GBC AG
Investment Research

Researchstudie (Anno)

HOMES & HOLIDAY

„Geschäftsjahr 2019 mit einem Umsatzanstieg und einer deutlichen Ergebnisverbesserung abgeschlossen“

„Umgesetzte Optimierungsmaßnahmen haben zu einer deutlichen Senkung der Kostenbasis geführt und damit auch die Break-Even-Eintrittsschwelle wesentlich gesenkt“

„Break-Even nun für das kommende Geschäftsjahr 2021 erwartet“

Kursziel: 0,86 €/Aktie
Rating: Kaufen

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

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: 30.09.2020 (13:31 Uhr)
Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 01.10.2020 (10:00 Uhr)
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

Homes & Holiday AG*4,5a,6a,7,10,11

Kursziel: 0,86 €
Rating: Kaufen

aktueller Kurs: 0,27
29.09.2020 / Xetra (17:36 Uhr)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2GS5M9
WKN: A2GS5M
Börsenkürzel: HHH
Aktienanzahl[3]: 12,91
Marketcap[3]: 3,49
EnterpriseValue[3]: 3,22[3] in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 18,0%

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
MWB Fairtrade Wertpapierhandelsbank AG

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

*Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

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. Für Ferienimmobilienurlaub auf den Balearen wurde eigens die Marke „Porta Holiday“ geschaffen. Mit einem Objektbestand von rund 1.300 Ferienimmobilien gehört das Unternehmen Porta Holiday zu den beiden führenden Ferienvermietungsgesellschaften auf Mallorca.

GuV in Mio. € \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatz	2,21	1,13	2,44	3,41
EBITDA	-1,80	-0,32	0,45	0,69
EBIT	-2,24	-0,71	0,15	0,39
Nettoergebnis (EAT)	-2,27	-0,71	0,14	0,38

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-0,18	-0,05	0,01	0,03
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,45	2,85	1,32	0,94
EV/EBITDA	neg.	neg.	7,14	4,66
EV/EBIT	neg.	neg.	21,43	8,24
KGV	neg.	neg.	24,90	9,17
KBV	2,77			

Finanztermine
Oktober 2020: Halbjahresbericht 2020

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
13.01.2020: RS / 1,05 EUR / KAUFEN
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 2019 Immobilien im Gesamtwert von rund 4,10 Mrd. € umgesetzt. Die Gesellschaft besitzt auf den Balearen in ihren Geschäftsbereichen Makler- und Ferienvermietungsbusiness eine gute Marktposition (Top-3-Positionierung) und damit eine gute Ausgangslage für zukünftiges Wachstum.

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 konnte der Homes & Holiday-Konzern einen deutlichen Anstieg der Konzernumsatzerlöse verzeichnen. So sind die Erlöse in dieser Periode im Vergleich zum Vorjahr um 13,3% auf 2,21 Mio. € (VJ: 1,95 Mio. €) angewachsen. Die erzielten Umsatzerlöse wurden hierbei hauptsächlich von den (Lizenz-)Gebühreneinnahmen aus dem Maklerbereich in Höhe von 1,27 Mio. € getragen. Wir gehen davon, dass die Nettoumsatzerlöse aus dem Maklergeschäft auf einem Verkaufsvolumen von rund 65,0 Mio. € resultierten.

- Vor dem Hintergrund der vorherrschenden Corona-Krise und den hiermit verbundenen negativen Folgen für die Tourismus- und Immobilienmaklerbranche, haben auch wir unsere bisherigen Prognosen angepasst. In Anbetracht der bisherigen deutlichen Beeinträchtigung der Geschäftsentwicklung und den erwarteten weiteren schwierigen Rahmenbedingungen durch die Corona-Pandemie, rechnen wir für das Geschäftsjahr 2020 nun lediglich mit Umsatzerlösen in Höhe von 1,13 Mio. € (zuvor: 2,78 Mio. €). Bedingt durch das deutlich geringere erwartete Geschäftsvolumen, kalkulieren wir mit einem negativen EBITDA in Höhe von -0,32 Mio. € (zuvor: 0,13 Mio. €).

- Für das Folgejahr 2021 rechnen wir mit deutlich geringeren negativen Effekten durch die Corona-Krise und somit mit einem deutlich positiveren Marktumfeld für die H&H-Gruppe. Basierend auf diesen verbesserten Rahmenbedingungen und einem erwarteten Ausbau der Marktposition im Makler- und Ferienvermietungsgeschäft auf Mallorca, rechnen wir für diese Geschäftsperiode mit Umsatzerlösen in Höhe von 2,44 Mio. € (zuvor: 3,41 Mio. €). Insbesondere der Geschäftsbereich Ferienvermietung sollte mittel- und langfristig von einer verstärkten Nachfrage nach Ferienimmobilienurlaub und dem Kundenwunsch nach Ferienimmobilien als Renditeobjekt profitieren. Auf Ergebnisebene sollte hierbei für diese Geschäftsperiode ein EBITDA in Höhe von 0,45 Mio. € (zuvor: 0,42 Mio. €) und damit die Break-Even-Schwelle erreicht werden können.

- Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2022 rechnen wir mit einem weiteren Ausbau der Marktpositionen im Makler- und Ferienvermietungsbereich auf Mallorca. Insbesondere im Ferienvermietungsgeschäftsbereich sollte es nach der Zusammenlegung der Vermarktungsportale und durch verstärkte Marketingmaßnahmen gelingen, aus der hohen Anzahl an Vermietungsobjekten deutlich mehr Buchungsvolumen und damit Provisionsumsatz als in der Vergangenheit zu erzielen. Hierauf aufbauend rechnen wir für diese Geschäftsperiode mit einem deutlichen Umsatzanstieg auf 3,41 Mio. € und einem EBITDA in Höhe von 0,69 Mio. €.

- **Vor dem Hintergrund der negativen Folgen der Corona-Krise und den Unsicherheiten bezüglich des weiteren Verlaufs der Pandemie, haben wir unsere bisherigen Unternehmensprognosen nach unten angepasst. Auf Basis der neuen Prognosen haben wir einen fairen Wert von 0,86 € je Aktie (zuvor: 1,05 €) ermittelt. In Anbetracht der negativen Folgen der COVID-19-Pandemie auf das Marktumfeld des Unternehmens, haben wir unser Kursziel damit signifikant re-**

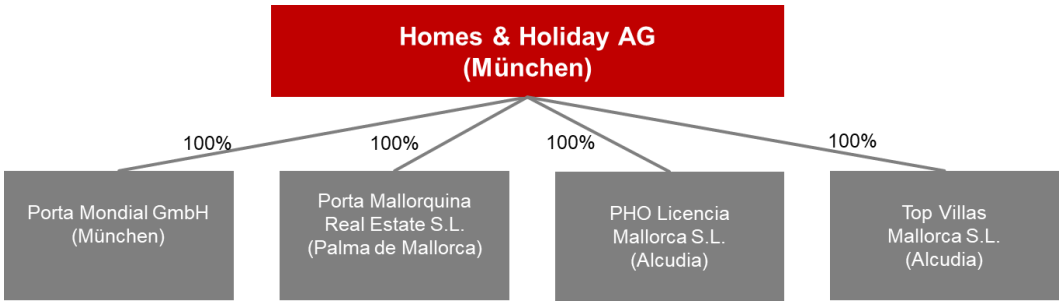
duziert. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus sehen wir jedoch ein hohes Kurserholungspotenzial und stufen die Aktie weiterhin mit dem Rating Kaufen ein.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary 2
Unternehmen 5
Unternehmensstruktur der H&H-Gruppe 5
Aktionärsstruktur 5
Geschäftsmodell (Equity Story) 5
Markt und Marktumfeld 7
Wohn-/Ferienimmobilienmarkt auf den Balearen 7
Unternehmensentwicklung und Prognose 10
Geschäftsentwicklung 2019 10
Bilanzielle/finanzielle Situation der Homes & Holiday AG 13
SWOT-Analyse 14
Prognosen und Modellannahmen 15
Umsatz- und Ergebnisprognosen 15
Bewertung 18
Bestimmung der Kapitalkosten 18
Bewertungsergebnis 18
DCF-Modell 19
Anhang 20

UNTERNEHMEN

Unternehmensstruktur der H&H-Gruppe

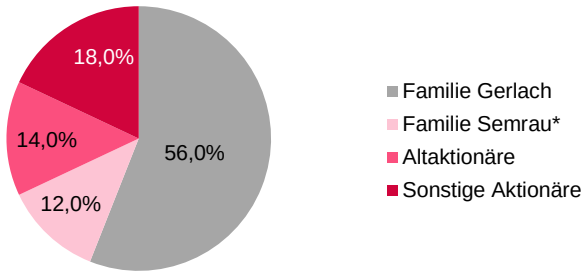


Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in % (Stand: Juli 2020)	
Familie Gerlach	56,0%
Familie Semrau	12,0%
Altaktionäre	14,0%
Sonstige Aktionäre	18,0%

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG



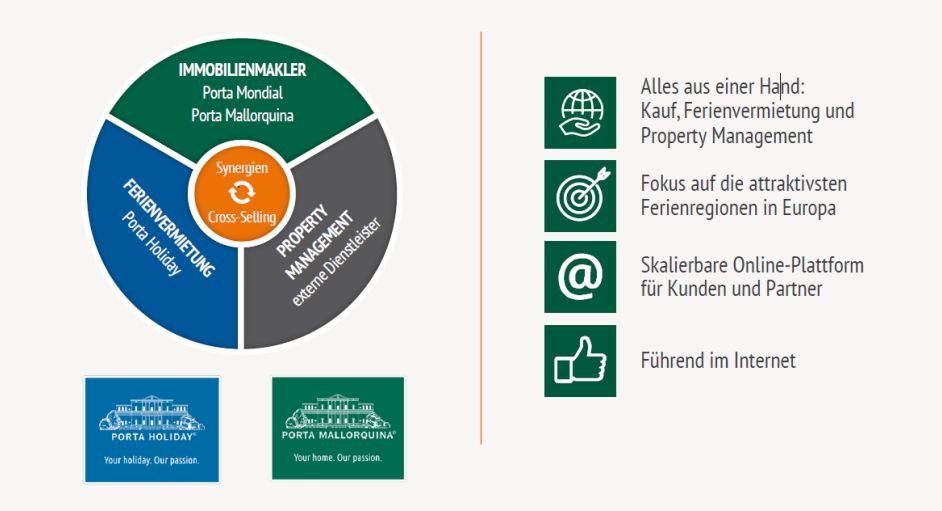
*Dem Vorstand Joachim Semrau zuzurechnen

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 Immobilienmärkten 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

Kernmarke Porta Mallorquina – Top-Positionen im online- und offline-Business

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

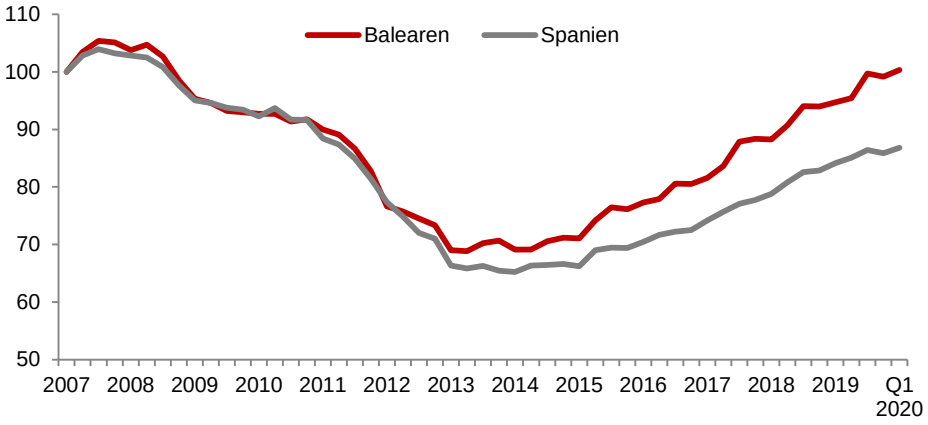
Multichannel-Vertrieb

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Vor dem Hintergrund der verstärkten Fokussierung der H&H-Gruppe auf die Inselgruppe Balearen, konzentriert sich unsere Marktbetrachtung speziell auf diese spanische Region.

Immobilienpreisindex Spanien und Balearen

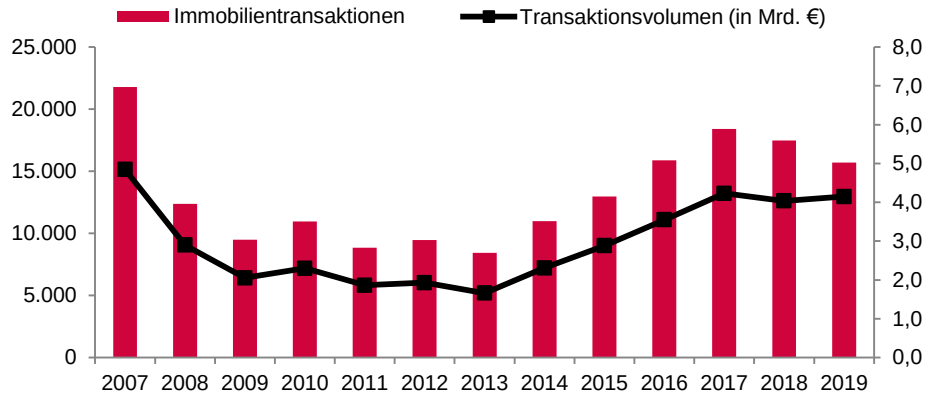


Quelle: INE; GBC AG

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 besonders zu profitieren.

Immobilientransaktionen und Transaktionsvolumina auf den Balearen

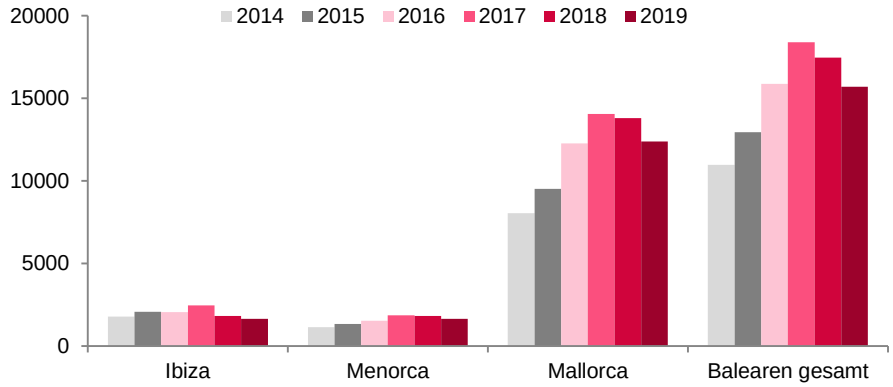


Quelle: Ministerio de Fomento, GBC AG

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 rund 87,0% auf 15.692 Immobilien (2013: 8.427 Objekte) im Jahr 2019, was auch sehr stark an den ausländischen Käufergruppen von Ferienimmobilien lag, insbesondere an den westeuropäischen Käufern. Parallel hierzu haben sich ebenfalls die Immobilienpreise auf den Balearen seit dem Jahr 2014 nahezu stetig aufwärtsgerichtet entwickelt.

Innerhalb des balearischen Immobilienmarktes 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 Hauptinsel auch in der Vergangenheit deutlich dynamischer als die Nachbarinseln bzw. -regionen entwickelt hat.

Anzahl der Wohnimmobilientransaktionen auf den Balearen



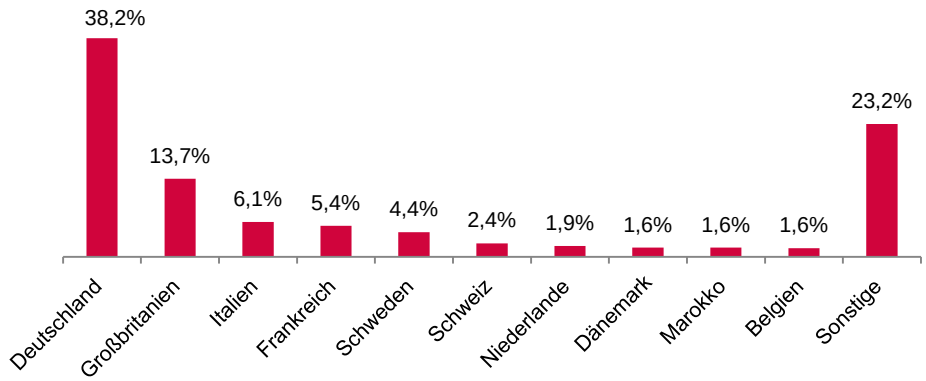
Quelle: Ministerio de Fomento, GBC AG

So haben laut einer aktuellen Studie des spanischen Ministeriums für Inlandsentwicklung (Ministerio de Fomento) in 2019 12.393 Immobilienverkäufe auf Mallorca (VJ: 13.810) stattgefunden, was einem Rückgang von 10,3% im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Trotz dieser rückläufigen Entwicklung befindet sich das Transaktionsvolumen immer noch auf einem hohen Niveau und oberhalb des langjährigen Durchschnitts.

Laut dem spanischen Ministerium (Ministerio de Fomento) betrug das Gesamtverkaufsvolumen auf den Balearen in 2019 4,1 Mrd. €, was einem leichten Anstieg im Vergleich zum Vorjahr entspricht (VJ: 4,0 Mrd. €). Somit hat sich dieser Immobilienmarkt in Bezug auf das Transaktionsvolumen stabil entwickelt.

Einen wichtigen Anteil an der Immobilienmarktentwicklung auf den Balearen haben traditionell ausländische Käufer von Ferienwohnungen und hierbei insbesondere die Käufergruppe aus Deutschland. Basierend auf einer Marktstudie des spanischen Grundbuchamts (Estadística Registral Inmobiliaria – ERI) lag der Ausländeranteil unter den Wohnimmobilienkäufern und damit insbesondere von Ferienimmobilien in ganz Spanien in 2019 im Durchschnitt bei 12,6% (VJ: 12,6%), wobei dieser auf den Balearen im gleichen Zeitraum mit 29,4% (VJ: 30,5%) einen deutlich höheren Wert einnahm.

Herkunft der ausländischen Wohnimmobilienkäufer auf den Balearen in 2018



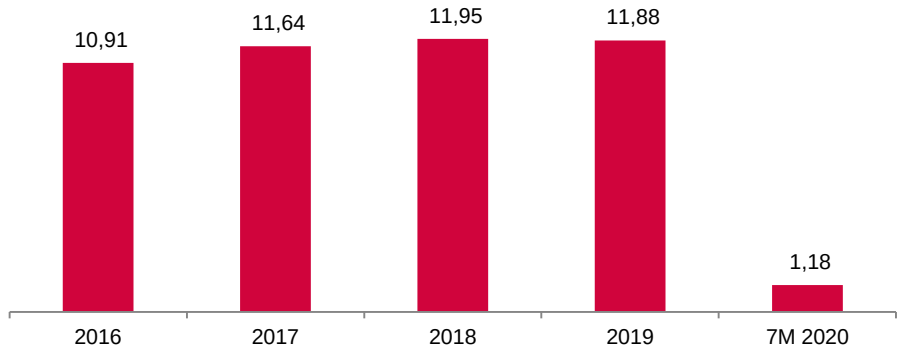
Quelle: ERI, GBC AG

Mit ihrem Geschäftsbereich Ferienvermietung, der durch die Konzernmarke Porta Holiday repräsentiert wird, profitiert die H&H-Gruppe ebenfalls vom zunehmenden Tourismus auf den Balearen und insbesondere in der Kernregion Mallorca. Laut einer Analyse des Statistikamts der Balearen, hat der Tourismus auf der Hauptinsel Mallorca in den vergangenen Jahren nahezu stetig zugenommen.

Die immer noch andauernde Corona-Krise hat sich negativ auf die Entwicklung des Tourismus und den Immobilienmarkt auf Mallorca ausgewirkt. So bewegt sich bspw. die Anzahl der Touristen über die ersten 7 Monate des laufenden Jahres deutlich unterhalb des Gesamtjahresniveaus des Vorjahres.

Deshalb wird für das laufende Geschäftsjahr ein deutlicher Rückgang erwartet. Für 2021 erwarten wir aber eine deutliche Entspannung und Belebung.

Entwicklung des Tourismus auf Mallorca (in Mio.)



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 2019

in Mio. €	GJ 2018	GJ 2019
Umsatzerlöse	1,95	2,21
EBITDA	-3,97	-1,80
Nettoergebnis	-4,12	-2,27

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Das vergangene Geschäftsjahr 2019 der H&H AG war insbesondere von einer strategischen Neupositionierung und Kostenoptimierungsmaßnahmen geprägt. In der abgelaufenen Geschäftsperiode hat H&H die Ende 2018 begonnene strategische Neuausrichtung abgeschlossen. Statt der Expansion in Spanien und Deutschland steht seitdem die Konzentration auf die Kernregion Balearen und hierbei das Erreichen der Gewinnschwelle (Break-Even-Point) im besonderen Fokus.

Mit dem verstärkten Fokus auf die Profitabilität wurden die Kostenstrukturen, welche bis dahin auf massives internationales Wachstum ausgerichtet waren, deutlich verschlankt. So wurden im vergangenen Jahr Standorte in Deutschland geschlossen und lediglich der Standort in München erhalten. In der Hauptgeschäftsregion Spanien wurden alle Geschäftsprozesse auf den Prüfstand gestellt und tiefgreifend analysiert. Hieraus folgte eine deutliche Reduktion der Mitarbeiteranzahl auf 37 Mitarbeiter (VJ: 42). Insgesamt konnte durch die umfangreichen Sparmaßnahmen die monatliche Kostenbasis von 0,43 Mio. € zu Beginn des Geschäftsjahres 2019 auf 0,13 Mio. € zu Beginn des Geschäftsjahres 2020 massiv gesenkt werden.

Die signifikante Anpassung der Unternehmensstrategie ging auch einher mit einer Trennung von Geschäftsführern für die Regionen Deutschland und Spanien. Im Rahmen des Sparprogramms entstanden im Jahr 2019 außerordentliche Kosten, wie bspw. für Abfindungen und auslaufende Mietverträge, in Höhe von rund 0,50 Mio. €.

Darüber hinaus wurde im Zuge der Umstrukturierung ebenfalls ein neues organisatorisches Konzept für die Firmenzentrale umgesetzt. Statt wie bisher alle Mitarbeiter an einem Ort zu konzentrieren, wurden die einzelnen Abteilungen auf verschiedene Immobilienshops verteilt. So befindet sich bspw. das Kundenmanagement am Standort Lluc-major. Mithilfe einer modernen Arbeitsorganisation und webbasierten Systemen können alle Mitarbeiter weiterhin direkt miteinander arbeiten und kommunizieren.

Zur Stärkung der Marktposition und um die Chancen des mallorquinischen Immobilienmarktes noch konsequenter zu nutzen, wurden in 2019 drei neue Franchiselizenzen vergeben: Port d'Andratx, Palma und Region Inselmitte, wobei letztere bisher von Porta Mallorquina selbst geführt wurde. Zum Jahresende 2019 wurde mit dem Standort in Artà auf Mallorca lediglich noch ein Immobilienshop von Porta Mallorquina selbst geführt.

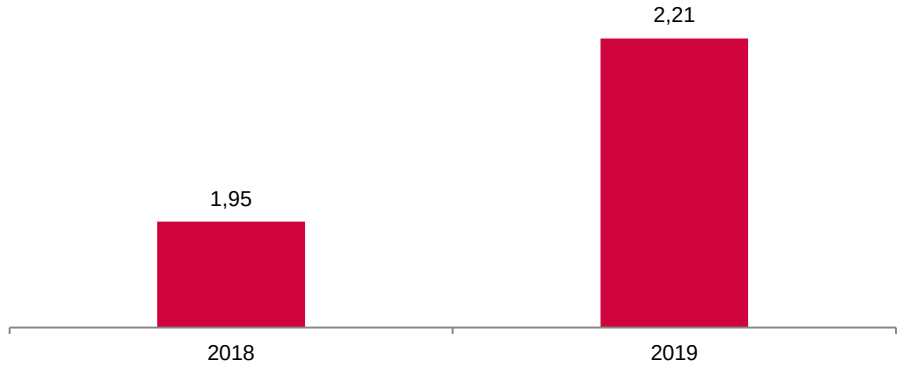
Der überwiegende Teil der vom Management getroffenen Optimierungsmaßnahmen im abgelaufenen Geschäftsjahr hatten zum Ziel die Gewinnschwelle im Jahr 2020 zu erreichen. Aufgrund des Ausbruchs der Corona-Pandemie und der damit verbundenen negativen Folgen hat das Unternehmen dieses Ziel auf das Jahr 2021 verschoben.

Hierbei hat das Unternehmen bekannt gegeben, dass die bis Ende 2019 definierten Standortstrukturen weiterhin Bestand haben und sich bereits zu Beginn des Ausbruchs der Corona-Krise bewährt hatten, bevor das Geschäft der beiden operativen Sparten des Konzerns dann durch die Pandemie nahezu zum Erliegen kamen. Die verschlankte Organisationsstruktur soll laut Unternehmensangaben im weiteren Verlauf des Ge-

schäftsjahres 2020 wesentlich dazu beitragen, von der Belebung der Geschäftsaktivitäten von Beginn an zu profitieren, so dass mit einem kostendeckenden Betrieb der Aktivitäten ab 2021 zu rechnen ist.

Auf Ebene der Umsatzerlöse konnte das Unternehmen im vergangenen Geschäftsjahr einen deutlichen Anstieg verzeichnen. So sind die Erlöse in der abgelaufenen Geschäftsperiode im Vergleich zum Vorjahr um 13,3% auf 2,21 Mio. € (VJ: 1,95 Mio. €) angewachsen. Die erzielten Umsatzerlöse wurden hierbei hauptsächlich von den (Lizenz-)Gebühreneinnahmen aus dem Maklerbereich in Höhe von 1,27 Mio. € getragen. Wir gehen davon aus, dass die Nettoumsatzerlöse aus dem Maklergeschäft aus einem Verkaufsvolumen von rund 65,0 Mio. € resultierten.

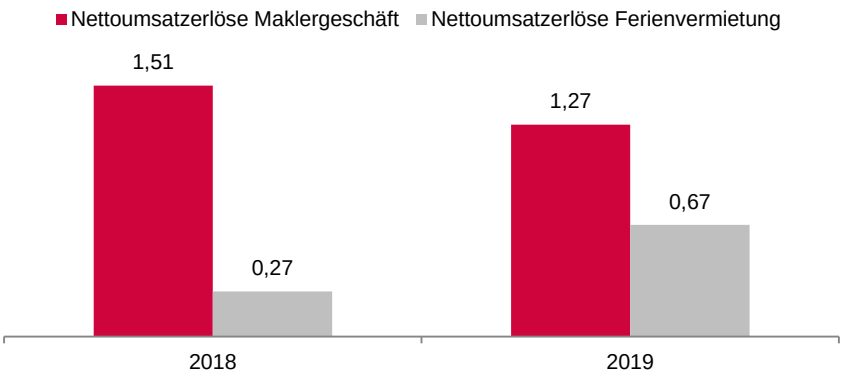
Entwicklung der Konzernumsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Daneben bildeten die Maklererlöse aus der Vermietung von Ferienimmobilien die zweitgrößte Erlösquelle. Auch in diesem Geschäftsfeld konnte die Gesellschaft im vergangenen Geschäftsjahr im Vergleich zum Vorjahr ihre Umsatzerlöse mit einem Zuwachs um rund 147,2% auf 0,67 Mio. € deutlich ausbauen. Gemäß unserer Einschätzung wurde dieser Nettoerlös mit einem Buchungsvolumen von rund 4,50 Mio. € erwirtschaftet. Hauptursächlich für diesen sprunghaften Anstieg der Ferienvermietungserlöse waren die im Vorjahr nur zeitanteilig berücksichtigten Umsätze der im Oktober 2018 akquirierten Gesellschaft Top Villas Mallorca. Des Weiteren hat das Unternehmen auch die Umsatzerlöse aus der Langzeitvermietung auf 0,07 Mio. € (VJ: 0,06 Mio. €) und die einmaligen Lizenzgebührenerlöse aus der Vergabe neuer Lizenzen auf 0,15 Mio. € (VJ: 0,05 Mio. €) gesteigert.

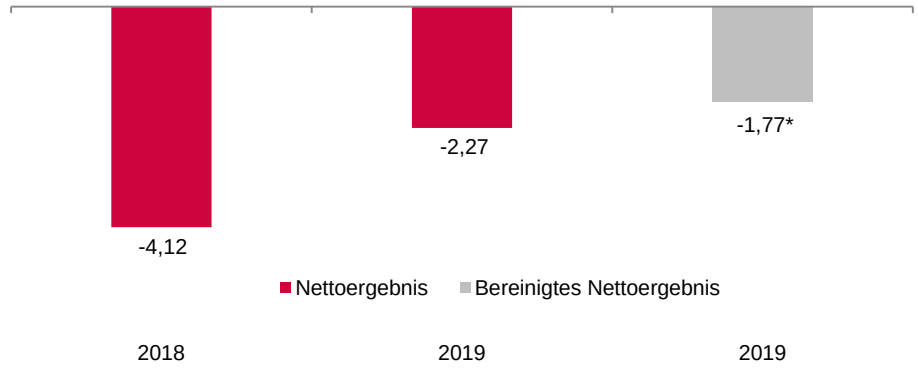
Entwicklung der Segmentumsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Parallel zur positiven Umsatzentwicklung wurde ebenfalls die Ergebnissituation deutlich verbessert. So hat sich das Nettoergebnis im Vergleich zum Vorjahr auf -2,27 Mio. € (VJ: -4,12 Mio. €) signifikant verbessert. Die bisherige unbefriedigende Unternehmensperformance resultiert hauptsächlich aus einer unvorteilhaften Kostenstruktur und hat die Umsetzung eines Sparprogramms nach sich gezogen. Gemäß Unternehmensangaben werden sich die positiven Effekte aus den Kostenreduzierungen insbesondere ab dem Geschäftsjahr 2020 bemerkbar machen. Das negative Nettoergebnis des abgelaufenen Geschäftsjahres wurde auch durch außerordentliche Kosten belastet, unter anderem für Abfindungen und auslaufende Mietverträge in Höhe von 0,50 Mio. €. Korrigiert um diese Effekte betrug das bereinigte Nettoergebnis -1,77 Mio. €.

Historische Ergebnisentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG **korrigiert um außerordentliche Kosten*

Insgesamt ist es dem Unternehmen im vergangenen Geschäftsjahr gelungen, auf den Wachstumskurs zurück zu kehren. Darüber hinaus hat die Gesellschaft damit begonnen, ihre Kostenstruktur deutlich zu optimieren und damit die Break-Even-Eintrittsschwelle wesentlich zu senken. Positive Effekte aus dem Sparprogramm erwartet die Gesellschaft bereits ab dem aktuellen Geschäftsjahr. Darüber hinaus wurde die Marktposition auf den Balearen durch verschiedene Maßnahmen spürbar gestärkt.

Bilanzielle/finanzielle Situation der Homes & Holiday AG

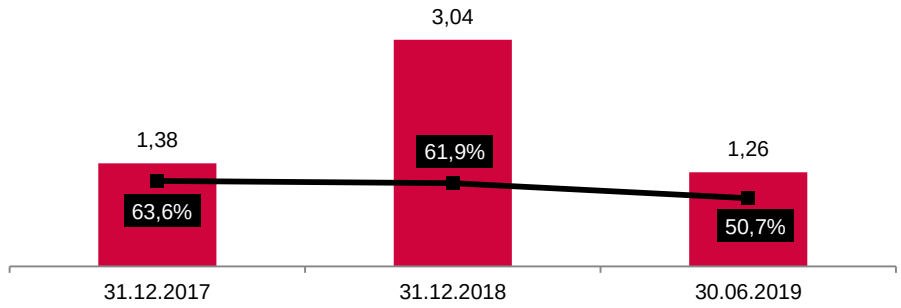
Ausgewählte Positionen der Konzernbilanz (in Mio. €)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Eigenkapital	1,38	3,04	1,26
Eigenkapitalquote (in %)	63,6%	61,9%	50,7%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,01	0,01	0,00
Liquide Mittel	1,34	2,32	0,27
Operatives Anlagevermögen	0,43	2,27	1,77
Davon immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	1,76	1,38
Net Working Capital	-0,29	-1,45	-0,67.

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Die Geschäfts- und Unternehmensentwicklung der vergangenen Jahre schlug sich ebenfalls in der Bilanz des H&H-Konzern zum 31.12.2019 nieder. Die Eigenkapitalposition verringerte sich trotz der im Geschäftsjahr 2019 durchgeführten Sachkapitalerhöhung im Volumen von 0,49 Mio. € (inkl. Agio) bedingt durch das negative Nettoergebnis der abgelaufenen Geschäftsperiode um 1,78 Mio. € auf 1,26 Mio. € (VJ: 3,04 Mio. €) zum Ende des Geschäftsjahres 2019. Die Eigenkapitalquote sank damit ebenso im Vergleich zum Vorjahr zum Bilanzstichtag auf 50,7% (VJ: 61,9%).

Am 23.06.2020 hat H&H bekannt gegeben, dass sich der Mehrheitsaktionär der Gesellschaft bereit erklärt hat bei Bedarf innerhalb der kommenden 12 Monate Aktien im Volumen von bis zu 300.000 € (Bezugspreis 1,00€ je Aktie) zu zeichnen um damit die weitere Finanzierung der Gesellschaft zu sichern. Durch eine erste Tranche sind dem Unternehmen bereits im Rahmen einer Barkapitalerhöhung 100.000 € (Bruttoemissionserlös) zugeflossen.

Historische Entwicklung des Eigenkapitals und der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Die Aktivseite der Bilanz der H&H ist traditionell v.a. durch das operative Anlagevermögen geprägt und hierbei insbesondere durch immaterielle Vermögensgegenstände (konsolidierte Firmenwerte). Diese resultieren primär aus getätigten M&A-Transaktionen. Die immateriellen Vermögenswerte haben sich zum 31.12.2019 im Vergleich zum Vorjahr aufgrund von planmäßigen Firmenwertabschreibungen auf 1,38 Mio. € (VJ: 1,76 Mio. €) verringert.

Des Weiteren besaß das Unternehmen zum 31.12.2020 keine Bankverbindlichkeiten und konnte an diesem Bilanzstichtag auf liquide Mittel in Höhe von 0,27 Mio. € zurückgreifen.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
• 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	• 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 • Das Unternehmen befindet sich noch in der Verlustzone und hat den Break-Even noch nicht erreicht
Chancen	**Risiken**
• 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 hochmargige und skalierbare Einnahmen aus der Vermittlung von Ferienimmobilienvermietung (Porta Holiday) möglich	• 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. • Ein Anhalten der Pandemie könnte die Geschäftstätigkeit auch weiterhin belasten

Prognosen und Modellannahmen

GuV (Mio. €) H&H-Konzern	GJ 2020e (neu)	GJ 2020e (alt)	GJ 2021e (neu)	GJ 2021e (alt)	GJ 2022
Umsatz (Nettoprovisionsumsatz)	1,13	2,78	2,44	3,41	3,41
EBITDA	-0,32	0,13	0,45	0,42	0,69
Nettoergebnis	-0,71	-0,17	0,14	0,12	0,38

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen

H&H hat in der jüngsten Vergangenheit eine strategische Neupositionierung vollzogen. Im Hauptfokus der neuen Unternehmensstrategie steht nun die Kerngeschäftsregion Balearen und hierbei insbesondere die Destination Mallorca. Auf dieser Hauptinsel der Inselgruppe Balearen verfügt die H&H-Gruppe über eine starke Marktposition (Top-3-Position) im Bereich Maklergeschäft und Ferienvermietung. Durch verschiedene strukturelle Maßnahmen, wie bspw. einer neuen operativen Führung, einer dezentralen Zentrale, oder der Bündelung von Online-Vertriebskanälen, konnte die bisherige Marktpositionierung der einzelnen Sparten gestärkt werden.

Darüber hinaus standen verstärkte Kostenoptimierungsmaßnahmen im besonderen Fokus der Geschäftspolitik. Im Zuge dessen ist es dem Unternehmen gelungen, die allgemeine Kostenbasis massiv zu senken und damit die Break-Even-Eintrittsschwelle signifikant zu senken. So konnten die monatlichen Kosten der Gruppe zu Beginn 2019 von rund 0,34 Mio. € auf 0,13 Mio. € zu Beginn 2020 massiv gesenkt werden.

Mit einer deutlich verbesserten Kostenstruktur und einer Optimierung des Geschäftsmodells in den einzelnen Sparten, ist das Unternehmen gut in das laufende Geschäftsjahr 2020 gestartet. So konnte laut Unternehmensangaben auf Konzernebene in den ersten beiden Monaten der aktuellen Geschäftsperiode (vor-Corona-Phase) das Geschäftsvolumen zulegen und bereits der operative Break-Even erreicht werden (0,16 Mio. € EBITDA).

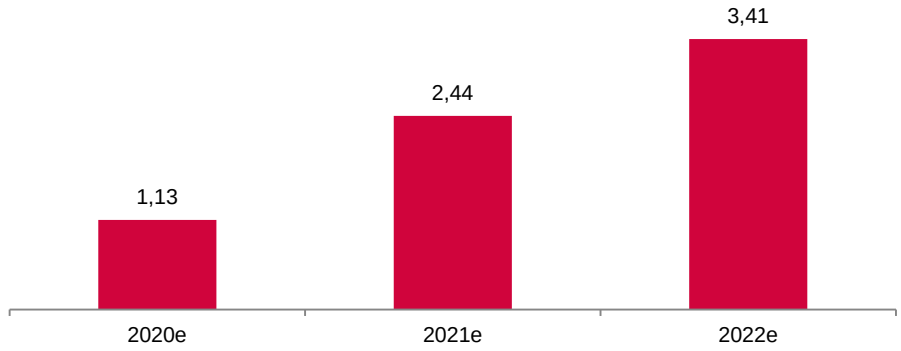
Mit dem Ausbruch der Corona-Pandemie zu Beginn des Jahres 2020 wurde die Geschäftsentwicklung des Unternehmens deutlich negativ beeinflusst. Hierbei kam der Geschäftsbetrieb teilweise über mehrere Monate zum Erliegen. Im Juni 2020 hat die Gesellschaft bekannt gegeben, dass sie ihr Ferienvermietungs- und Maklergeschäft auf den Balearen wieder hochgefahren hat.

Als Folge der Pandemie musste die H&H-Gruppe ihr Ziel, den Break-Even in 2020 zu erreichen, in das Folgejahr verschieben. Für das aktuelle Geschäftsjahr rechnet der Vorstand mit einem Verlust im unteren bis mittleren sechsstelligen Bereich. Das Management ist jedoch zuversichtlich im kommenden Geschäftsjahr 2021 die Gewinnzone zu erreichen. Darüber hinaus sieht das Management des Unternehmens auch weiterhin für beide Geschäftssparten, die bereits jetzt über Top-Marktpositionen in ihren Kernregionen verfügen, ein erhebliches Wachstumspotenzial, welches zukünftig gehoben werden soll.

So werden bspw. auf dem Immobilienmarkt der Balearen jährlich rund 4,0 Mrd. € an Transaktionsvolumen umgesetzt, wovon rund 1,2 Mrd. € auf ausländische Käufer entfallen, die die Kernzielgruppe der H&H-Gruppe bilden. Nachdem das Maklergeschäft des Unternehmens unserer Einschätzung nach im vergangenen Geschäftsjahr 2019 ein Transaktionsvolumen von rund 65,0 Mio. € erwirtschaftet hat, bestehen hier noch enorme Wachstumschancen.

Vor dem Hintergrund der vorherrschenden Corona-Krise und den hiermit verbundenen negativen Folgen für die Tourismus- und Immobilienmaklerbranche, haben auch wir unsere bisherigen Prognosen angepasst. In Anbetracht der bisherigen deutlichen Beeinträchtigung der Geschäftsentwicklung und den erwarteten weiterhin schwierigen Rahmenbedingungen durch die Corona-Pandemie, rechnen wir für das Geschäftsjahr 2020 lediglich mit Umsatzerlösen in Höhe von 1,13 Mio. € (zuvor: 2,78 Mio. €). Bedingt durch das deutlich geringere erwartete Geschäftsvolumen, kalkulieren wir mit einem negativen EBITDA in Höhe von -0,32 Mio. € (zuvor: 0,13 Mio. €). Hierbei sollten sich die im Vergleich zum Vorjahr deutlich verschlankte Kostenstruktur und wegfallende außerordentliche Kosten (Umstrukturierungskosten, wie bspw. auslaufende Mietverträge oder Abfindungen) positiv auf die Ertragslage auswirken.

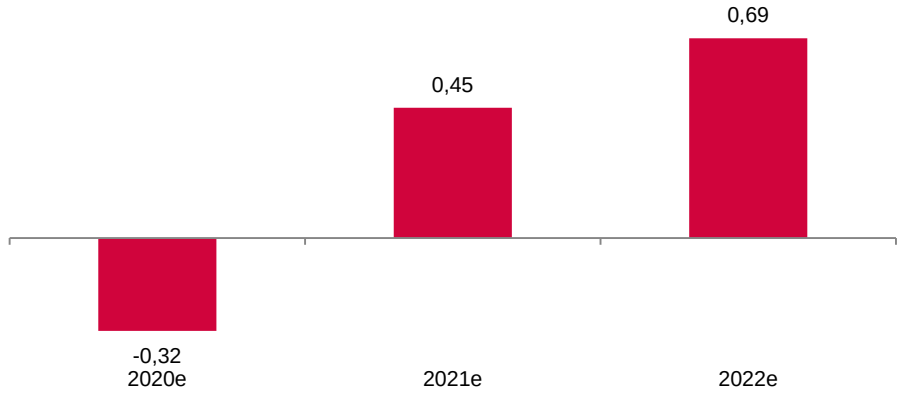
Erwartete Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für das Folgejahr 2021 rechnen wir mit deutlich geringeren negativen Effekten durch die Corona-Krise und somit mit einem deutlich positiveren Marktumfeld für die H&H-Gruppe. Basierend auf diesen verbesserten Rahmenbedingungen und einem erwarteten Ausbau der Marktposition im Makler- und Ferienvermietungsgeschäft auf Mallorca, rechnen wir für diese Geschäftsperiode mit Umsatzerlösen in Höhe von 2,44 Mio. € (zuvor: 3,41 Mio. €). Insbesondere der Geschäftsbereich Ferienvermietung sollte mittel- und langfristig von einer verstärkten Nachfrage nach Ferienimmobilienurlaub (als Alternative zum Hotelurlaub) und dem Kundenwunsch nach Ferienimmobilien als Renditeobjekt profitieren. Im Rahmen dessen rechnen wir auch mit einer deutlichen Erholung der Nachfrage nach Urlaubsreisen, insbesondere in der Region Balearen. Auf Ergebnisebene sollte hierbei ein EBITDA in Höhe von 0,45 Mio. € (zuvor: 0,42 Mio. €) und damit die Break-Even-Schwelle erreicht werden können.

Erwartete EBITDA-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2022 rechnen wir mit einem weiteren Ausbau der Marktposition im Makler- und Ferienvermietungsbereich. Insbesondere im Ferienvermietungsgeschäftsbereich sollte es nach der Zusammenlegung der Vermarktungsportale und durch verstärkte Marketingmaßnahmen gelingen, aus der hohen Anzahl an Vermietungsobjekten deutlich mehr Buchungsvolumen und damit Provisionsumsatz als in der Vergangenheit zu erzielen. Hierauf aufbauend gehen wir für die Geschäftsperiode 2022 von einem deutlichen Umsatzanstieg auf 3,41 Mio. € und einem EBITDA in Höhe von 0,69 Mio. € aus.

Insgesamt sollte es der H&H-Gruppe gelingen, durch ihre gute Marktpositionierung und einem deutlich optimierten Geschäftsmodell im Kernmarkt Mallorca im kommenden Geschäftsjahr bei einem erwarteten deutlich verbesserten Marktumfeld den Break-Even zu erreichen. Darüber hinaus sollte das Geschäftsjahr 2021 den Auftakt bilden für eine von uns erwartete nachhaltige profitable Wachstumsserie des Unternehmens.

BEWERTUNG

Die Homes & Holiday AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 bis 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 und 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von jährlich 15,0%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 20,0% 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%. Dieser Wert stellt die aktuell von uns verwendete Untergrenze dar.**

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.

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%.

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 2021 entspricht als Kursziel 0,86 € (zuvor: 1,05 €). Die 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	
Umsatzwachstum	15,0%
EBITDA-Marge	20,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	5,0%
Working Capital zu Umsatz	1,0%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	3,0%
ewige EBITA - Marge	19,0%
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)	1,13	2,44	3,41	3,92	4,51	5,19	5,96	6,86	
US Veränderung	-48,7%	115,9%	39,8%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,74	1,76	2,76	2,97	3,21	3,49	3,82	4,20	
EBITDA	-0,32	0,45	0,69	0,78	0,90	1,04	1,19	1,37	
EBITDA-Marge	-27,9%	18,4%	20,2%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBITA	-0,71	0,15	0,39	0,72	0,84	0,97	1,12	1,29	
EBITA-Marge	-62,4%	6,1%	11,4%	18,4%	18,5%	18,6%	18,8%	18,9%	19,0%
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)	-0,71	0,15	0,39	0,72	0,84	0,97	1,12	1,29	
Kapitalrendite	-63,9%	9,7%	27,7%	57,0%	61,4%	66,6%	72,7%	79,8%	55,2%
Working Capital (WC)	0,01	0,02	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	-0,68	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,53	1,38	1,23	1,32	1,41	1,49	1,56	1,63	
AFA auf OAV	-0,39	-0,30	-0,30	-0,06	-0,07	-0,07	-0,07	-0,08	
AFA zu OAV	25,4%	21,7%	24,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in OAV	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	
Investiertes Kapital	1,55	1,41	1,27	1,36	1,45	1,54	1,62	1,70	
EBITDA	-0,32	0,45	0,69	0,78	0,90	1,04	1,19	1,37	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen gesamt	-0,83	-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	-0,68	-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	-1,15	0,29	0,53	0,63	0,75	0,88	1,04	1,21	13,83

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	10,87	11,61
Barwert expliziter FCFs	3,52	3,56
Barwert des Continuing Value	7,36	8,05
Nettoschulden (Net debt)	0,58	0,30
Wert des Eigenkapitals	10,29	11,31
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	10,29	11,31
Ausstehende Aktien in Mio.	13,11	13,11
Fairer Wert der Aktie in EUR	0,78	**0,86**

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%
54,7%	0,94	0,90	0,86	0,82	0,79
54,9%	0,95	0,90	0,86	0,82	0,79
55,2%	0,95	0,90	**0,86**	0,83	0,79
55,4%	0,95	0,91	0,87	0,83	0,79
55,7%	0,96	0,91	0,87	0,83	0,80

ANHANG

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

II.
§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss
Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:
Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:
http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.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-ag.de/de/Offenlegung

§ 2 (IV) Informationsbasis:
Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:
Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (4,5a,6a,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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
(2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
(3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
(4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
(5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
(5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
(6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
(6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
(7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der 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, 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®

- R E S E A R C H & I N V E S T M E N T A N A L Y S E N -

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