



Researchstudie (Anno)

HOMES & HOLIDAY

„Geschäftsjahr 2021 mit dynamischer Umsatzentwicklung und dem Erreichen des operativen Break-Evens abgeschlossen“

„Deutliche Zuwächse auf Umsatz- und Ergebnisebene auch für das laufende Geschäftsjahr erwartet“

„Die verfolgte Wachstumsstrategie sollte auch zukünftig zu einer positiven operativen Entwicklung führen“

Kursziel: 3,10 €/Akte

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 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: 22.08.2022 (9:30 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 22.08.2022 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Homes & Holiday AG* 5a,5b,6a,10,11

Kursziel: 3,10 €

Rating: Kaufen

aktueller Kurs: 1,29
19.08.2022 / Xetra (17:36 Uhr)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A3E5E63
WKN: A3E5E6
Börsenkürzel: HHH
Aktienanzahl³: 2,60
Marketcap³: 3,36
EnterpriseValue³: 3,08³ in Mio.
/ in Mio. EUR
Freefloat: 32,0%

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr
(Open Market)

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
MWB Fairtrade Wertpapier-
handelsbank AG

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

*Katalog möglicher Interes-
senskonflikte auf Seite 21

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien und Tourismus

Schwerpunkt: Immobilienvermittlung mit Fokus auf
Ferienimmobilien

Feste Mitarbeiter (Ø 2021): 13

Standorte Kernregion Balearen: 9
(Vertriebsstandorte Franchise-Partnernetzwerk)

Firmensitz: München

Vorstand: Joachim Semrau (CEO)

Die Homes & Holiday AG (H&H) mit Sitz in München hat sich als erstes Franchisesystem auf Ferienimmobilien spezialisiert und ist seit dem Juli 2018 an der Börse gelistet. Innerhalb eines integrierten Geschäftsmodells bietet die börsennotierte Gruppe alle Dienstleistungen vom klassischen Maklergeschäft, Ferienvermietung bis Property Management (über externe Dienstleister) an. Der Konzern umfasst die Tochtergesellschaften Porta Mondial und Porta Mallorquina. Dabei konzentriert sich die Gruppe mit ihren Standorten auf den Kernmarkt Mallorca und die gesamten Balearen, Europas attraktivste Märkte für Ferienimmobilien. Dort gehört das Tochterunternehmen Porta Mallorquina (porta-mallorquina.de) zu den führenden Immobilienmaklern (Top-3-Marktpositionierung) und auf portaholiday.de stehen über 3.000 Objekte für die Buchung von attraktiven Urlaubsreisen zur Auswahl.



GuV in Mio. € \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	1,64	1,91	1,99	2,10	2,21
EBITDA	-0,19	1,49	0,43	0,54	0,75
EBIT	-1,57	1,47	0,41	0,52	0,73
Nettoergebnis (EAT)	-1,70	0,17	0,40	0,51	0,72

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,13	0,07	0,16	0,20	0,28
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,88	1,62	1,55	1,47	1,40
EV/EBITDA	neg.	2,07	7,17	5,71	4,11
EV/EBIT	neg.	2,10	7,52	5,93	4,23
KGV	neg.	19,75	8,39	6,58	4,66
	neg.				

Finanztermine

August 2022: Hauptversammlung
Oktober 2022: Halbjahresbericht 2022

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

15.12.2021: GBC Managementinterview

16.08.2021: GBC Managementinterview

01.10.2020: RS / 0,86 EUR* / KAUFEN

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

*vor Reverse-Aktionsplit

EXECUTIVE SUMMARY

- Die Homes & Holiday AG agiert als Ferienimmobilienspezialist in ihrer Kernregion Balearen in einem der attraktivsten Immobilienmärkte Europas. Auf dieser spanischen Inselgruppe wurden im vergangenen Jahr Immobilien im Gesamtwert von rund 6,60 Mrd. € (Quelle: Ministerio de Fomento) umgesetzt, wobei auf den Kernmarkt Mallorca der Löwenanteil entfiel. Die Gesellschaft zählt auf Mallorca zu den führenden (Top-3-Marktposition) Unternehmen im Maklerbusiness und besitzt damit eine gute Ausgangslage für zukünftiges Wachstum.
- Im vergangenen Geschäftsjahr 2021 konnte der H&H-Konzern einen deutlichen Anstieg der Konzernumsatzerlöse um 16,0% auf 1,91 Mio. € (VJ: 1,64 Mio. €) erreichen, wobei nahezu alle erwirtschafteten Umsatzerlöse auf das Maklerbusiness entfielen. Der signifikante Umsatzzuwachs resultierte aus einem um 87,0% auf 122,0 Mio. € (VJ: 65,0 Mio. €) angestiegenen Gesamtwert der vermittelten Immobilienobjekte durch das FranchisepartnerNetz des Unternehmens.
- Parallel zu den deutlichen Erlöszuwächsen wurden ebenfalls auf allen Ergebnissebenen signifikante Verbesserungen erreicht. So wurde das EBITDA im vergangenen Geschäftsjahr mit erzielten 1,49 Mio. € (VJ: -0,19 Mio. €) deutlich in den positiven Bereich gedreht. Hierbei hat die Gesellschaft von einem nicht liquiditätswirksamen Entkonsolidierungsgewinn in Höhe von 1,22 Mio. € aufgrund eingestellter Geschäftsaktivitäten profitiert. Korrigiert um diesen Sonderertrag wurde ein bereinigtes EBITDA in Höhe von 0,26 Mio. € erwirtschaftet. Damit hat die Gesellschaft seine Ergebnisguidance (operativer Break-Even auf EBITDA-Basis) erreicht. Auf Nettoebene wurde ein positives Jahresergebnis in Höhe von 0,17 Mio. € (VJ: -1,70 Mio. €) erzielt.
- Auch für das laufende Geschäftsjahr ist das Management des Unternehmens positiv gestimmt und erwartet eine Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses. So rechnet die Gesellschaft sowohl auf Netto-Umsatz- als auch auf Ergebnis-Ebene mit Verbesserungen gegenüber dem Vorjahr.
- Vor dem Hintergrund der bisher erzielten geringeren Umsatzdynamik als von zunächst erwartet, senken wir unsere bisherige Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr 2022 auf 1,99 Mio. € (zuvor: 3,41 Mio. €). Andererseits erhöhen wir aufgrund der über unseren Erwartungen liegenden Ertragskraft bzw. Margenperformance unsere bisherige Nettoergebnisschätzung für diese Geschäftsperiode leicht auf 0,40 Mio. € (zuvor: 0,38 Mio. €).
- Für die Folgejahre 2023 und 2024 rechnen wir mit einer Fortsetzung des positiven Umsatztrends und erwarten einen weiteren Umsatzanstieg auf 2,10 Mio. € (GJ 2023) bzw. 2,21 Mio. € (GJ 2024e). Bedingt durch den Plattformansatz des Konzerns rechnen wir parallel zur erwarteten Umsatzentwicklung mit dem Einsetzen von deutlichen Skaleneffekten. Entsprechend erwarten wir für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 ein Nettoergebnis von 0,51 Mio. € bzw. 0,72 Mio. €.
- Insgesamt sind wir davon überzeugt, dass es dem Unternehmen gelingt, durch ihr starkes FranchisepartnerNetz und die gute Positionierung im Kernmarkt Mallorca von der anhaltend hohen Immobiliennachfrage auf den Balearen deutlich zu profitieren und damit die Marktposition weiter auszubauen. Parallel hierzu sollte die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells auch dazu führen, dass durch das erwartete Wachstum die Konzernprofitabilität überproportional ansteigt.

- **Nachdem durchgeführten Reverse-Aktiensplits und der damit verbundenen Verringerung der Aktienanzahl auf 2,60 Mio. (statt zuvor 13,0 Mio.), haben wir unser bisheriges Kursziel nun auf 3,10 € angepasst. Kurszielmindernd wirkten angestiegene Kapitalkosten (Anstieg des risikofreien Zinses auf 1,25%, statt zuvor 1,00%) und die prognostizierte geringere Umsatzdynamik und das hiermit verbundene geringere Ausgangsniveau für die nachfolgenden Schätzperioden. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus und des sich auch auf Nettoebene anbahnenden Turnarounds, vergeben wir aber das Rating „Kaufen“ und sehen ein signifikantes Kurspotenzial.**

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	5
Unternehmensstruktur der Homes & Holiday-Gruppe.....	5
Aktionärsstruktur	5
Geschäftsmodell (Equity Story).....	5
Markt und Marktumfeld	8
Wohn-/Ferienimmobilienmarkt auf den Balearen	8
Unternehmensentwicklung und Prognose.....	11
Geschäftsentwicklung 2021	11
Umsatz- und Ergebnisentwicklung.....	11
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

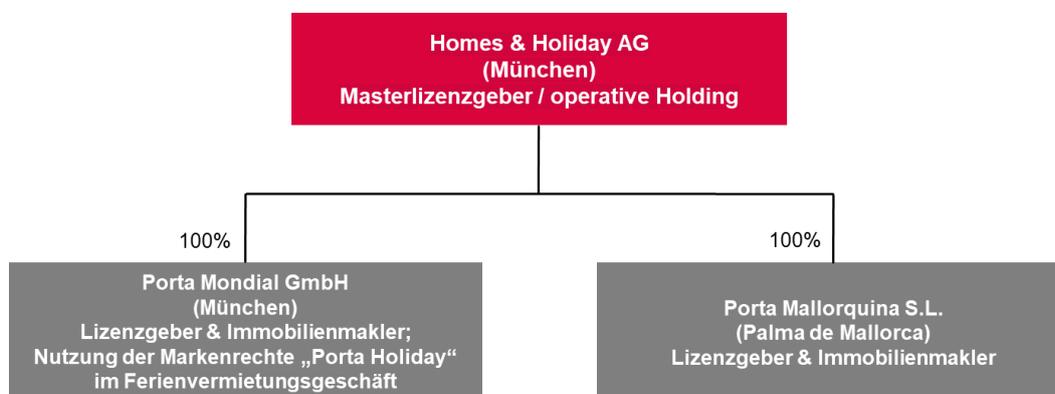
UNTERNEHMEN

Unternehmensstruktur der Homes & Holiday-Gruppe

Die Homes & Holiday AG (H&H) mit Sitz in München übt als reine Holdinggesellschaft bzw. Masterlizenzgeber für in Deutschland und Spanien ansässige Tochtergesellschaften, die als international tätige Lizenzgeber für die Vermarktung von Ferien- und Wohnimmobilien tätig sind, die Funktion einer Management- und Beteiligungsgesellschaft aus.

Mit der Porta Mondial GmbH und der Porta Mallorquina Real Estate S.L. besitzt die Homes & Holiday AG aktuell lediglich zwei Tochtergesellschaften, wobei die Beteiligungsquote jeweils 100,0% beträgt.

Die nachfolgende Grafik stellt die aktuelle Unternehmensstruktur dar:

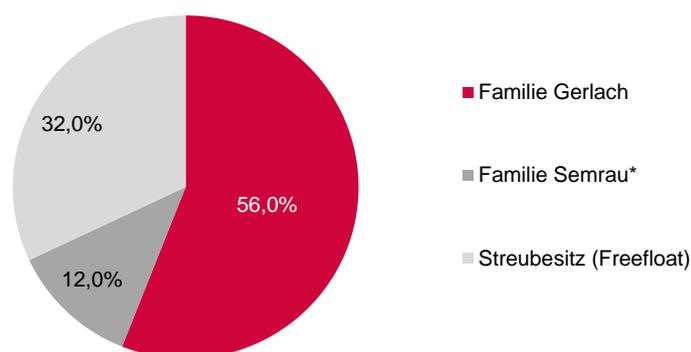


Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in % (Stand: August 2022)	
Familie Gerlach	56,0%
Familie Semrau (Joachim Semrau)	12,0%
Streubesitz (Freefloat)	32,0%

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG



*Dem Vorstand Joachim Semrau zuzurechnen

Geschäftsmodell (Equity Story)

Die H&H-Gruppe 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.

Der regionale operative Fokus der Gruppe lag in den vergangenen Jahren auf Spanien bzw. Balearen, dem beliebtesten Reiseziel der Deutschen in Europa – mit dem Kernmarkt Mallorca. In Deutschland befindet sich der Firmensitz in München.

Geschäftsmodell allgemein



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

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 Positionierung hat sich die H&H mit der Kernmarke „**Porta Mallorquina**“ im Hauptmarkt Mallorca, einem der bedeutendsten Immobilienmärkte Europas, zum führenden Makler im Internet und zugleich zu einem der Top-3 Immobilienmakler auf der Insel entwickelt.

Kernmarke Porta Mallorquina – die Nr. 1 im Internet



- ✓ Etablierte Marke seit 2005
- ✓ 9 Franchise-Shops auf Mallorca mit über 60 Mitarbeitern/Beratern
- ✓ Einer der Top 3 Makler der Insel mit mehr als 2.000 Immobilien zur Auswahl
- ✓ Die Nummer 1 für Mallorca Immobilien im Internet mit bis zu 100.000 Besuchern pro Monat
- ✓ Hoher Ranking- und Markenwert
- ✓ Hoher Bekanntheitsgrad aus Print, TV












porta-mallorquina.de

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Multichannel-Vertrieb im Maklerbusiness



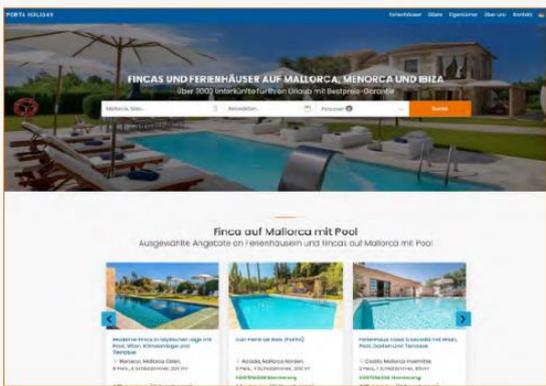
Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Für Ferienimmobilienurlaub auf den Balearen wurde eigens die Marke „**Porta Holiday**“ geschaffen. Mit einem Objektbestand von rund 3000 Ferienimmobilien gehört das Unternehmen Porta Holiday zu den beiden führenden Ferienvermietungsgesellschaften auf Mallorca. Das Ferienvermietungsgeschäft betreibt H&H über die Porta Mondial in Kooperation mit dem Unternehmen Bookipty (Holidu-Gruppe). Im Rahmen dessen konzentriert sich H&H auf die Vermarktung der Objekte über das Portal portaholiday.de. Der Partner übernimmt die Kundenbetreuung vor Ort und die Buchungsabwicklung und trägt damit den Großteil der Kosten, die mit der Abwicklung des Ferienvermietungsgeschäfts verbunden sind. Dementsprechend erhält H&H auch einen kleinen Anteil aus dem mit dem Ferienvermietungsgeschäft erzielten Umsatzerlöse (Revenue-Sharing-Modell mit Kooperationspartner).

Porta Holiday – Einer der größten Ferienvermieter auf Mallorca



- ✓ Tourismus zweiter Geschäftsbereich
- ✓ Einer der großen Ferienvermieter
- ✓ Über 3.000 Objekte im Portfolio
- ✓ Seit 2021 Kooperation mit Bookipty (Holidu-Gruppe)
- ✓ Partner übernimmt Kundenbetreuung vor Ort & Buchungsabwicklung
- ✓ Homes & konzentriert sich auf Vermarktung über portaholiday.de
- ✓ Vorteile der Kooperation:
 - ✓ Sehr niedrige Kosten
 - ✓ Schon 2022 Gewinnbeitrag im mittleren fünfstelligen Euro-Bereich mit moderaten Steigerungsmöglichkeiten



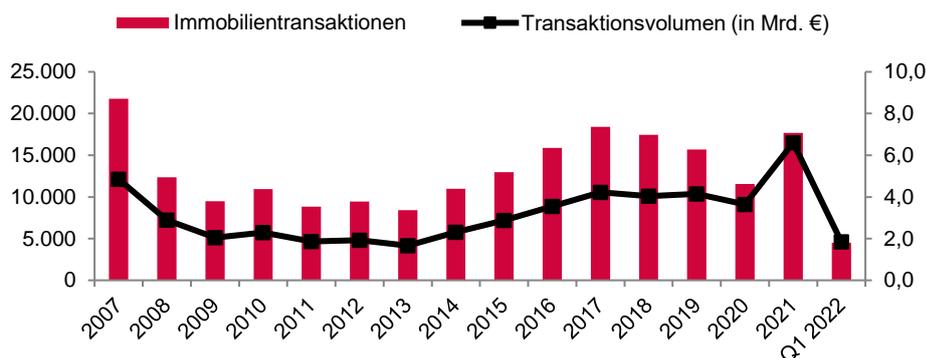
portaholiday.de

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Vor dem Hintergrund der verstärkten Fokussierung der H&H-Gruppe auf das Makler-Business auf den Balearen, konzentriert sich unsere Marktbetrachtung speziell auf diese spanische Region.

Wohn-/Ferienimmobilienmarkt auf den Balearen

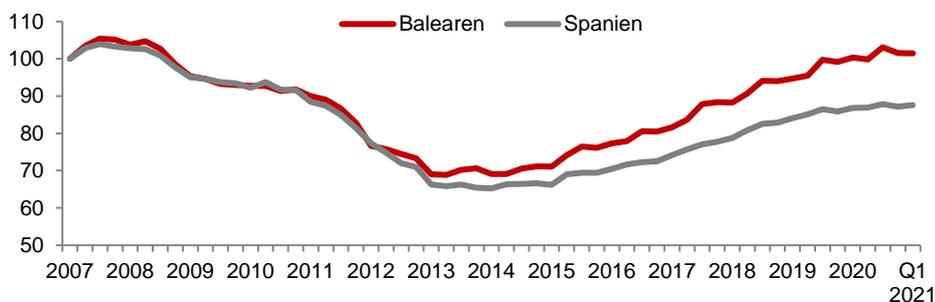


Quelle: Ministerio de Fomento; GBC AG

Der Immobilienmarkt auf den Balearen ist seit dem Jahr 2014 nahezu stetig gewachsen. Lediglich im Jahr 2020 gab es coronabedingt einen deutlichen Rückgang. Im vergangenen Jahr 2021 hat sich der Immobilienmarkt auf den Balearen aufgrund der konjunkturellen Erholung, dem Wegfall der Reisebeschränkungen sowie Lockerungen im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie wieder deutlich erholt. Entsprechend ist gemäß den Statistiken des spanischen Ministeriums für Inlandsentwicklung (Ministerio de Fomento) die Anzahl der verkauften Immobilien im vergangenen Jahr um 52,9% auf 17.668 Objekte (VJ: 11.558) angestiegen. Dieser positive Trend setzte sich auch im laufenden Jahr fort. So haben bereits im ersten Quartal 2022 4.492 Immobilien den Besitzer gewechselt.

Parallel hierzu sind die Immobilienpreise auf den Balearen laut dem nationalen Statistikinstitut Spaniens (INE) seit dem Jahr 2014 nahezu durchgängig angestiegen. Selbst im Corona-Jahr 2020 haben sich die Immobilienpreise stabil entwickelt. Diese Entwicklung hat sich auch stabilisierend auf das Transaktionsvolumen in dieser Periode ausgewirkt.

Immobilienpreisindex Spanien und Balearen

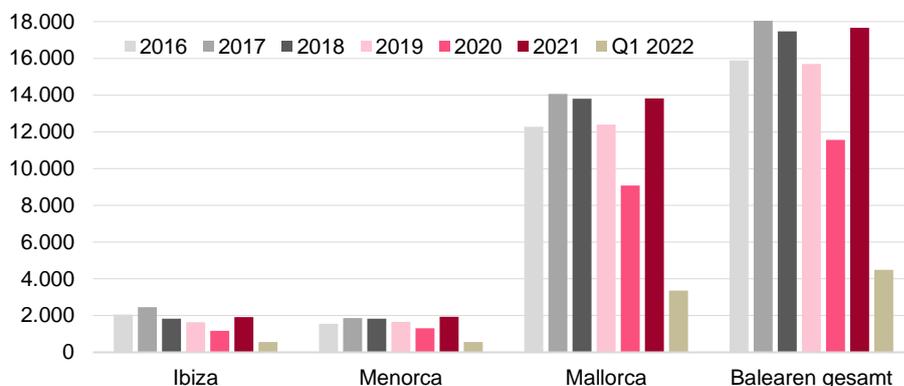


Quelle: INE; GBC AG

Innerhalb des balearischen Immobilienmarktes nimmt Mallorca, als größte Insel, erwartungsgemäß die Position des Hauptmarktes ein. Ein Großteil der Immobilientransaktionen auf den Balearen entfällt speziell auf diese Region. Laut einer aktuellen Studie

des spanischen Ministeriums für Inlandsentwicklung (Ministerio de Fomento) haben im Jahr 2021 13.813 Immobilienverkäufe auf Mallorca (VJ: 9.080) stattgefunden, was einem Anstieg von 52,1% im Vergleich zum Vorjahr gleichkommt.

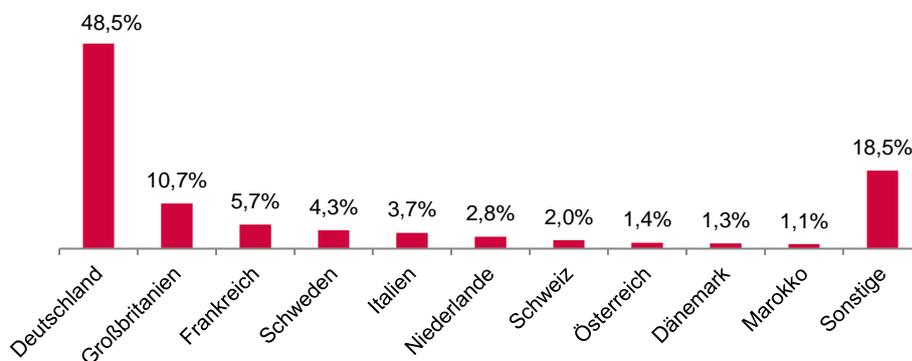
Anzahl der Wohnimmobilientransaktionen auf den Balearen



Quelle: Ministerio de Fomento, GBC AG

Einen wichtigen Anteil an der Immobilienmarktentwicklung auf den Balearen haben traditionell ausländische Käufer von Ferienwohnungen und hierbei insbesondere die Käufergruppen aus Deutschland und Großbritannien. Basierend auf einer Marktstudie des spanischen Grundbuchamts (Estadística Registral Inmobiliaria – ERI) lag der Ausländeranteil unter den Immobilienkäufern auf den Balearen in 2021 bei 32,7% (VJ: 29,6%).

Herkunft der ausländischen Wohnimmobilienkäufer auf den Balearen in 2021



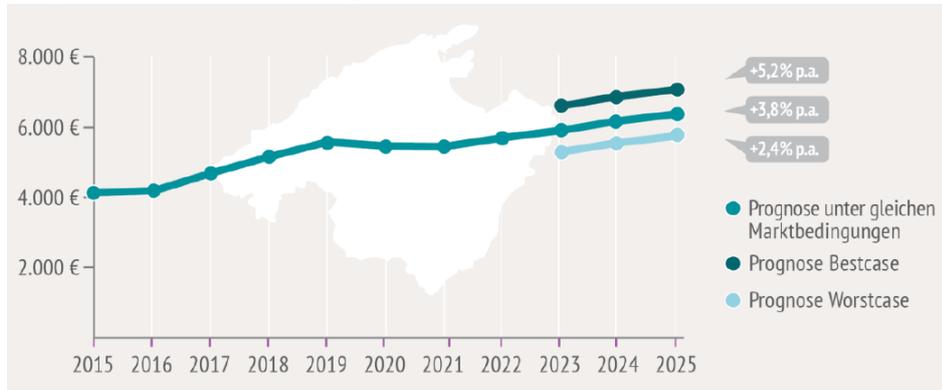
Quelle: ERI, GBC AG

Laut einer Studie (Untersuchungszeitraum 2021/22) des STI Center for Real Estate Studies (CRES) sind die Immobilienpreise auf Mallorca seit 2015 um rund 37,0% angestiegen, was einer jährlichen Steigerungsrate von ca. 4,6% entspricht. Die Marktexperten gehen davon aus, dass sich das Preisniveau auch in Zukunft positiv entwickeln wird, und erwarten unter gleichen Marktbedingungen, dass die Immobilienpreise bis 2025 jährlich um 3,8% ansteigen werden.

Zudem hat die Marktanalyse auch ergeben, dass im vergangenen Jahr der Quadratmeterpreis für eine Ferienimmobilie auf Mallorca um durchschnittlich 4,5% auf rund 5.300 Euro angestiegen ist. Im Südosten der Insel kletterten die Preise sogar um 18,0%. Im Luxussegment werden inzwischen bis zu 10.000 Euro je Quadratmeter gezahlt. Dennoch sind die Preise im Vergleich zum deutschen Immobilienmarkt immer noch niedrig – sowohl gegenüber den Top-7-Städten, als auch den Ferieninseln Norderney und Sylt

Darüber hinaus hat die Erhebung des CRES-Instituts gezeigt, dass Reisebeschränkungen und immer noch relativ niedrige Touristenzahlen bedingt durch die Corona-Pandemie keinen Einfluss auf die Nachfrage auf Ferienimmobilien auf Mallorca haben.

Prognose der Wertentwicklung des Immobilienmarktes auf Mallorca



Quelle: STI Center for Real Estate Studies (CRES)

Der H&H-Konzern ist mit seinem strategischen Fokus auf dem Maklergeschäft in der Kernregion Mallorca/Balearen in einem der attraktivsten Immobilienmärkte Europas aktiv. Der Immobilienmarkt in dieser Region hat sich in den vergangenen Jahren recht stabil gezeigt und dass v.a. aufgrund der anhaltend hohen Immobiliennachfrage. Durch seine gute Positionierung auf den Balearen, sollte es dem Unternehmen gelingen, die vorhandenen Marktpotenziale konsequent zu nutzen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG UND PROGNOSE

Geschäftsentwicklung 2021

in Mio. €	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
Umsatzerlöse	2,21	1,64	1,91
EBITDA	-1,80	-0,19	1,49
EBIT	-2,24	-1,57	1,47
Nettoergebnis	-2,27	-1,70	0,17

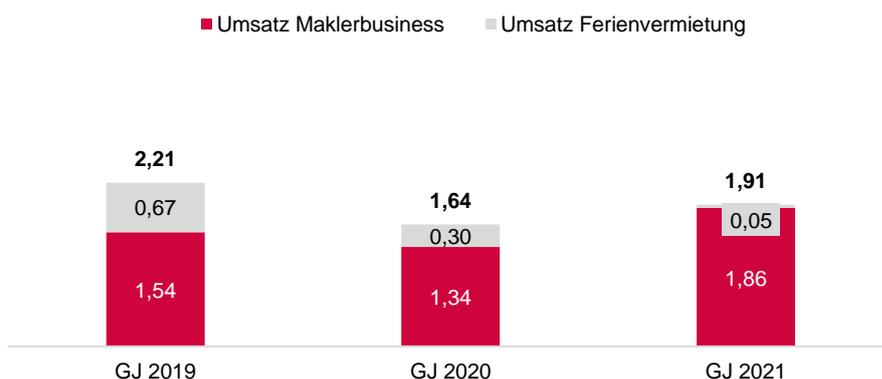
Quelle: Homes & Holiday AG

Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Das vergangene Geschäftsjahr 2021 der H&H war vor allem durch die anhaltenden Einflüsse der Corona-Pandemie aber auch von deutlichem Wachstum geprägt. So konnten die Konzernumsatzerlöse trotz eines schwierigen Umfelds im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 16,0% auf 1,91 Mio. € (VJ: 1,64 Mio. €) gesteigert werden, wobei nahezu alle erwirtschafteten Umsatzerlöse auf das Maklerbusiness entfielen. Durch das eingegangene Kooperationsmodell im Bereich Ferienvermietung wurden in diesem Geschäftsbereich im Vergleich zum Vorjahr lediglich geringfügige Umsatzerlöse in Höhe von 0,05 Mio. € (VJ: 0,30 Mio. €) erzielt.

Der signifikante Umsatzzuwachs resultiert aus einem um 87,0% auf 122,0 Mio. € (VJ: 65,0 Mio. €) angestiegenen Gesamtwert der vermittelten Immobilienobjekte durch das umfangreiche FranchisepartnerNetz des Unternehmens. Damit erwies sich das Maklergeschäft als Wachstumstreiber der Gruppe. Der H&H-Konzern konnte damit laut eigenen Aussagen signifikant von einer Rekordnachfrage nach Immobilien auf den Balearen profitieren. Unsere Umsatzprognose wurde aber nicht erreicht (Umsatz GBCe: 2,44 Mio. €).

Entwicklung der Konzern- und Segmentumsatzerlöse (in Mio. €)



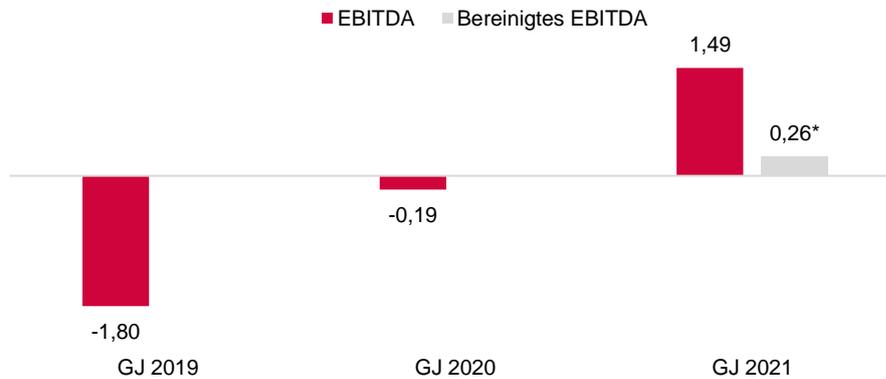
Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Parallel hierzu konnten ebenfalls auf allen Ergebnisebenen deutliche Verbesserungen verzeichnet werden. So wurde das EBITDA im vergangenen Geschäftsjahr mit einem erzielten operativen Ergebnis in Höhe von 1,49 Mio. € (VJ: -0,19 Mio. €) deutlich in den positiven Bereich gedreht. Hierbei hat die Gesellschaft von einem nicht liquiditätswirksamen Entkonsolidierungsgewinn in Höhe von 1,22 Mio. € aufgrund eingestellter Geschäftsaktivitäten profitiert. Korrigiert um diesen Sonderertrag wurde ein bereinigtes EBITDA in Höhe von 0,26 Mio. € erwirtschaftet. Damit hat die Gesellschaft seine Ergebnisguidance (operativer Break-Even auf EBITDA-Basis) erreicht.

Unter weiterer Berücksichtigung von Abschreibungs-, Steuer- und Finanzeffekten wurde im vergangenen Geschäftsjahr ein Jahresergebnis in Höhe von 0,17 Mio. € (VJ: -0,17

Mio. €) erzielt. Das Nachsteuerergebnis wurde hierbei v.a. durch eine Abschreibung auf eine Finanzbeteiligung aus eingestellten Geschäftsaktivitäten in Höhe von 1,29 Mio. € belastet. Somit ist auch auf Nettoergebnisebene der Sprung in die Gewinnzone gelungen. An dieser Stelle ist zu betonen, dass sowohl der Konsolidierungsgewinn als auch die Abschreibungen nicht liquiditätswirksam sind.

Entwicklung des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG *ohne Konsolidierungsgewinn i.H.v. 1,22 Mio. €

Insgesamt ist es H&H im vergangenen Geschäftsjahr gelungen auf den Wachstumspfad zurückzukehren. Auch auf Ergebnisebene wurde die Gewinnschwelle bzw. der Break-Even erreicht und im Rahmen dessen ist auch der operative Turnaround gelungen. Die gute Marktposition im Kernsegment Maklerbusiness und die hohe Nachfrage nach Ferienimmobilien waren wesentliche Erfolgsfaktoren für den Turnaround bzw. die positive operative Entwicklung.

Bilanzielle/finanzielle Situation der Homes & Holiday AG

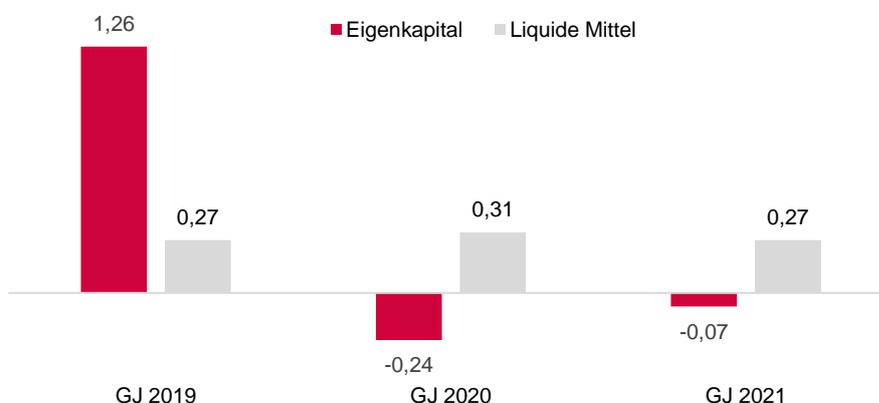
Ausgewählte Positionen der Konzernbilanz (in Mio. €)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Eigenkapital	1,26	-0,24	-0,07
Operatives Anlagevermögen	1,77	0,18	0,03
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	0,18	0,15	0,19
Liquide Mittel	0,27	0,31	0,27
Net Working Capital	-0,67	-0,61	-0,30
Bilanzsumme	2,48	1,41	0,59

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Die Geschäfts- und Unternehmensentwicklung der vergangenen Jahre schlug sich ebenfalls in der Bilanz des H&H-Konzern nieder. Die Aktivseite der H&H-Bilanz war zum Bilanzstichtag 31.12.2021 v.a. geprägt durch Forderungen aus Lieferungen und Leistungen in Höhe von 0,19 Mio. € (VJ: 0,15 Mio. €) und liquiden Mitteln in Höhe von 0,27 Mio. € (VJ: 0,31 Mio. €). Das operative Anlagevermögen lag zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres bei 0,03 Mio. € (VJ: 0,18 Mio. €).

Das Konzerneigenkapital hat sich zum Bilanzstichtag 31.12.2021 bedingt durch das deutlich positive Jahresergebnis im Vergleich zum Vorjahr auf -0,07 Mio. € (VJ: -0,24 Mio. €) verbessert. An dieser Stelle sei erwähnt, dass in der Holdinggesellschaft Homes & Holiday AG (Einzelabschluss) weiterhin ein positives Eigenkapital in Höhe von 2,41 Mio. € (VJ: 8,51 Mio. €) besteht.

Historische Entwicklung des Eigenkapitals und der Liquidität (Mio. €)



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Des Weiteren besaß das Unternehmen zum 31.12.2021 keine Bankverbindlichkeiten und konnte an diesem Bilanzstichtag auf liquide Mittel in Höhe von 0,27 Mio. € (VJ: 0,31 Mio. €) zurückgreifen.

Durch die letztmalige Abschreibung auf Finanzbeteiligungen aus eingestellten Geschäftsaktivitäten, hat die Gesellschaft seine Bilanz signifikant bereinigt und verfügt nun über eine wesentlich verbesserte Bilanzstruktur.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Etabliertes Geschäftsmodell mit Fokus auf dem Maklerbusiness im Bereich Ferienimmobilien • Gute Marktpositionierung im Bereich Maklerbusiness und Ferienvermietung auf den Balearen (jeweils Top-3-Positionierung) • Etablierte Marke „Porta Mallorquina“ und umfangreiches Franchisepartnernetz im Kernmarkt Mallorca • Hohe Online-Sichtbarkeit im Maklerbusiness durch langjährige erfolgreiche Suchmaschinen Optimierung (SEO) • Sehr erfahrenes Management-Team 	<ul style="list-style-type: none"> • Geringe Unternehmensgröße und Kapitalausstattung, die die weitere Unternehmensentwicklung und damit das Wachstumspotenzial beschränken könnten • Abhängigkeit von einzelnen Schlüsselpersonen im Managementbereich und von Partner, die Teile der Wertschöpfungskette abdecken • Es besteht starker Wettbewerb in beiden Geschäftsbereichen • Das Unternehmen hat bisher noch nicht die nachhaltige Konzernprofitabilität erreicht
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Nutzung von umfangreichen Synergie-Potenzialen (Cross-Selling, Kundenakquise, Kundenbindung) zwischen den Geschäftsbereichen • Expansion auf neue Märkte und Ausbau des bestehenden Maklergeschäfts in der Kernregion Mallorca („Roll-Out“ des etablierten Franchise-Systems) • Nutzung der Wachstumspotenziale im Bereich Immobilienvermittlung auf den Balearen/Mallorca, einem der attraktivsten Immobilienmärkte Europas • Eine verschärfte Regulierung im Maklergeschäft auf Mallorca würde zu einer stärkeren Konzentration der Anbieter führen und damit Qualitätsanbietern, wie z.B. Porta Mallorquina, zu einer verbesserten Wettbewerbsposition verhelfen 	<ul style="list-style-type: none"> • Geringe Markteintrittsbarrieren – Wettbewerber könnten das Geschäftsmodell kopieren • Eine generelle Abschwächung der Konjunktur oder eine deutliche Zunahme des Zinsniveaus könnte zu einem geringeren Immobilientransaktionsvolumen sowie Buchungsvolumen im Touristikbereich führen. • Erneute signifikante Einschränkungen durch die andauernde Covid-19-Pandemie könnte die Geschäftsentwicklung stark negativ beeinflussen

Prognosen und Modellannahmen

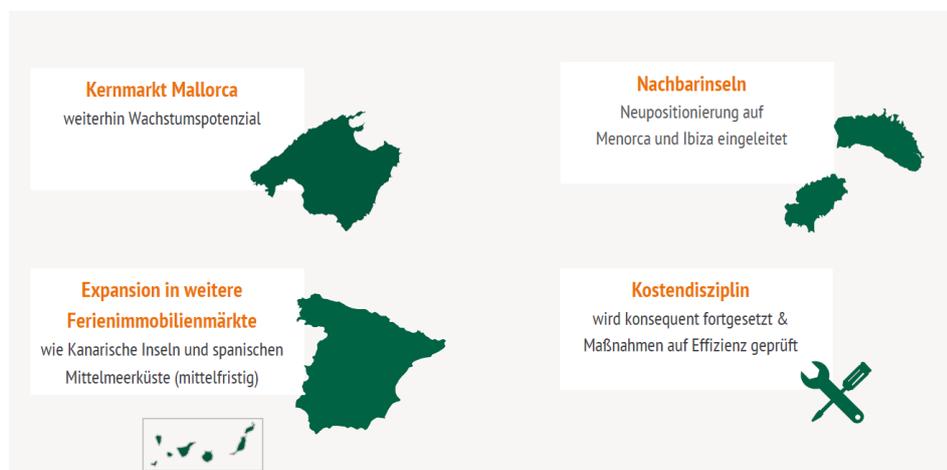
GuV (Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e (neu)	GJ 2022e (alt)	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatz (Nettoprovisionsumsatz)	1,91	1,99	3,41	2,10	2,21
EBITDA	1,49	0,43	0,69	0,54	0,75
Nettoergebnis	0,17	0,40	0,38	0,51	0,72

Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Im vergangenen Geschäftsjahr ist es dem H&H-Konzern gelungen, auf den Wachstumspfad zurückzukehren und zugleich wurde die Break-Even-Schwelle erreicht.

Wesentliche Elemente der Wachstumsstrategie der H&H



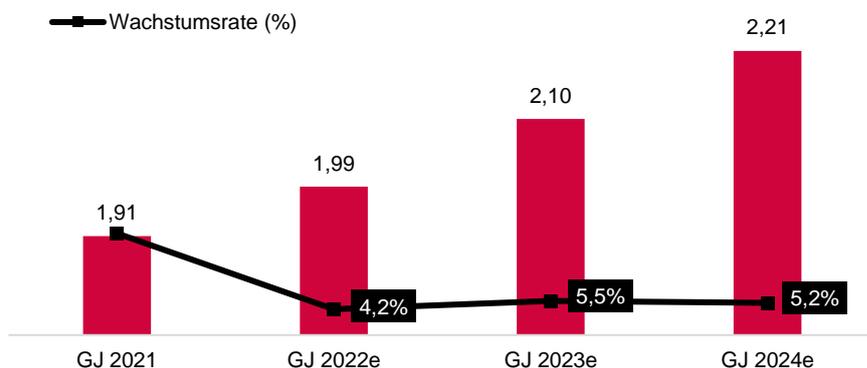
Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

H&H verfolgt allgemein eine wachstumsorientierte Unternehmensstrategie. Wesentliche Elemente dieser Wachstumsstrategie bilden der Ausbau des Maklergeschäfts im Kernmarkt Mallorca, die Neustrukturierung des Maklerbusiness auf den Nachbarinseln Menorca und Ibiza sowie die mittelfristige Expansion in weitere Ferienimmobilienmärkte mit dem Fokus auf die Kanarischen Inseln und die spanische Mittelmeerküste. Unserer Einschätzung nach sollte das kurz- und mittelfristige Wachstum v.a. durch die angestrebte Expansion im Maklergeschäft auf Mallorca getragen werden. In diesem Geschäftsbereich strebt die Gesellschaft an, das bestehende Franchise-Partnernetzwerk weiter auszubauen und zugleich das Geschäftsvolumen mit den bestehenden Franchise-Partnern weiter zu erhöhen.

Auch für das laufende Geschäftsjahr ist das Management des Unternehmens hinsichtlich der weiteren operativen Entwicklung positiv gestimmt und rechnet mit einer Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses. So erwartet die Gesellschaft sowohl auf Netto-Umsatz- als auch auf Ergebnis-Ebene Verbesserungen gegenüber dem Vorjahr.

Vor dem Hintergrund der bisher erzielten geringeren Umsatzdynamik als von zunächst erwartet, senken wir zwar unsere bisherige Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr 2022 auf 1,99 Mio. € (zuvor: 3,41 Mio. €). Andererseits erhöhen wir aufgrund der über unseren Erwartungen liegenden Ertragskraft bzw. Margenperformance unsere bisherige Nettoergebnisschätzung für diese Geschäftsperiode leicht auf 0,40 Mio. € (zuvor: 0,38 Mio. €).

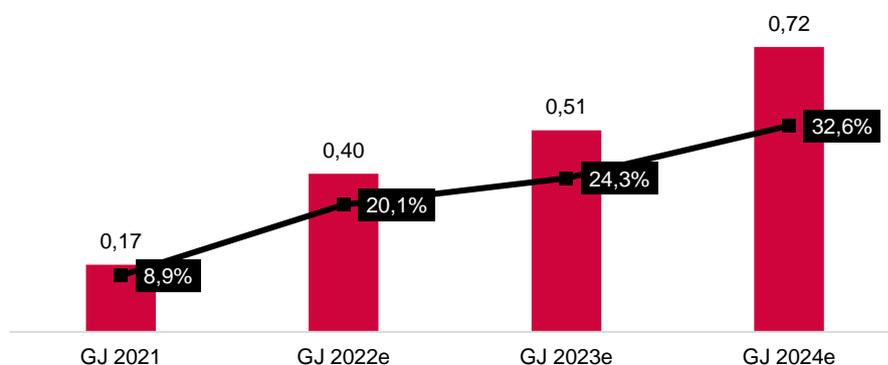
Erwartete Umsatzsätzenwicklung (in Mio. €)



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Für die Folgejahre 2023 und 2024 rechnen wir mit einer Fortsetzung des positiven Umsatzrends und erwarten einen weiteren Umsatzanstieg auf 2,10 Mio. € (GJ 2023) bzw. 2,21 Mio. € (GJ 2024e). Bedingt durch den Plattformansatz und das Franchise-System des Konzerns, rechnen wir parallel zur erwarteten Umsatzentwicklung mit dem Einsetzen von deutlichen Skaleneffekten. Hierbei sollte dem Unternehmen ebenfalls seine deutlich verschlankte Unternehmensstruktur zugutekommen. Entsprechend erwarten wir für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 ein Nettoergebnis von 0,51 Mio. € bzw. 0,72 Mio. €. Im gleichen Zuge sollte die Nettomarge von zuletzt 8,9% in 2021 schrittweise auf 32,6% in 2024 ansteigen.

Erwartete Nettoergebnisentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Homes & Holiday AG; GBC AG

Insgesamt sind wir davon überzeugt, dass es dem Unternehmen mit seinem nun optimierten Geschäftsmodell gelingt, durch ihr starkes Franchisepartnernetz und die gute Positionierung im Kernmarkt Mallorca von der anhaltend hohen Immobiliennachfrage auf den Balearen zu profitieren und damit die aktuelle Marktposition weiter auszubauen. Parallel hierzu sollte die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells auch dazu führen, dass durch das erwartete Wachstum die künftige Konzernprofitabilität überproportional ansteigt. Auch die verschärfte Regulierung innerhalb des mallorquinischen Immobilienmarktes (Begrenzung Scheinselbstständigkeit, künftige Lizenzpflicht für Immobilienverkäufer) sollte zu einer weiteren Konzentration des Wettbewerbs führen und damit Unternehmen wie H&H, die sich als Qualitätsanbieter positionieren, in ihrer Geschäftsentwicklung beflügeln.

Vor dem Hintergrund des durchgeführten Reverse-Aktiensplits und der damit verbundenen Verringerung der Aktienanzahl auf 2,60 Mio. (statt zuvor 13,0 Mio.), haben wir ein Kursziel von 3,10 € ermittelt. Kurszielmindernd wirkten angestiegene

Kapitalkosten (Anstieg des risikofreien Zinses auf 1,25%, statt zuvor 1,00%) und die prognostizierte geringere Umsatzdynamik und das damit verbundene geringere Ausgangsniveau für die nachfolgenden Schätzperioden. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir aber das Rating „Kaufen“ und sehen ein signifikantes Kurspotenzial.

BEWERTUNG

Die Homes & Holiday AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 bis 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 und 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von jährlich 5,0% (zuvor: 15,0%). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 33,77% (zuvor: 20,0%) angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der vorhandenen Verlustvorträge mit 1,93% bis 5,65% (Minderbesteuerung) 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% (zuvor: 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. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes nach FAUB beträgt 1,25% (zuvor: 1,00%)**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,53 (zuvor: 1,53).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,68% (zuvor: 9,43%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,68% (zuvor: 9,43%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,68% (zuvor: 9,43%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2023 entspricht als Kursziel 3,10 €. Das Kursziel berücksichtigt den durchgeführten Reverse-Aktiensplit und die damit verbundene Verringerung der Aktienanzahl auf 2,60 Mio. (statt zuvor 13,0 Mio.). Kurszielmindernd wirkten angestiegene Kapitalkosten (Anstieg des risikofreien Zinses auf 1,25%, statt zuvor 1,00%) und die prognostizierte geringere Umsatzdynamik und das damit verbundene geringere Ausgangsniveau für die nachfolgenden Schätzperioden.

DCF-Modell

Homes & Holiday AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	33,8%	ewige EBITA - Marge	32,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	5,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	3,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	1,99	2,10	2,21	2,32	2,43	2,55	2,68	2,82	
US Veränderung	4,1%	5,4%	5,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	12,40	7,20	5,22	4,13	3,51	3,12	2,83	2,63	
EBITDA	0,43	0,54	0,74	0,78	0,82	0,86	0,91	0,95	
EBITDA-Marge	21,6%	25,6%	33,8%	33,8%	33,8%	33,8%	33,8%	33,8%	
EBITA	0,41	0,52	0,73	0,76	0,79	0,83	0,86	0,90	
EBITA-Marge	20,6%	24,7%	32,9%	32,9%	32,6%	32,4%	32,2%	32,1%	32,1%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,04	-0,04	-0,03	-0,02	-0,02	
zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	5,7%	4,7%	3,7%	2,8%	1,9%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,41	0,52	0,73	0,72	0,76	0,80	0,84	0,89	
Kapitalrendite	-151,3%	235,3%	204,9%	147,0%	119,8%	104,0%	93,8%	86,2%	55,9%
Working Capital (WC)	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08	
WC zu Umsatz	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Investitionen in WC	-0,36	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,16	0,29	0,42	0,56	0,69	0,82	0,95	1,07	
AFA auf OAV	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,03	-0,03	-0,04	-0,05	
AFA zu OAV	11,8%	6,5%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in OAV	-0,15	-0,15	-0,15	-0,16	-0,16	-0,16	-0,17	-0,17	
Investiertes Kapital	0,22	0,35	0,49	0,63	0,77	0,90	1,03	1,15	
EBITDA	0,43	0,54	0,74	0,78	0,82	0,86	0,91	0,95	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,04	-0,04	-0,03	-0,02	-0,02	
Investitionen gesamt	-0,51	-0,15	-0,15	-0,16	-0,16	-0,16	-0,17	-0,17	
Investitionen in OAV	-0,15	-0,15	-0,15	-0,16	-0,16	-0,16	-0,17	-0,17	
Investitionen in WC	-0,36	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,08	0,38	0,59	0,58	0,62	0,67	0,71	0,76	8,12

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	7,18	7,49
Barwert expliziter FCFs	2,93	2,83
Barwert des Continuing Value	4,25	4,66
Nettoschulden (Net debt)	-0,19	-0,56
Wert des Eigenkapitals	7,37	8,06
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	7,37	8,06
Ausstehende Aktien in Mio.	2,60	2,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,83	3,10

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,53
Eigenkapitalkosten	9,7%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	18,3%
WACC	9,7%

Kapitalrendite	WACC				
	9,1%	9,4%	9,7%	10,0%	10,3%
55,4%	3,30	3,18	3,08	2,99	2,90
55,7%	3,30	3,19	3,09	2,99	2,91
55,9%	3,31	3,20	3,10	3,00	2,91
56,2%	3,32	3,21	3,11	3,01	2,92
56,4%	3,33	3,22	3,11	3,02	2,93

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 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: (5a,5b,6a,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 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, Kristina Heinzlbecker, Email: heinzlbecker@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 der 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