
| Working Capital (WC) | 46,46 | 49,86 | 55,68 | 62,83 | 69,12 | 76,03 | 83,63 | 91,99 | |
| WC zu Umsatz | 39,0% | 39,0% | 39,0% | 40,0% | 40,0% | 40,0% | 40,0% | 40,0% | 1 |
| Investitionen in WC | -0,92 | -3,40 | -5,82 | -7,15 | -6,28 | -6,91 | -7,60 | -8,36 | 1 |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 968,02 | 1100,02 | 1250,02 | 1400,00 | 1583,19 | 1790,34 | 2024,61 | 2289,52 | 1 |
| AFA auf OAV | -34,85 | -36,30 | -40,00 | -31,25 | -35,00 | -39,58 | -44,76 | -50,62 | 1 |
| AFA zu OAV | 3,6% | 3,3% | 3,2% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% |] |
| Investitionen in OAV | -71,90 | -168,30 | -190,00 | -181,23 | -218,19 | -246,74 | -279,02 | -315,53 | 1 |
| Investiertes Kapital | 1014,48 | 1149,88 | 1305,70 | 1462,83 | 1652,30 | 1866,37 | 2108,24 | 2381,52 | |
| EBITDA | 86,44 | 93,49 | 105,29 | 109,96 | 120,95 | 133,05 | 146,35 | 160,99 | |
| Steuern auf EBITA | -9,07 | -10,06 | -13,06 | -23,61 | -25,79 | -23,37 | -30,48 | -33,11 | 1 |
| Investitionen gesamt | -72,83 | -171,70 | -195,82 | -188,38 | -224,47 | -253,65 | -286,62 | -323,89 | 1 |
| Investitionen in OAV | -71,90 | -168,30 | -190,00 | -181,23 | -218,19 | -246,74 | -279,02 | -315,53 | 1 |
| Investitionen in WC | -0,92 | -3,40 | -5,82 | -7,15 | -6,28 | -6,91 | -7,60 | -8,36 | 1 |
| Investitionen in Goodwill | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 1 |
| Freie Cashflows | 4,54 | -88,27 | -103,59 | -102,04 | -129,30 | -143,97 | -170,75 | -196,02 | 2454,54 |
| | | | | | | | | | |

| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 1150,73 | 1276,63 |
|-------------------------------------|---------|---------|
| Barwert expliziter FCFs | -808,78 | -746,96 |
| Barwert des Continuing Value | 1959,51 | 2023,59 |
| Nettoschulden (Net debt) | 976,73 | 1099,51 |
| Wert des Eigenkapitals | 174,00 | 177,12 |
| Fremde Gewinnanteile | -0,11 | -0,12 |
| Wert des Aktienkapitals | 173,89 | 177,01 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 13,02 | 13,02 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 13,36 | 13,60 |

| Kapitalkostenermittlung | g: |
|-------------------------|-------|
| risikolose Rendite | 1,0% |
| Marktrisikoprämie | 5,5% |
| Beta | 1,76 |
| Eigenkapitalkosten | 10,7% |
| Zielgewichtung | 10,0% |
| Fremdkapitalkosten | 3,2% |
| Zielgewichtung | 90,0% |
| Taxshield | 23,6% |
| | |
| WACC | 3,3% |

| ite | | 3,25% | 3,26% | WACC 3,27% | 3,28% | 3,29% |
|----------------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|
| P L | 3,29% | 13,85 | 12,53 | 11,22 | 9,94 | 8,68 |
| Fe Fe | 3,30% | 15,06 | 13,73 | 12,41 | 11,12 | 9,84 |
| Kapitalrendite | 3,31% | 16,27 | 14,93 | 13,60 | 12,30 | 11,01 |
| X a | 3,32% | 17,48 | 16,12 | 14,79 | 13,47 | 12,18 |
| | 3,33% | 18,69 | 17,32 | 15,98 | 14,65 | 13,35 |



ANHANG

<u>I.</u>

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.

Ш

§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 automatischen 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 >=+ 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 <= - 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. Aktiensplitts, 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-aq.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,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 Studienerstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.



- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind: 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&INVESTMENTANALYSEN-

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