



Researchstudie (Anno)

Aves One AG



**Konzentration auf margenstarke Bereiche nach Verkauf
Seecontainer-Segment; Geschäftsentwicklung wird noch
stabiler; Kursziel leicht angehoben**

Kursziel: 14,50 €

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“

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 14,50 €
(bisher: 13,50 €)

Aktueller Kurs: 9,08 €
03.06.21 / XETRA 17:36 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A168114
WKN: A16811
Börsenkürzel: AVES

Aktienanzahl²: 13,02
Marketcap³: 118,18
Enterprise Value³: 1.080,75
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 34,7%

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Asset-Management

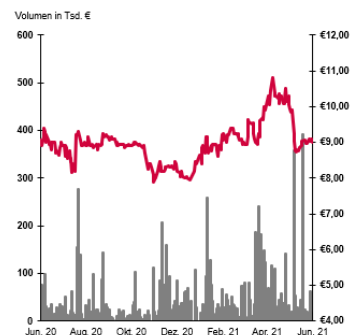
Fokus: Rail, Wechselbrücken

Mitarbeiter: 42 (31.12.2020)

Gründung: 2013

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Tobias Aulich, Sven Meißner



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	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	123,85	104,88	118,24	127,55
EBITDA	81,80	73,40	83,36	90,34
EBIT	9,64	40,35	45,31	49,45
Jahresüberschuss	-56,96	0,09	7,72	9,32

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-4,38	0,01	0,59	0,72
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	8,73	10,30	9,14	8,47
EV/EBITDA	13,21	14,72	12,96	11,96
EV/EBIT	112,11	26,78	23,85	21,86
KGV	-2,07	1257,19	15,31	12,67
KBV	8,42			

Finanztermine

17.-19.05.21: Equity Forum Frankfurt
Juli 2021: Hauptversammlung
September 2021: Halbjahresbericht 2021
07.09.2021: ZKK Zürich
November 2021: Q3-Zahlen
07.-08.12.21: MKK München

**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
05.12.2019: 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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

EXECUTIVE SUMMARY

- Am 18.03.2021 hat die Aves One AG den Verkauf des Seecontainer-Geschäftes angekündigt, womit der Fokus der Gesellschaft künftig auf die beiden Geschäftsbereiche Rail und Wechselbrücken liegen wird. Mit der Aufgabe des Geschäftes mit Seecontainern ist die Aves One AG nun in der Lage, eine noch stärkere Fokussierung auf das wachstumsstarke und deutlich rentablere Rail- und Wechselbrücken-Segment umzusetzen. Gleichzeitig wird die Verlässlichkeit der Geschäftsentwicklung, unter anderem aufgrund des Wegfalls von Wechselkurseffekten, zunehmen sowie insgesamt die Konzern-Rentabilität deutlich ansteigen.
- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020, in dem der Seecontainer-Bereich noch enthalten war, hat es die Gesellschaft trotz pandemiebedingter Belastungen geschafft, ein Umsatzwachstum in Höhe von 6,1 % auf 123,85 Mio. € (VJ: 116,78 Mio. €) zu erreichen. Getragen war dieses ausschließlich durch einen Umsatzanstieg im Rail-Bereich in Höhe von 10,2 % auf 83,90 Mio. € (VJ: 76,13 Mio. €), der den Umsatzrückgang im Container-Segment in Höhe von -6,1 % auf 37,05 Mio. € (VJ: 39,46 Mio. €) kompensiert hatte. Der Ausbau des Wagenbestandes sowie ein leichter Anstieg der Mietraten im Rail-Bereich hatten zur erfolgreichen Entwicklung beigetragen.
- Während das EBITDA mit 81,80 Mio. € (VJ: 84,60 Mio. €) insbesondere aufgrund höherer Instandhaltungsaufwendungen sowie im Zusammenhang mit Verlusten aus dem Verkauf von Seecontainern moderat unter dem Vorjahreswert lag, reduzierte sich das EBIT deutlich auf 9,64 Mio. € (VJ: 51,70 Mio. €). Dies liegt an den signifikant höheren Abschreibungen in Höhe von 72,14 Mio. € (VJ: 32,90 Mio. €) begründet in denen der außerordentliche Wertminderungsbedarf des in 2021 veräußerten Seecontainer-Geschäftes vorab verbucht wurde. Die Veräußerung des Seecontainer-Portfolios zu einem Kaufpreis von 182,5 Mio. USD (147,10 Mio. €) erfolgte unterhalb des bisherigen bilanziellen Wertansatzes, so dass bereits zum 31.12.2020 ein Wertminderungsbedarf in Höhe von 33,04 Mio. € berücksichtigt wurde.
- Auch das laufende Geschäftsjahr 2021 wird bei der Aves One AG von den Effekten aus der Veräußerung des Seecontainer-Portfolios geprägt sein, dessen Abwicklung in den kommenden Monaten abgeschlossen sein dürfte. Unter Berücksichtigung des Wegfalls der Seecontainer-Umsätze prognostiziert der Aves One-Vorstand für das laufende Geschäftsjahr Umsatzerlöse in Höhe von über 100 Mio. € und ein EBITDA von mehr als 70 Mio. €. In unseren Prognosen orientieren wir uns an der Unternehmens-Guidance und rechnen für 2021 mit Umsätzen in Höhe von 104,88 Mio. € und einem EBITDA in Höhe von 73,40 Mio. €. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit weiteren Umsatzsteigerungen in Höhe von 12,7 % (2022e) respektive 7,9 % (2023e), welche eine weitere Steigerung des Asset-Bestandes als Grundlage haben. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir konservativ mit einem nur moderaten Anstieg der EBITDA-Marge, welcher in erster Linie durch eine leicht unterproportionale Entwicklung der Overhead-Kosten unterstützt werden sollte. Höhere Skaleneffekte sind hier möglich.
- Wir haben im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ein neues Kursziel in Höhe von 14,50 € (bisher: 13,50 €) ermittelt. Die Kurszielanhebung ist ein Resultat der erstmals in die konkrete Schätzperiode einbezogenen Schätzungen für das Geschäftsjahr 2023, womit eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase unseres Modells vorliegt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

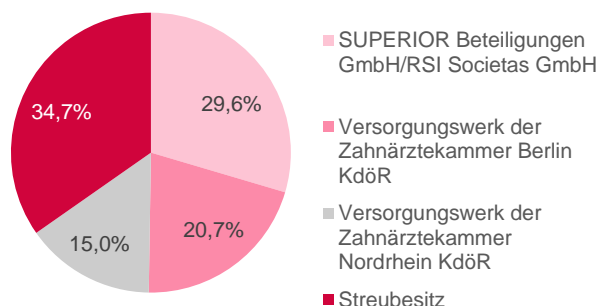
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Geschäftsmodell der Aves One AG	4
Geschäftssegment Rail	4
Wechselbrücken.....	5
Markt und Marktumfeld	6
Marktumfeld Rail	6
Marktumfeld Wechselbrücken.....	7
Unternehmensentwicklung.....	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2020	9
Umsatzentwicklung 2020	9
Ergebnisentwicklung 2020	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2020	12
Geschäftsentwicklung Q1 2021	14
Prognose und Bewertung.....	15
Umsatzprognosen 2021 - 2023.....	15
Ergebnisprognosen 2021 - 2023.....	16
Bewertung.....	18
Modellannahmen.....	18
Bestimmung der Kapitalkosten.....	18
Bewertungsergebnis.....	18
DCF-Modell.....	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigener	in %
SUPERIOR Beteiligungen GmbH/RSI Societas GmbH	29,6%
Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin KdöR	20,7%
Versorgungswerk der Zahnärztekammer Nordrhein KdöR	15,0%
Streubesitz	34,7%

Quelle: Aves One AG; GBC AG



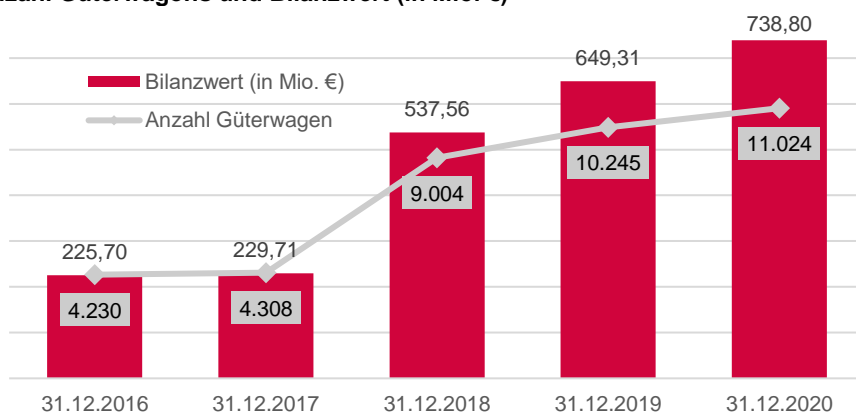
Geschäftsmodell der Aves One AG

Am 18.03.2021 hat die Aves One AG den vollständigen Verkauf des Seecontainer-Portfolios bekannt gegeben. Nach dem Vollzug dieser Transaktion wird der künftige Fokus der Aves One AG auf den beiden Geschäftssegmenten Rail und Wechselbrücken liegen.

Geschäftssegment Rail

Im Rail-Segment ist die Bestandhaltung von Güter- und Kesselwagen zusammengefasst und es liegt eine starke regionale Fokussierung auf Mitteleuropa (DACH-Region und Frankreich) vor. Das Aves One-Management hat in den vergangenen Berichtsperioden den Investitionsfokus klar auf diesen Geschäftsbereich ausgerichtet. Zwischen 2017 und 2020 erhöhte sich die Anzahl der im Bestand befindlichen Güterwagen von 4.308 (31.12.2017) auf 11.024 (31.12.2020), was einem dynamischen CAGR von +36,8 % entspricht. Trotz der Belastungen im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie hat die Gesellschaft auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 mit dem Erwerb von 779 Güterwagens weiter in den Ausbau des Rail-Portfolios investiert.

Anzahl Güterwagens und Bilanzwert (in Mio. €)



Quelle: Aves One AG; GBC AG

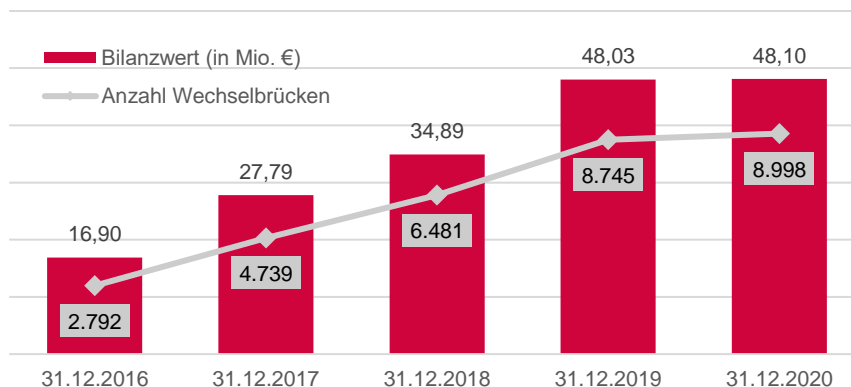
Das Aves One-Management sieht in dem Rail-Segment besondere Wachstumspotenziale, die speziell mit der Liberalisierung des Schienenverkehrs in Europa zusammenhängen. Darüber hinaus findet eine auch vom Gesetzgeber forcierte Verlagerung des Güterverkehrs auf die Schiene statt, was zu grundsätzlich hohen Auslastungen in diesem Bereich führt. Auch verfügt Aves One bei dem Management der Rail-Assets über ein umfangreiches Know-How der adressierten Märkte bzw. der transportierten Güter. Denn im Gegensatz zum reinen „Commodity“-Geschäft im Containerbereich adressieren die

Wagentypen im Güterwagon-Bereich jeweils spezifische Gütermärkte (bspw. Stahl, Erze, Chemikalien etc.). Güterwagons haben dabei eine Nutzungs- und Lebensdauer von bis zu 45 Jahren und sind somit äußerst langlebige Assets. Bei Bedarf können an den alten Wagons Modernisierungen vorgenommen werden, wobei zu erwähnen ist, dass Aves One AG über einen vergleichsweise jungen und modernen Rail-Bestand verfügt. Das durchschnittliche Alter liegt derzeit bei 15,9 Jahren, was im Vergleich zur Gesamtnutzungsdauer jung ist.

Wechselbrücken

Nach der Veräußerung des Container-Bestandes stellen Wechselbrücken künftig die zweite Asset-Klasse der Aves One AG dar. Wechselbrücken sind LKW-Container, die insbesondere für den Pakettransport von Logistikunternehmen verwendet werden. Dementsprechend dürfte dieser Geschäftsbereich von der besonders hohen Dynamik im Online-Handel profitieren. Hier hat die Aves One AG die Anzahl der Wechselbrücken deutlich von 4.739 (31.12.2017) auf 8.998 (31.12.2020) ausgebaut.

Anzahl Wechselbrücken und Bilanzwert (in Mio. €)



Quelle: Aves One AG; GBC AG

Die durchschnittliche Lebensdauer liegt zwar mit 12-15 Jahren unterhalb des Rail-Bereiches, auch hier verfügt aber die Aves One AG über einen jungen Assetbestand. Das gewichtete Alter der Wechselbrücken liegt bei 6,4 Jahren und hat damit in etwa die Hälfte der Lebensdauer noch vor sich.

MARKT UND MARKTUMFELD

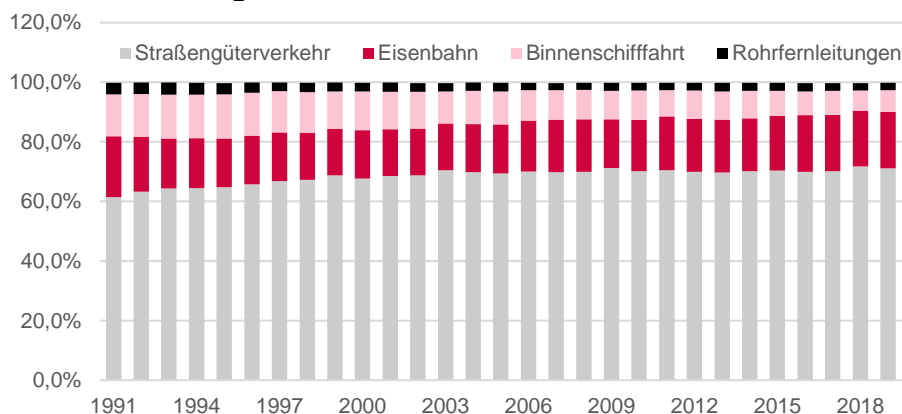
Mit den beiden Asset-Gruppen Eisenbahnwaggons und Wechselbrücken ist die Aves One AG in jeweils unterschiedlichen Teilmärkten aktiv. Grundsätzlich hängt die Transportleistung zwar von der weltwirtschaftlichen Entwicklung ab, es gibt dabei jedoch einzelne marktspezifische Aspekte, die berücksichtigt werden müssen.

Marktumfeld Rail

Im Rail-Bereich verfügt die Aves One AG über eine stark diversifizierte Güter- und Kesselwagenflotte und ist in unterschiedlichen Gütermärkten aktiv. Auch wenn bei den transportierten Gütern jeweils unterschiedliche Marktbedingungen vorherrschen, ist die allgemeine Entwicklung der Transportleistung in Europa ein guter Indikator für das allgemeine Marktumfeld der Aves One AG. Zwar liegen zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieser Studie noch keine aktuellen Daten zum vergangenen Jahr 2020 vor, im langjährigen Trend haben die Transportgütermengen grundsätzlich stetig zugenommen. In den für die Aves One AG relevanten Rail-Märkten der DACH-Region zuzüglich Frankreich legten die Transportgütermengen zwischen 2010 und 2019 um insgesamt 14,0 % zu, was einem CAGR von 1,5 % entspricht.

In der gesonderten Betrachtung Deutschlands wird dabei die immer noch herausragende Stellung des Straßengütertransports ersichtlich, der im genannten Zeitraum sogar um 17,3 % überproportional zugelegt hat. Demgegenüber steht mit einem Anstieg von 2,4 % eine nur unterproportionale Entwicklung des Schienengüterverkehrs. Der Anteil des Schienengüterverkehrs an der gesamten deutschen Güterverkehrsleistung machte in 2019 insgesamt 18,9 % aus. Diese Quote war in den vergangenen Jahren aufgrund der steigenden Bedeutung des Verkehrsmittels „Straße“ sogar leicht rückläufig. Angesichts des erwarteten Verkehrswachstums und des prognostizierten Anstiegs der transportierten Gütermengen, in Verbindung mit den immer höheren Kapazitätsauslastungen im Straßenverkehr, dürfte aber der Schienenverkehr künftig eine stärkere Rolle spielen. Gemäß bmwi wird zwischen 2010 und 2030 mit einem Anstieg im Güterverkehr von rund 40 % gerechnet.

Güterverkehrsleistung nach Verkehrsmitteln



Quelle: Bundesministerium für Verkehr und digitale Infrastruktur

Zudem spielt der Umweltaspekt eine immer größere Rolle für die künftige Gütertransport-Entwicklung, wobei der Schienenverkehr heute als besonders umweltfreundlich gilt. Der hohe Wirkungsgrad verbunden mit dem bereits heute erreichten hohen Anteil der Elektromobilität auf der Schiene sind hier wesentliche Faktoren für den ökologischen Vorteil des Bahngüterverkehrs. Gemäß Zielsetzung der Bundesregierung sollen die

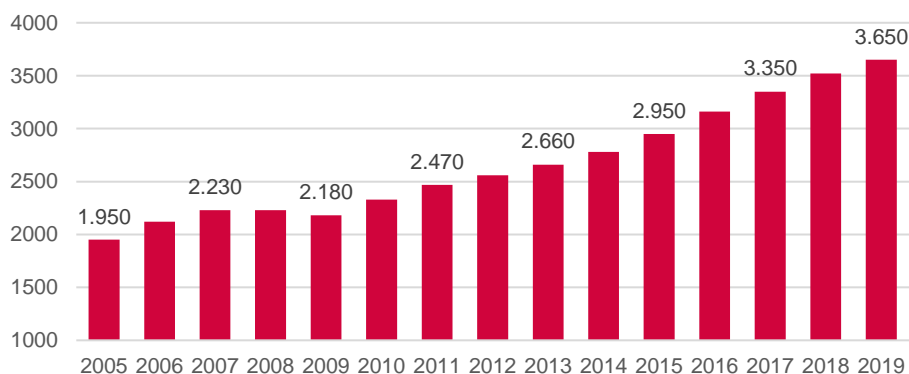
Treibhausemissionen bis 2040 um 70 % und bis 2050 um 80-95 % jeweils gegenüber 1990 reduziert werden. Eine ähnliche Zielsetzung liegt auch für den Verkehrssektor vor und die Erreichung steht dabei in einem engen Zusammenhang mit der Verlagerung des Güterverkehrs hin zum Eisenbahnverkehr, dessen Anteil bis 2050 auf 30 % (2019: 18,9 %) ansteigen müsste. Gemäß dem von der Bundesregierung beschlossenen „Masterplan Schienengüterverkehr“ sollen die infrastrukturellen Voraussetzungen hierfür geschaffen werden.

Die Aves One AG ist damit Teil einer Branche, die auch auf europäischer Ebene im Fokus der künftigen Mobilitäts- und Transportstrategie liegt. Darüber hinaus dürfte die Gesellschaft von einer zunehmenden Anmietung von Waggons profitieren, da sich Eisenbahnunternehmen im Umfeld des liberalisierten Bahnmarktes stärker auf den weniger investitionsintensiven Transport fokussieren. Vermietunternehmen, wie die Aves One AG stellen dabei in der Regel modernere Güterwaggons zur Verfügung. Gemäß Unternehmensangaben verfügt die Gesellschaft über eines der jüngsten und modernsten Güterwagen-Portfolios in Europa. In Bezug auf das in Deutschland seit 2020 geltende Schienenlärmschutzgesetz sowie die ab 2024 europaweit in Kraft tretende Regelung der „quieter routes“ sind bereits 95 % der Güterwagen der Aves One mit Flüsterbremsen ausgestattet.

Marktumfeld Wechselbrücken

Im Bereich Wechselbrücken zählen zu den Hauptkunden der Aves One AG große Industrie- und Logistikunternehmen wie DHL, Hermes und dpd, was die Abhängigkeit in diesem Asset-Bereich vom so genannten Kurier-, Express und Paket-Markt illustriert. Ein besonderer Treiber für diesen Bereich war in den vergangenen Jahren die äußerst dynamische Entwicklung im E-Commerce (B2C)-Segment, das im Umfeld der Covid-19-Pandemie nochmals signifikant verstärkt wurde. Bereits Ende 2019 belief sich der Anstieg des Sendungsvolumens gegenüber 2010 auf 56,7 %, was einem CAGR von 5,1 % entspricht. Für 2020 liegen zwar noch keine detaillierten Zahlen vor, gemäß Angaben des Bundesverbandes Paket & Logistik (BIEK) wurde im Weihnachtsgeschäft (November und Dezember) ein Rekordvolumen von rund 775 Mio. Paketsendungen verzeichnet. Gegenüber dem Vorjahreszeitraum wurden dabei 23 % mehr B2C-Paketsendungen befördert.

Sendungsvolumen im deutschen KEP-Markt (in Mio. Sendungen)



Quelle: Bundesverband Paket & Express Logistik; GBC AG

Es ist davon auszugehen, dass der in 2020 nochmals verstärkte Trend des Onlinehandels eine höhere Basis für die künftige Entwicklung im Paket-Markt liefert. Der BIEK-Verband prognostiziert im Rahmen von drei Szenarien zur Entwicklung der Sendungsmengen zumindest einen Anstieg auf mindestens 4,3 Mrd. Sendungen bis 2024, was in etwa einer gleichbleibenden Dynamik gleichkommen würde.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	116,78	123,85	104,88	118,24	127,55
Bestandsveränderungen	0,00	-3,06	0,00	0,00	0,00
sonstige betriebliche Erträge	2,57	1,49	0,00	0,00	0,00
Materialaufwand	-20,19	-23,01	-19,98	-21,96	-23,08
Personalaufwand	-4,55	-4,81	-4,60	-4,74	-5,06
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,00	-12,66	-6,90	-8,18	-9,06
Ergebnis aus at-equity bewerteten Unternehmen	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00
EBITDA	84,60	81,80	73,40	83,36	90,34
Abschreibungen	-32,90	-72,16	-33,06	-38,05	-40,90
EBIT	51,70	9,64	40,35	45,31	49,45
Zinserträge	0,16	0,08	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-39,41	-43,66	-40,21	-34,29	-36,13
Währungsergebnis aus Finanzierungen	3,40	-17,84	0,00	0,00	0,00
Finanzierungsnebenkosten	-1,27	-2,19	0,00	0,00	0,00
Sonstiges Finanzergebnis	-0,07	-0,16	0,00	0,00	0,00
EBT	14,50	-54,12	0,13	11,02	13,32
Ertragssteuern	-2,55	-2,84	-0,04	-3,31	-4,00
Jahresüberschuss	11,95	-56,96	0,09	7,72	9,32
EBITDA	84,60	81,80	73,40	83,36	90,34
in % der Umsatzerlöse	72,4%	67,7%	70,0%	70,5%	70,8%
EBIT	51,70	9,64	40,35	45,31	49,45
in % der Umsatzerlöse	44,3%	8,0%	38,5%	38,3%	38,8%
Ergebnis je Aktie in €	0,92	-4,38	0,01	0,59	0,72

Geschäftsentwicklung 2020

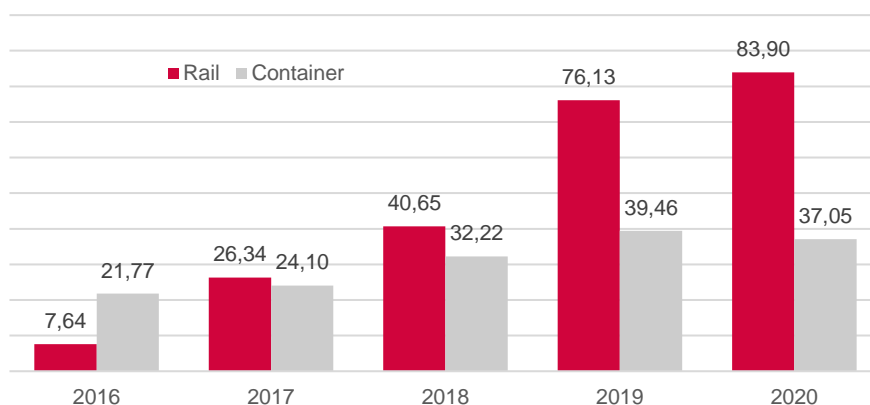
GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Umsatzerlöse	77,68	116,78	123,85
EBITDA	52,19	84,60	81,80
EBITDA-Marge	67,2%	72,4%	66,0%
EBIT	31,17	51,70	9,64
EBIT-Marge	40,1%	44,3%	7,8%
Jahresüberschuss	12,08	11,95	-56,96
EPS in €	0,93	0,92	-4,38

Quelle: Aves One AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2020

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 war die Aves One AG in der Lage, trotz pandemiebedingter Belastungen, eine Umsatzsteigerung in Höhe von 6,1 % auf 123,85 Mio. € (VJ: 116,78 Mio. €) zu erreichen. Auch bereinigt um einen Sondereffekt aus der Veräußerung der letzten Logistikimmobilie in Höhe von 3,39 Mio. € hatte die Gesellschaft ein Umsatzwachstum in Höhe von 3,1 % erreicht. Mit Blick auf die beiden Segmente „Rail“ und „Container“ wird dabei eine heterogene Entwicklung sichtbar. Während im Rail-Bereich die Umsatzerlöse um 10,2 % auf 83,90 Mio. € (VJ: 76,13 Mio. €) gesteigert wurden, kam es im Container-Segment (Seecontainer und Wechselbrücken) zu einem Umsatzrückgang in Höhe von -6,1 % auf 37,05 Mio. € (VJ: 39,46 Mio. €):

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Aves One AG; GBC AG

Der Anstieg des Geschäftsumfangs im **Rail-Segment** basiert in erster Linie auf dem weiteren Ausbau des Rail-Portfolios, das innerhalb 2020 um 13,8 % auf 738,80 Mio. € (31.12.2019: 649,31 Mio. €) ausgebaut wurde. Hier wird ganz klar der im Mittelpunkt der Aves One-Strategie stehende Ausbau des Rails-Segments ersichtlich. Naturgemäß findet der Neuzugang von Assets unterjährig statt, so dass der Umsatzanstieg in der Regel zum Anstieg der Waggonanzahl etwas hinterherhinkt. Darüber hinaus verzeichnet die Gesellschaft, pandemiebedingt, einen leichten Rückgang der hohen Auslastungsquote, der zum Teil über einen leichten Anstieg der durchschnittlichen Mietrate aufgefangen wurde. Die von uns errechnete Bruttorendite auf den durchschnittlichen Waggonbestand hat sich dabei zwar leicht auf 12,1 % (VJ; 12,8 %) reduziert, weist jedoch ein unverändert hohes Niveau auf.

Dem Ausbau des Rail-Segments steht ein weiterer strategisch herbeigeführter Rückgang im **Container-Bereich** entgegen. Mittlerweile wurde der Großteil dieses Bereiches durch die in 2021 erfolgte vollständige Veräußerung des Seecontainer-Portfolios aufgegeben.

Aber auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 hatte das Aves One-Management den Seecontainer-Bestand um rund 17.000 reduziert, was den Umsatzrückgang in Höhe von -6,1 % erklärt. Zusammen mit der Reduktion des Seecontainer-Bestandes kam es hier zu Mietpreissenkungen sowie zu negativen Währungseffekten, die sich ebenfalls belastend ausgewirkt hatten.

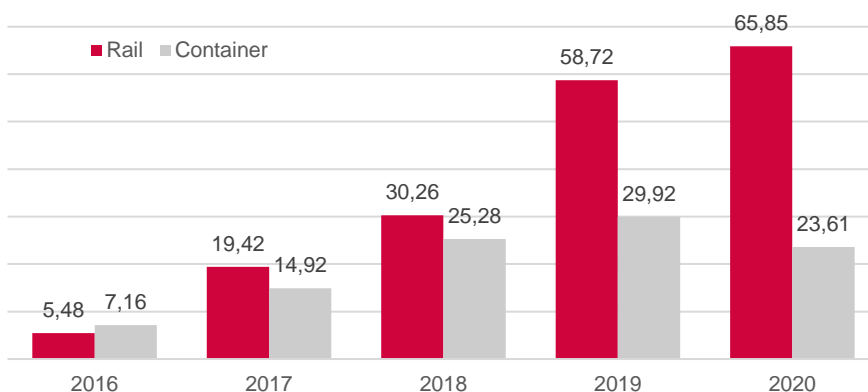
Ebenfalls im Container-Segment ist die Asset-Klasse **Wechselbrücken** enthalten, die weiterhin im Investitionsfokus der Gesellschaft bleiben wird. Eine nach Seecontainer und Wechselbrücke getrennte Umsatzdarstellung liegt für das vergangene Geschäftsjahr nicht vor. Die Gesellschaft berichtet aber auf Grundlage eines leicht gestiegenen Asset-Bestandes sowie vor dem Hintergrund einer nur leicht rückläufigen Auslastung und einer konstanten Mietrate von einem Umsatzanstieg im Bereich Wechselbrücken.

Insgesamt lagen die Umsatzerlöse oberhalb der von der Gesellschaft publizierten Guidance, die Umsätze von über 117 Mio. € in Aussicht gestellt hatte. In unseren Schätzungen sind wir bislang von Umsätzen in Höhe von 119,15 Mio. € ausgegangen, die somit ebenfalls leicht übertroffen wurden.

Ergebnisentwicklung 2020

Trotz leichter Umsatzsteigerung lag das EBITDA mit 81,80 Mio. € (VJ: 84,60 Mio. €) und die entsprechende EBITA-Marge mit 66,0 % (VJ: 72,4 %) unterhalb des Vorjahreswertes. Die segmentbezogene Betrachtung des EBITDA zeigt auf, dass diese unterproportionale Ergebnisentwicklung vornehmlich dem Container-Segment zugeordnet werden kann:

Segmentbezogene EBITDA-Entwicklung (in Mio. €)



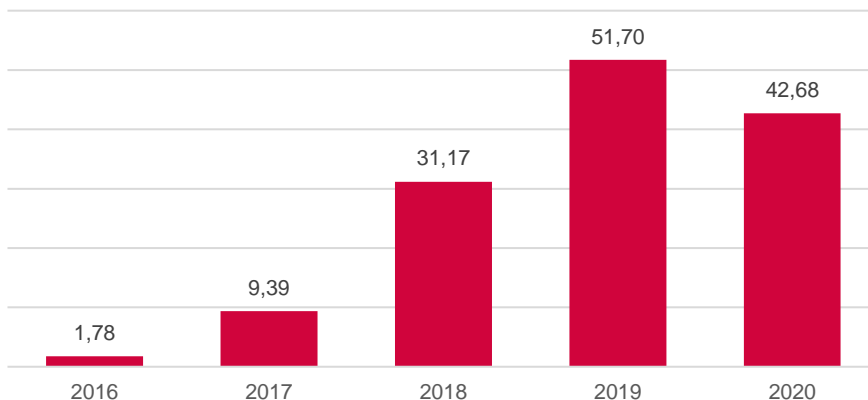
Quelle: Aves One AG; GBC AG

Das um -21,1 % rückläufige EBITDA im Container-Segment ist einerseits auf erhöhte Instandhaltungsmaßnahmen zurückzuführen, die insbesondere zur Stärkung des Wechselbrückenportfolios vorgenommen wurden. Darüber hinaus sind aufgrund der rückläufigen Preisentwicklung Verluste aus dem Verkauf von Seecontainern in Höhe von 5,82 Mio. € entstanden. Insgesamt reduzierte sich die EBITDA-Marge im Container-Segment auf 63,7 % (VJ: 75,8 %). Demgegenüber steht ein leichter Anstieg der Rentabilität im Rail-Segment auf 78,5 % (VJ: 77,2 %).

Die Veräußerung des Seecontainer-Portfolios zu einem Kaufpreis von 182,5 Mio. USD (147,10 Mio. €) erfolgte unterhalb des bisherigen bilanziellen Wertansatzes, so dass bereits zum 31.12.2020 ein Wertminderungsbedarf in Höhe von 33,04 Mio. € berücksichtigt wurde. Zusammen mit den aus dem insgesamt höheren Asset-Bestand resultierenden höheren Abschreibungen weist die Aves One AG einen signifikanten Anstieg der

Abschreibungen auf insgesamt 72,14 Mio. € (VJ: 32,90 Mio. €) auf. Damit reduzierte sich das EBIT sichtbar auf 9,64 Mio. € (VJ: 51,70 Mio. €). Bereinigt um die Wertminderung des Seecontainer-Bestandes hätte die Aves One AG ein EBIT in Höhe von 42,68 Mio. € ausgewiesen.

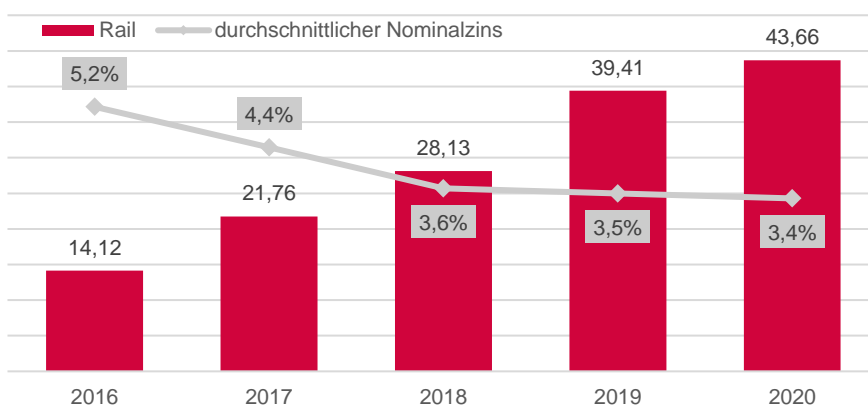
Bereinigtes* EBIT (in Mio. €)



Quelle: Aves One AG; GBC AG; *bereinigt um Wertminderung der Seecontainer-Assets

Auch der starke Rückgang des Finanzergebnisses in Höhe von insgesamt -63,76 Mio. € (VJ: -37,19 Mio. €) war von außerordentlichen Effekten geprägt. Während die Finanzaufwendungen im Zusammenhang mit dem Ausbau des Asset-Bestandes und damit aufgrund der Aufnahme neuer Verbindlichkeiten auf 43,66 Mio. € (VJ: 39,41 Mio. €) angestiegen sind, kam es zu Ergebnisbelastungen aus einem negativen Währungsergebnis auf in US-Dollar notierte Kredite in Höhe von -17,84 Mio. € (VJ: 3,40 Mio. €). Die Währungseffekte im Finanzergebnis haben keine Liquiditätsauswirkung und dürften in den kommenden Berichtsperioden aufgrund der Veräußerung des vornehmlich mit US-Dollar-Krediten finanzierten Seecontainer-Geschäftes keine große Rolle mehr spielen. Erwähnenswert ist an dieser Stelle die auch in 2020 erreichte Verbesserung bei den Kreditkonditionen auf ca. 3,4 % (VJ: 3,5 %). Noch Ende 2016 belief sich der durchschnittliche Nominalzinssatz auf 5,2 %:

Finanzaufwand (in Mio. €) und durchschnittliche Nominalverzinsung (in %)



Quelle: Aves One; GBC AG

Demzufolge weist die Aves One AG sowohl auf Ebene des Vorsteuerergebnisses als auch des Jahresüberschusses jeweils deutlich negative Werte auf. Das Vorsteuerergebnis in Höhe von -54,12 Mio. € (VJ: 14,50 Mio. €) wäre ohne Währungseffekte und außerordentlicher Wertminderung mit -3,24 Mio. € leicht negativ ausgefallen.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2020

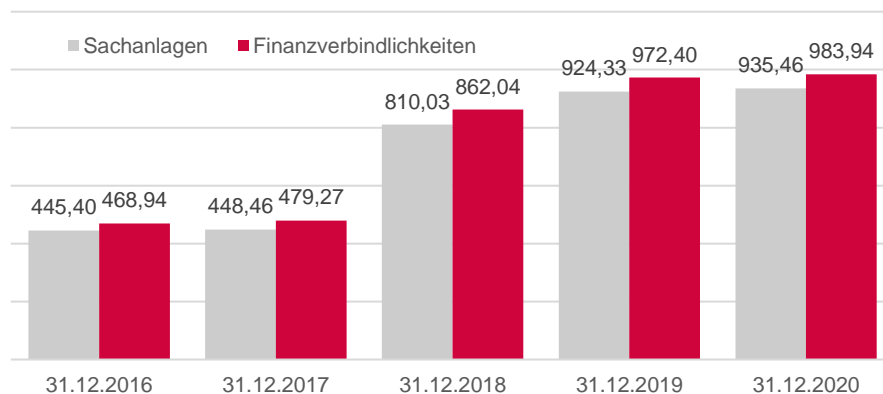
in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Eigenkapital (EK-Quote)	32,90 (3,6%)	41,64 (4,0%)	14,04 (1,4 %)
Operatives Anlagevermögen	810,03	924,33	935,46
Working Capital	40,31	45,53	28,71
Finanzverbindlichkeiten	862,04	972,40	983,94
Liquide Mittel	17,15	30,89	17,28
Cashflow (operativ)	51,00	80,01	86,96
Cashflow (Investition)	-397,97	-130,93	-84,92
Cashflow (Finanzierung)	349,12	64,65	-15,52

Quelle: Aves One AG; GBC AG

Das deutlich negative Nachsteuerergebnis hat das Eigenkapital auf 14,04 Mio. € (31.12.19: 41,64 Mio. €) erheblich gemindert. Mit der Umwandlung eines existierenden Darlehens in Höhe von 24,12 Mio. € wurde dieses als Hybridkapital dem Eigenkapital zugewiesen, so dass der Rückgang des Eigenkapitals zum Teil aufgefangen wurde. Die bereits niedrige EK-Quote der vergangenen Geschäftsjahre hatte sich zum 31.12.2020 nochmals auf 1,4 % (VJ: 4,0 %) reduziert. Weitere Maßnahmen zur Stärkung des Eigenkapitals und der Finanzierungstärke könnten noch im laufenden Geschäftsjahr erfolgen. Bereits mit der Veräußerung der Seecontainer-Assets und der daraus resultierenden Verkürzung der Bilanzsumme um 147,03 Mio. € sollte die Aves One AG aber zeitnah eine Verbesserung der EK-Quote erreichen.

Trotz weiterer Investitionen in den Rail-Bereich und bei den Wechselbrücken in Höhe von insgesamt 115,53 Mio. € kletterte der Asset-Bestand nur vergleichsweise moderat auf 935,46 Mio. € (31.12.19: 924,33 Mio. €). Die außerordentlichen Abschreibungen auf Seecontainer-Assets in Höhe von 33,04 Mio. € standen dabei einem stärkeren Anstieg entgegen. Gegenüber den vergangenen Geschäftsjahren hat sich die Dynamik beim Ausbau des Rail-Waggons und Wechselbrücken verlangsamt, was unter anderem auf Verzögerungen im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie zurückzuführen ist. Die Finanzierung des Asset-Bestandes wird über einen Mix aus Bankkrediten, Direktinvestments, Finanzierungen institutioneller Investoren oder Unternehmensanleihen abgedeckt. Analog zu den Neuinvestitionen kletterten die Finanzverbindlichkeiten auf 983,94 Mio. € (31.12.19: 972,40 Mio. €), vornehmlich durch die Aufnahme neuer Bankverbindlichkeiten und durch die Ausgabe neuer Anleihen. Dabei wurde der durchschnittliche Nominalzinssatz weiter auf 3,4 % (VJ: 3,5 %) verbessert. Weitere Verbesserungen sind hier insbesondere durch den Verkauf des vergleichsweise teurer finanzierten Seecontainer-Bereiches zu erwarten.

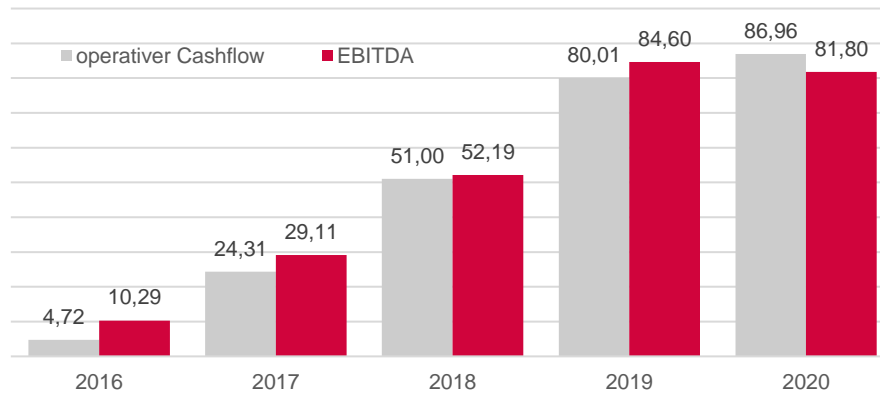
Asset-Bestand und Finanzverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: Aves One AG; GBC AG

Dass die Sondereffekte, die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 zum deutlich negativen Nachsteuerergebnis und damit zum starken Rückgang des Eigenkapitals geführt haben, keine Liquiditätsauswirkung hatten, lässt sich am unverändert hohen operativen Cashflow in Höhe von 86,96 Mio. € (VJ: 80,01 Mio. €) ablesen. Es liegt dabei ein für die Aves One AG typisches Bild vor, wonach der operative Cashflow in der Regel sehr nahe am EBITDA liegt:

Operativer Cashflow und EBITDA (in Mio. €)



Quelle: Aves One AG; GBC AG

Angesichts der etwas geringeren Neuinvestitionsaktivität lag der Investitionscashflow mit -84,92 Mio. € (VJ: -130,93 Mio. €) über dem Vorjahreswert und auf dem Niveau des operativen Cashflows. Dies hat die Aves One AG in die Lage versetzt, die Finanzverbindlichkeiten im Saldo nicht erheblich auszuweiten.

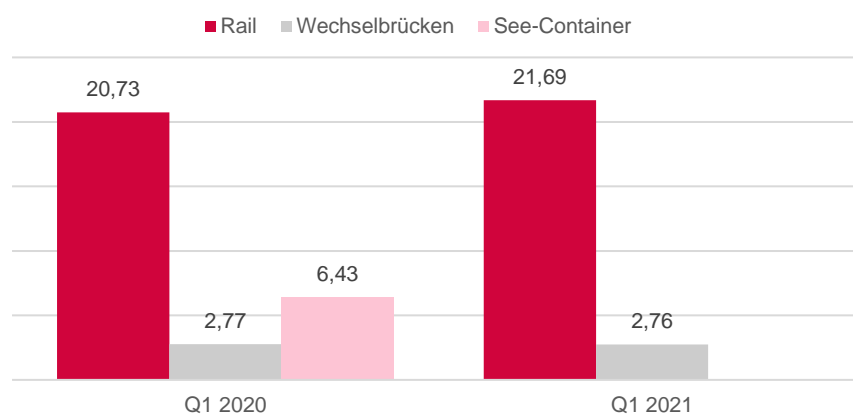
Geschäftsentwicklung Q1 2021

GuV (in Mio. €)	Q1 2020	Q1 2020*	Q1 2021*
Umsatzerlöse	33,73	27,30	24,64
EBITDA	21,72	17,22	17,79
EBIT	12,68	9,98	9,13
EAT	3,86	1,90	10,26

Quelle: Aves One AG; GBC AG; *nur fortgeführte Bereiche (ohne Seecontainer-Geschäft)

Für die ersten drei Monate 2021 hat die Aves One AG erstmals um die Veräußerung des Seecontainer-Geschäftes bereinigte Zahlen publiziert. Zumindest bei den Umsatzerlösen, beim EBITDA und beim EBIT wird ein aussagekräftiges Bild zu den beiden fortgeführten Asset-Klassen Rail und Wechselbrücken vermittelt. Zwar reduzierten sich dabei die Umsatzerlöse insgesamt auf 24,64 Mio. € (VJ: 27,30 Mio. €), im Vorjahreswert waren jedoch Erlöse aus der Veräußerung des Storage-Parks in Höhe von 3,39 Mio. € enthalten. Bereinigt um diesen außerordentlichen Ertrag weist die Aves One AG eine Umsatzsteigerung in Höhe von 3,1 %. Hierzu haben ausschließlich die um 4,7 % auf 21,69 Mio. € (VJ: 20,73 Mio. €) höheren Umsätze des Kernsegments Rail beigetragen, die vom Ausbau des Rail-Portfolios profitiert haben. Demgegenüber steht eine auf konstante Entwicklung der Umsätze im Container-Bereich.

Q1-Umsatzentwicklung nach Asset-Klassen (in Mio. €)



Quelle: Aves One AG; GBC AG

Analog zum bereinigten Umsatzanstieg in Höhe von 3,1 % kletterte das EBITDA um 3,3 % auf 17,79 Mio. € (VJ: 17,22 Mio. €). Aufgrund des gestiegenen Asset-Bestandes und der damit einhergehenden höheren Abschreibungen reduzierte sich das EBIT hingegen um -8,5 % auf 9,13 Mio. € (VJ: 9,98 Mio. €).

Trotz dieser leichten Reduktion erhöhte sich das EBT signifikant auf 10,28 Mio. € (VJ: 3,23 Mio. €). Zwar werden die operativen Kennzahlen der veräußerten Seecontainer dem aufgegebenen Bereich zugeordnet, die Seecontainer-Finanzschulden und die damit zusammenhängenden Aufwendungen sowie Wechselkurseffekte werden jedoch weiterhin dem fortgeführten Geschäft zugeordnet. Das Finanzergebnis in Höhe von 1,15 Mio. € (VJ: -6,75 Mio. €) war dabei besonders stark von Wechselkurseffekten in Höhe von 9,12 Mio. € sowie von einer Bewertung der Finanzinstrumente in Höhe von 1,69 Mio. € stark positiv beeinflusst. Bereinigt um die „Seecontainer-Effekte“ im Finanzergebnis hätte die Aves One AG ein EBT in Höhe von 1,78 Mio. € (VJ: 3,20 Mio. €) ausgewiesen. Der Rückgang ist auf die höheren Finanzaufwendungen in den fortgeführten Bereichen, als Folge des ausgebauten Asset-Bestandes, zurückzuführen.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	123,85	104,88	118,24	127,55
EBITDA	81,80	73,40	83,36	90,34
EBITDA-Marge	66,0%	70,0%	70,5%	70,8%
EBIT	9,64	40,35	45,31	49,45
EBIT-Marge	7,8%	38,5%	38,3%	38,8%
Jahresüberschuss	-56,96	0,09	7,72	9,32
EPS in €	-4,38	0,01	0,59	0,72

Quelle: GBC AG

Auch das laufende Geschäftsjahr 2021 wird bei der Aves One AG von den Effekten aus der Veräußerung des Seecontainer-Portfolios geprägt sein, dessen Abwicklung in den kommenden Monaten abgeschlossen sein dürfte. Mit der bereits zum 01. Januar 2021 erfolgten wirtschaftlichen Übergabe der veräußerten Assets wird der Großteil der Umsätze des Container-Segments wegfallen, was bei der Aves One AG in Summe zu einer rückläufigen Umsatzentwicklung führen wird. Nach unseren Berechnungen dürfte der weggefallene Umsatzanteil bei etwa 27 Mio. € liegen.

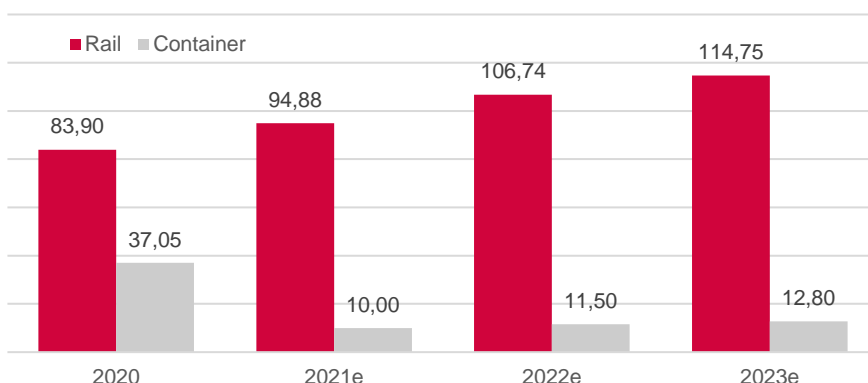
Mit der Aufgabe des Seecontainer-Geschäftes ist die Aves One AG in der Lage, eine noch stärkere Fokussierung auf das wachstumsstarke und deutlich rentablere Rail-Segment und Wechselbrücken-Segment umzusetzen. Gleichzeitig wird die Verlässlichkeit der Geschäftsentwicklung, unter anderem aufgrund des Wegfalls von Wechselkurseffekten, zunehmen sowie insgesamt die Konzern-Rentabilität deutlich ansteigen. Dabei lag im Container-Segment, welches als reines Commodity-Geschäft zu betrachten ist, ein rückläufiger Trend bei den Renditen vor. Ein wichtiger Erfolgsfaktor für die rentable Vermietung von Seecontainern ist die Fähigkeit zur günstigen Refinanzierung mit US-Dollar-Krediten. Im Portfolio-Vergleich sind die Seecontainer-Kredite der Aves One AG aber vergleichsweise hoch verzinst, weswegen dieser Geschäftsbereich nicht an das Renditeniveau des Rail-Segments anknüpfen konnte.

Umsatzprognosen 2021 - 2023

Unter Berücksichtigung des Wegfalls der Seecontainer-Umsätze prognostiziert der Aves One-Vorstand für das laufende Geschäftsjahr Umsatzerlöse in Höhe von über 100 Mio. €, davon mehr als 92 Mio. € aus dem Rail-Segment sowie mehr als 8 Mio. € aus dem Bereich der Wechselbrücken. Auch wenn die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie naturgemäß nicht abzusehen sind, so erkennt das Management eine Zunahme bei den Auslastungsraten im Rail-Bereich, die im vergangenen Geschäftsjahr noch leicht rückläufig waren. Auch im Wechselbrückenbereich wird von einer leichten Verbesserung der Auslastungsquote ausgegangen.

Für das laufende Geschäftsjahr 2021 gehen wir davon aus, dass die Gesellschaft die anvisierte Umsatzmarke von mindestens 100 Mio. € mit von uns erwarteten Umsätzen in Höhe von 104,88 Mio. € leicht übertreffen sollte. Alleine die in 2020 neu hinzugekommenen 779 Güterwagen sowie die in 2021 bereits erworbenen Güterwagen in Höhe von 11,4 Mio. € sollten den Großteil des von uns für das Rail-Segment unterstellten Umsatzanstiegs auf 94,88 Mio. € (+14,9 %) decken. Der Container-Bereich wird ab dem laufenden Geschäftsjahr nur noch die Asset-Klasse Wechselbrücken enthalten und dürfte gemäß unseren Erwartungen somit einen sichtbaren Umsatzrückgang auf 10,00 Mio. € ausweisen.

Umsatzprognose nach Segmenten (in Mio. €)



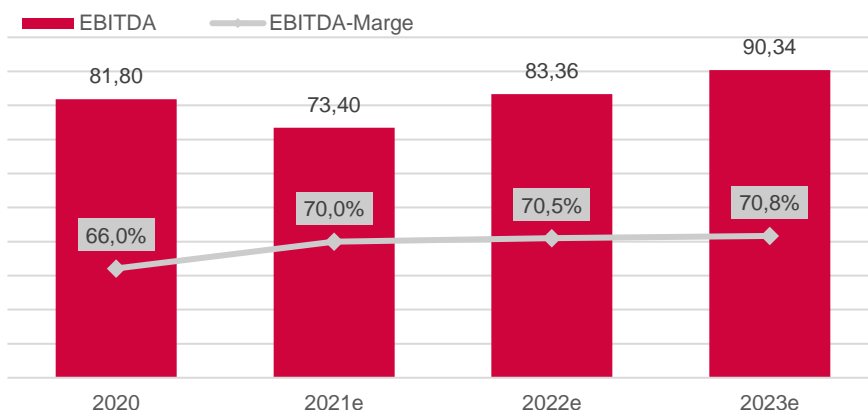
Quelle: GBC AG

Die von uns für den Rail-Bereich unterstellte weitere Steigerung der Umsätze für 2022 und 2023 in Höhe von jeweils 12,7 % (2022e) respektive 7,9 % (2023e) basiert auf der Annahme eines weiteren Ausbaus des Güterwagenbestandes. Auch wenn wir dies im Rahmen dieser Studie nicht explizit unterstellen, sollte die Aves One AG zunächst eine Stärkung des Eigenkapitals umsetzen. Die Finanzierung weiterer Asset-Zukäufe dürfte dann wieder über den klassischen Mix aus Banken- und Anleihefinanzierungen erfolgen, wobei der Fokus weiter auf der Reduktion der Finanzierungskosten liegen dürfte. Nach der Rückzahlung der Kredite wird die Aves One AG aus der Seecontainer-Transaktion einen Liquiditätszugang in Höhe von 23,8 Mio. USD (19,8 Mio. €) generieren. Zusammen mit einer vorhandenen Finanzierungslinie in Höhe von 75,0 Mio. € verfügt die Gesellschaft über die finanziellen Mittel für den weiteren Asset-Ausbau.

Ergebnisprognosen 2021 - 2023

Besonders ergebnisseitig wird das laufende Geschäftsjahr 2021 noch ein „Übergangsjahr“ sein. Zwar hat der wirtschaftliche Übergang der veräußerten Seecontainer zum 01. Januar 2021 stattgefunden, bis zur Übergabe der Assets werden die damit verbundenen Finanzaufwendungen jedoch der Aves One AG zugeordnet. Auf Ebene des Vorsteuerergebnisses sowie Nachsteuerergebnisses wird damit erst ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 der „eingeschwungene“ Zustand ohne Seecontainer-Bereich ersichtlich werden. Zudem können auch Wechselkurseffekte der US-Dollar-Kredite das Finanzergebnis des laufenden Geschäftsjahres 2021 beeinflussen, was wir jedoch nicht in unseren Prognosen berücksichtigen können.

Prognose EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



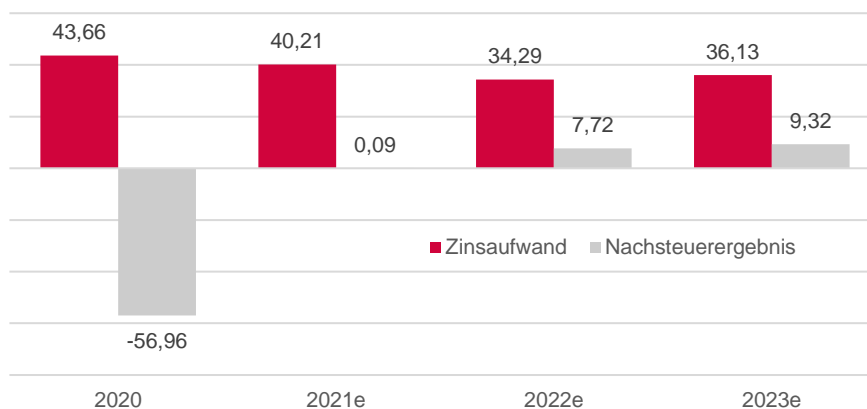
Quelle: Aves One; GBC AG

Auf EBITDA- und EBIT-Ebene wird aber bereits im laufenden Geschäftsjahr ein aussagekräftiges Bild der beiden Geschäftsbereiche Rail und Container (Wechselbrücken) vorliegen. Gemäß Unternehmensprognose wird mit einem EBITDA von über 70 Mio. € und damit mit einer Verbesserung der EBITDA-Marge auf etwa 70 % (2020: 66,0 %) gerechnet. Bei einer damit sichtbaren Steigerung des Rentabilitätsniveaus dürfte der absolute EBITDA-Rückgang teilweise abgedefert werden. Für das Rail-Segment erwartet das Aves One-Management ein EBITDA in Höhe von mehr als 64 Mio. € und für das Container-Segment in Höhe von mehr als 6 Mio. €. Besonders im Container-Segment ergibt sich nach der Seecontainer-Veräußerung eine deutliche Margensteigerung auf dann ca. 80 % (VJ: 56,0 %).

Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir konservativ mit einem nur moderaten Anstieg der EBITDA-Marge, welcher in erster Linie durch eine leicht unterproportionale Entwicklung der Overhead-Kosten unterstützt werden sollte. Höhere Skaleneffekte sind hier möglich.

Für das laufende Geschäftsjahr 2021 berücksichtigen wir noch die anteiligen Finanzaufwendungen der US-Dollar-Kredite. Erst ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 sollte daher ein starker Rückgang der Finanzaufwendungen vorliegen, mit einer entsprechend positiven Auswirkung auf das Vor- und Nachsteuerergebnis:

Finanzaufwand und Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: Aves One AG; GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

Die Aves One AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 bis 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,5 % (bisher: 10,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 70,8 % 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 dem 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: 9,95 %) (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: 3,20%).

Bewertungsergebnis

Wir haben im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ein neues Kursziel in Höhe von 14,50 € (bisher: 13,50 €) ermittelt. Die Kurszielanhebung ist ein Resultat der erstmals in die konkrete Schätzperiode einbezogenen Schätzungen für das Geschäftsjahr 2023, womit eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase unseres Modells vorliegt.

DCF-Modell

Aves One AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	70,8%	ewige EBITA - Marge	42,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	38,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	104,88	118,24	127,55	137,11	147,39	158,45	170,33	183,11	
US Veränderung	-13,2%	12,7%	7,9%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	
EBITDA	73,40	83,36	90,34	97,12	104,40	112,23	120,65	129,70	
EBITDA-Marge	70,0%	70,5%	70,8%	70,8%	70,8%	70,8%	70,8%	70,8%	
EBITA	40,35	45,31	49,45	57,28	61,39	66,15	71,61	77,81	
EBITA-Marge	38,5%	38,3%	38,8%	41,8%	41,6%	41,7%	42,0%	42,5%	42,5%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-12,10	-13,59	-14,83	-17,19	-18,42	-19,84	-21,48	-23,34	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	28,24	31,72	34,61	40,10	42,97	46,30	50,13	54,47	
Kapitalrendite	2,9%	3,4%	3,3%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,5%
Working Capital (WC)	35,00	41,00	49,55	53,27	57,26	61,56	66,17	71,14	
WC zu Umsatz	33,4%	34,7%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	
Investitionen in WC	-6,29	-6,00	-8,55	-3,72	-3,99	-4,29	-4,62	-4,96	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	888,35	1000,71	1098,08	1185,82	1270,37	1351,86	1430,39	1506,07	
AFA auf OAV	-33,06	-38,05	-40,90	-39,83	-43,02	-46,08	-49,04	-51,89	
AFA zu OAV	3,7%	3,8%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	
Investitionen in OAV	20,43	-150,42	-138,26	-127,57	-127,57	-127,57	-127,57	-127,57	
Investiertes Kapital	923,35	1041,71	1147,63	1239,09	1327,64	1413,42	1496,56	1577,21	
EBITDA	73,40	83,36	90,34	97,12	104,40	112,23	120,65	129,70	
Steuern auf EBITA	-12,10	-13,59	-14,83	-17,19	-18,42	-19,84	-21,48	-23,34	
Investitionen gesamt	14,14	-156,42	-146,81	-131,29	-131,56	-131,86	-132,19	-132,53	
Investitionen in OAV	20,43	-150,42	-138,26	-127,57	-127,57	-127,57	-127,57	-127,57	
Investitionen in WC	-6,29	-6,00	-8,55	-3,72	-3,99	-4,29	-4,62	-4,96	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	75,44	-86,65	-71,31	-51,35	-45,58	-39,48	-33,02	-26,18	1804,72

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	1116,24	1240,07
Barwert expliziter FCFs	-318,62	-242,58
Barwert des Continuing Value	1434,86	1482,65
Nettoschulden (Net debt)	927,35	1038,28
Wert des Eigenkapitals	188,89	201,78
Fremde Gewinnanteile	-0,13	-0,13
Wert des Aktienkapitals	188,76	201,65
Ausstehende Aktien in Mio.	13,02	13,02
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,50	15,49

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,76
Eigenkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	10,0%
Fremdkapitalkosten	3,2%
Zielgewichtung	90,0%
Taxshield	18,9%
WACC	3,3%

Kapitalrendite	WACC				
	3,31%	3,32%	3,33%	3,34%	3,35%
3,50%	14,87	13,95	13,06	12,17	11,30
3,51%	15,60	14,68	13,78	12,89	12,01
3,52%	16,34	15,41	14,50	13,61	12,72
3,53%	17,07	16,14	15,23	14,33	13,44
3,54%	17,81	16,87	15,95	15,04	14,15

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,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



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de