

Aves One AG*4,5a,5b,6a,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 13,50 €
(bisher: 13,50 €)

Aktueller Kurs: 8,80 €
 22.03.21 / XETRA / 09:08 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A168114

WKN: A16811

Börsenkürzel: AVES

Aktienanzahl²: 13,02

Marketcap³: 114,53

Enterprise Value³: 1.091,44

³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 22,8%

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

Hauck & Aufhäuser

Analysten:

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
 goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 23.03.21 (09:40 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 23.02.21 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

Unternehmensprofil

Branche: Asset-Management

Fokus: Rail

Mitarbeiter: 44 Stand: 31.12.2019

Gründung: 2013

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Tobias Aulich, Sven Meißner

Jürgen Bauer (bis 01.04.2021)



Die Aves One AG ist ein stark wachsender Bestandshalter langlebiger Rail-Assets mit einem modernen und ertragsstarken Güterwagenportfolio. Aves One ist ein etablierter Teilnehmer im europäischen Schienengüterverkehrsmarkt. Neben Güterwagen umfasst das Portfolio auch Wechselbrücken. Die Endkunden sind staatliche Bahngesellschaften sowie Industrie- und Logistikunternehmen. Die Gesellschaft bewegt sich in einem stark wachsenden Marktumfeld. Die weiter zunehmende Globalisierung der Warenströme führt zu einem erhöhten Transportvolumen. Der Frachtverkehr soll sich bis zum Jahr 2050 vervierfachen. Dies führt zu einer starken Nachfrage nach Rail-Assets. Die Liberalisierung des Bahnmarktes, die Optimierung der Logistikketten und der anhaltende Outsourcing-Trend bietet gute Marktbedingungen für die Vermietung von Logistik-Assets in allen Geschäftsbereichen der Aves One AG.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatz	116,78	119,15	104,45	120,12
EBITDA	84,60	86,44	74,80	84,12
EBIT	51,70	15,39	40,58	47,22
Jahresüberschuss	11,95	-23,45	4,96	11,06

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,92	-1,80	0,38	0,85
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	9,35	9,16	10,45	9,09
EV/EBITDA	12,90	12,63	14,59	12,97
EV/EBIT	21,11	70,92	26,90	23,11
KGV	9,58	-4,88	23,09	10,36
KBV	2,75			

Finanztermine
April 2021: Geschäftsbericht 2020
Mai 2021: Q1-Bericht 2021
03.-04.Mai 2021: MKK
17.-19. Mai 2021: Equity Forum
Juli 2021: Hauptversammlung
September 2021: Q2-Bericht 2021

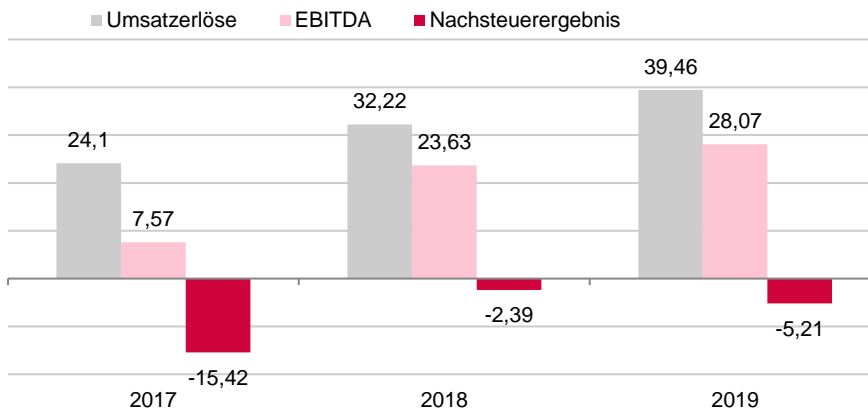
**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
03.02.2021: RS / 13,50 € / KAUFEN
30.11.2020: RS / 13,50 € / KAUFEN
05.10.2020: RS / 13,50 € / KAUFEN
18.05.2020: RS / 13,60 € / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

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“

Verkauf des defizitären Container-Geschäftes, Zukünftig höhere Rentabilität und bessere Planbarkeit vorhanden, Negative und positive Effekte gleichen sich aus und daher bestätigen wir das Kursziel in Höhe von 13,50 €, Rating KAUFEN

Mit Meldung vom 18.März 2021 hat die Aves One AG den vollständigen Verkauf des Seecontainer-Portfolios bekannt gegeben. Aus diesem Geschäftsbereich hatte sich die Gesellschaft ohnehin bereits in den vergangenen Berichtsperioden sukzessive über den Abbau des Container-Bestandes zurückgezogen, so dass der aktuelle Schritt zu diesem Zeitpunkt zwar überraschend ist, jedoch als konsequente Umsetzung der Fokussierung auf das Rail-Segment zu verstehen ist. Im Container-Segment, welches ein reines Commodity-Geschäft ist, herrscht ein rückläufiger Trend bei den Renditen vor. Dem stehen bei der Aves One AG aber vergleichsweise teure Finanzierungen gegenüber, so dass das Container-Segment in den vergangenen Geschäftsjahren, bereinigt um Währungseffekte, defizitär war.

Container-Segment: Umsatzerlöse, EBITDA und Nachsteuerergebnis* (in Mio. €)



Quelle: Aves One AG; GBC AG; *bereinigt um Währungseffekte

Mit der Veräußerung des Container-Segments, dessen Vollzug in den kommenden Monaten erwartet wird, wird netto ein Liquiditätszugang in Höhe von 23,8 Mio. US-Dollar generiert. Aller Voraussicht nach wird diese Transaktion aber einen Buchverlust in Höhe von 33,5 Mio. € nach sich ziehen. Da dieser möglichst noch im 2020er Abschluss berücksichtigt werden soll, wird Aves One AG damit einen erheblichen Rückgang des Nachsteuerergebnisses ausweisen. Vor dem Hintergrund der daraus resultierenden deutlichen Reduktion des Eigenkapitals, welches sich zum 30.09.2020 auf 38,14 Mio. € belaufen hatte, zieht die Gesellschaft Maßnahmen zur Eigenkapitalstärkung in Betracht. Unter anderem dürfte die Umwandlung eines bestehenden Darlehens in Höhe von rund 24 Mio. € in ein Hybrid-Darlehen, welches per 31.12.2020 dem Eigenkapital zugerechnet wird, eine Stärkung der Eigenkapitalbasis nach sich ziehen.

Mit der Veräußerung des Container-Segments werden künftig keine weiteren Wechselkurseffekte mehr anfallen, die in den vergangenen Geschäftsjahren zum Teil erhebliche Auswirkungen auf das Ergebnisbild der Gesellschaft hatten. Zudem erhöht sich mit der Fokussierung auf den Rail- und Wechselbrückenbereich die Verlässlichkeit der Geschäftsentwicklung sowie insgesamt die Unternehmensrentabilität. Dies auch vor dem Hintergrund des Wegfalls der mit einem hohen Zins ausgestatteten Kredite des Container-Bereiches, wodurch sich insgesamt der durchschnittliche Nominalzins an die Marke von 3,0 % annähert. Wir stufen den Verkauf somit insgesamt positiv ein.

In der aktuellen Unternehmensmeldung wurde auch das einvernehmliche Ausscheiden des Vorstands Jürgen Bauer bekannt gegeben, der der Gesellschaft aber in beratender Funktion verbunden bleibt. Das Vorstandsteam hatte in den vergangenen Jahren die Fokussierung auf das Rail-Geschäft mit einem starken Wachstum erfolgreich vorangetrieben. Durch den Verkauf des Containergeschäfts ist dieser Prozess nun erfolgreich abgeschlossen. Künftig wird die Aves One AG von den beiden Vorstandsmitgliedern Tobias Aulich und Sven Meißner geführt.

Prognosen und Modellannahmen

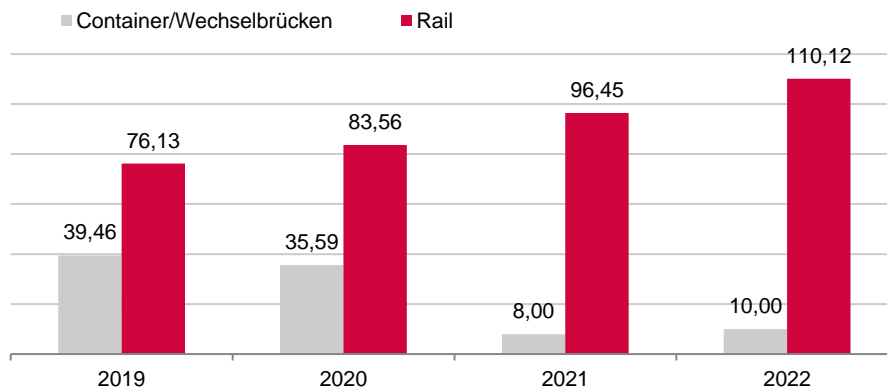
in Mio. €	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	116,78	119,15	104,45	120,12
EBITDA	84,60	86,44	74,80	84,12
EBIT	51,70	15,39	40,58	47,22
Nachsteuerergebnis	11,95	-23,45	4,96	11,06

Quelle: Aves One AG; GBC AG

Im Zuge der aktuellen Unternehmensmeldung hat das Management der Aves One AG die Umsätze des Rail-Segments für das abgelaufene Geschäftsjahr 2020 bekannt gegeben. Mit Umsatzerlösen in Höhe von rund 83 Mio. € (VJ: 76,13 Mio. €) wurde der Vorjahreswert um 9,0 % übertroffen. Als Basis dafür ist der in den vergangenen Jahren sukzessive ausgebaute Wagen-Bestand zu sehen, der in 2020 mit Investitionen in Höhe von 90,8 Mio. € um weitere 12 % auf mehr als 11.000 Güterwagen ausgebaut wurde. Für 2021 rechnet der Vorstand daher mit Umsätzen aus dem Rail- und Wechselbrückengeschäft in Höhe von mehr als 100 Mio. €.

Mit dem vollständigen Wegfall der Container-Umsätze werden die Umsatzerlöse in 2021 zwar unter dem bisherigen Niveau liegen. Auch das EBITDA wird zwar rückläufig sein, insgesamt ist jedoch von einem höheren Rentabilitätsniveau auszugehen. Der erwartete überproportional starke Rückgang der Finanzaufwendungen sollte aber erst im kommenden Geschäftsjahr 2022 vollumfänglich zum Tragen kommen. Gemäß Management-Gespräch findet zwar die wirtschaftliche Übergabe des Container-Segments zum 01. Januar 2021 statt, bis zum tatsächlichen Übergang werden die Finanzaufwendungen jedoch der Aves One AG zugeordnet. Folglich wird der „eingeschwungene Zustand“ des Rail- und Wechselbrückengeschäftes erst in 2022 sichtbar werden.

Prognose segmentbezogener Umsätze (in Mio. €)



Quelle: Aves One AG; GBC AG

Bei unveränderten Prognosen für 2020 rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 119,15 Mio. € und einem unveränderten EBITDA in Höhe von 86,44 Mio. €. Der Buchverlust in Höhe von 33,5 Mio. € dürfte jedoch das Nachsteuerergebnis belasten, welches

mit -23,45 Mio. € deutlich negativ ausfallen dürfte. In 2021 rechnen wir, analog zur Unternehmens-Guidance, mit Umsätzen in Höhe von 104,45 Mio. €. Wie erwähnt, dürfte das erwartete Nachsteuerergebnis in Höhe von 4,96 Mio. €, da Finanzaufwendungen des Container-Bereiches noch teilweise enthalten sind, noch nicht vom Wegfall der teuren Kredite im Container-Segment profitieren. Dies sollte erst in 2022 der Fall sein, wo wir bei prognostizierten Umsätzen in Höhe von 120,12 Mio. € einen Sprung beim Nachsteuerergebnis auf 11,06 Mio. € erwarten.

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. Wir haben hierbei seit 1.1.2021 in unserem Bewertungsmodell die bisher von uns verwendete Mindestgrenze von 1,00 % auf 0,25 % herabgesetzt.

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,76.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,95 % (bisher: 10,7 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 10,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 3,20 % (bisher: 3,27%).

Bewertungsergebnis

Da der Buchverlust in Höhe von 33,5 Mio. € nicht liquiditätswirksam ist, haben wir diesen aus dem operativen Cashflow des Geschäftsjahres 2020 bereinigt, welcher damit in einem positiven Bereich liegen dürfte. Den Netto-Liquiditätszugang aus der Veräußerung des Container-Geschäftes haben wir in Höhe von 23,80 Mio. US-Dollar für das laufende Geschäftsjahr 2021 einbezogen. Das Ergebnis unseres DCF-Bewertungsmodells ist ein gleichbleibendes Kursziel in Höhe von 13,50 € (bisher: 13,50 €), was bedeutet, dass sich die positiven und negativen Effekte dieser Transaktion gegenseitig aufheben. Das im Zusammenhang mit dem Buchverlust stehende niedrigere Eigenkapital wird von der höheren Rentabilität des Rail-Geschäftes ausgeglichen.

DCF-Modell

Aves One AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	70,0%	ewige EBITA - Marge	46,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	2,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	40,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	119,15	104,45	120,12	132,13	145,34	159,88	175,86	193,45	
US Veränderung	2,0%	-12,3%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,12	0,09	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10	
EBITDA	86,44	74,80	84,12	92,53	101,78	111,96	123,16	135,47	
EBITDA-Marge	72,5%	71,6%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	
EBITA	15,39	40,58	47,22	60,59	66,54	73,50	81,56	90,82	
EBITA-Marge	12,9%	38,9%	39,3%	45,9%	45,8%	46,0%	46,4%	46,9%	46,9%
Steuern auf EBITA	-2,71	-8,12	-9,44	-18,18	-19,96	-22,05	-24,47	-27,24	
zu EBITA	17,6%	20,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	12,68	32,47	37,77	42,41	46,58	51,45	57,09	63,57	
Kapitalrendite	1,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%	3,4%	3,3%
Working Capital (WC)	46,46	41,00	48,40	53,24	58,56	64,42	70,86	77,95	
WC zu Umsatz	39,0%	39,3%	40,3%	40,3%	40,3%	40,3%	40,3%	40,3%	
Investitionen in WC	-0,92	5,46	-7,40	-4,84	-5,32	-5,86	-6,44	-7,09	
AFA auf OAV	-71,05	-34,22	-36,90	-31,94	-35,24	-38,46	-41,60	-44,66	
AFA zu OAV	7,3%	3,0%	2,9%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Investitionen in OAV	-108,11	-197,71	-183,00	-163,97	-163,97	-163,97	-163,97	-163,97	
Investiertes Kapital	1014,48	1172,51	1326,01	1462,88	1596,94	1728,30	1857,12	1983,52	
EBITDA	86,44	74,80	84,12	92,53	101,78	111,96	123,16	135,47	
Steuern auf EBITA	-2,71	-8,12	-9,44	-18,18	-19,96	-22,05	-24,47	-27,24	
Investitionen gesamt	-75,53	-172,26	-190,40	-168,81	-169,29	-169,83	-170,41	-171,06	
Investitionen in OAV	-108,11	-197,71	-183,00	-163,97	-163,97	-163,97	-163,97	-163,97	
Investitionen in WC	-0,92	5,46	-7,40	-4,84	-5,32	-5,86	-6,44	-7,09	
Investitionen in Goodwill	33,50	19,99	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	8,20	-105,58	-115,73	-94,46	-87,47	-79,92	-71,72	-62,83	2106,29

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	1137,92	1279,85
Barwert expliziter FCFs	-552,15	-464,22
Barwert des Continuing Value	1690,07	1744,07
Nettoschulden (Net debt)	974,11	1104,06
Wert des Eigenkapitals	163,81	175,79
Fremde Gewinnanteile	-0,11	-0,12
Wert des Aktienkapitals	163,70	175,67
Ausstehende Aktien in Mio.	13,02	13,02
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,58	13,50

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,76
Eigenkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	10,0%
Fremdkapitalkosten	3,2%
Zielgewichtung	90,0%
Taxshield	23,6%
WACC	3,2%

Kapitalrendite	WACC				
	3,18%	3,19%	3,20%	3,21%	3,22%
3,25%	13,79	12,58	11,39	10,21	9,06
3,26%	14,86	13,64	12,44	11,26	10,10
3,27%	15,94	14,71	13,50	12,31	11,14
3,28%	17,01	15,77	14,55	13,35	12,18
3,29%	18,09	16,84	15,61	14,40	13,21

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>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (4,5a,5b,6a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, 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:

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

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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