

EYEMAXX Real Estate AG^{*4;5a;6a;10;11}

KAUFEN

Kursziel: 13,00

aktueller Kurs: 6,39
5.8.2016 / 10:30 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0V9L94
WKN: A0V9L9
Börsenkürzel: BNT1
Aktienanzahl³: 4,290
Marketcap³: 27,41
EnterpriseValue³: 94,66
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 50,0 %

Transparenzlevel:
General Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 10

Fertigstellung/Veröffentlichung:
05.08.2016 / 08.08.2016

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Entwicklung von Fachmarktzentren, Wohnprojekten und Pflegeheimen

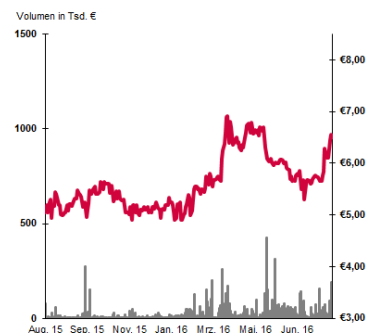
Mitarbeiter: 30 Stand: 31.10.2015

Gründung: 1996

Firmensitz: Aschaffenburg

Vorstand: Dr. Michael Müller

Die Geschäftstätigkeit der EYEMAXX Real Estate AG basiert auf zwei Säulen: Die erste Säule umfasst den Geschäftsbereich Projektentwicklung, wozu die Konzeptionierung, Entwicklung, Errichtung und der Verkauf von Gewerbeimmobilien mit Schwerpunkt Einzelhandelsimmobilien (vorwiegend „Fachmarktzentren“), Logistikimmobilien und nach Kundenwunsch errichtete Objekte (im folgenden auch „Taylormade Solutions“) gehört. Von der Projektentwicklung sind aber auch die Entwicklung und der Verkauf von Pflegeheimen in Deutschland sowie von Wohnimmobilien in Deutschland und Österreich umfasst. In der zweiten Säule wird die Bestandshaltung von vermieteten Gewerbeimmobilien in Österreich und Deutschland abgedeckt, mit der Absicht laufende Mieterträge zu erzielen. Die Gesellschaft verfolgt im Geschäftsbereich der Projektentwicklung, mit Ausnahme der zurzeit in Serbien in Entwicklung befindlichen Projekte, die Strategie „develop and sell“. Insgesamt liegt der regionale Fokus auf etablierten Märkten wie Österreich und Deutschland sowie den aussichtsreichen Wachstumsmärkten der CEE Region, insbesondere Polen, Tschechien, der Slowakei, Kroatien und Serbien. Neben der Entwicklung und dem Verkauf von Immobilien, was die eine Säule der Geschäftstätigkeit darstellt, werden seit 2012 auch Bestandsimmobilien gehalten, was der zweiten Säule entspricht. Dabei werden Marktopportunitäten genutzt, ausgewählte vermietete Bestandsimmobilien im eigenen Portfolio gehalten und dadurch laufende Mieterträge erzielt.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.10.2015	31.10.2016e	31.10.2017e	31.10.2018e
Umsatz	16,21	18,25	19,97	20,63
EBITDA	9,84	11,26	19,97	20,63
EBIT	9,61	11,04	12,87	13,38
Jahresüberschuss	4,03	6,26	8,68	10,46

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,15	1,46	2,02	2,44
Dividende je Aktie	0,20	0,25	0,35	0,50

Kennzahlen

EV/Umsatz	5,84	5,19	4,74	4,59
EV/EBITDA	9,62	8,41	4,74	4,59
EV/EBIT	9,85	8,57	7,36	7,07
KGV	6,80	4,38	3,16	2,62
KBV	0,93			

Finanztermine

28.02.2017: Geschäftsbericht 2015/2016

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

6.5.2016: RG / 10,90 / KAUFEN

27.4.2016: RG / 10,90 / KAUFEN

19.4.2016: RG / 10,90 / KAUFEN

14.4.2016: RG / 10,90 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1. HJ 2015/2016

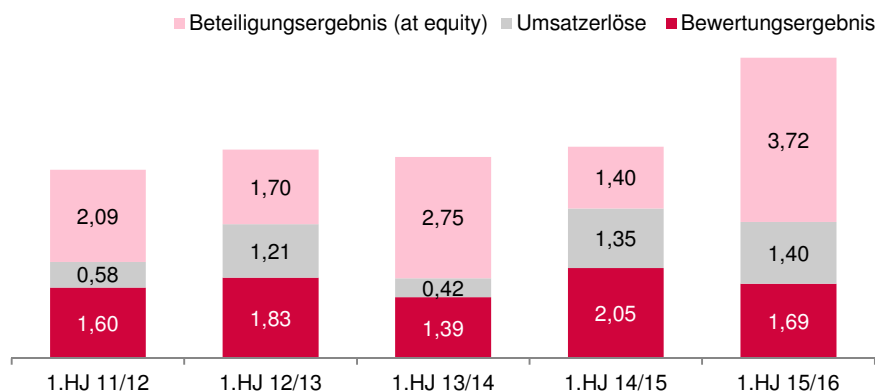
in Mio. €	1.HJ 2013/2014	1.HJ 2014/2015	1.HJ 2015/2016
Umsatzerlöse	0,42	1,35	1,40
Gesamtleistung (GL)*	4,77	5,74	8,32
EBITDA (Marge in % auf GL)	2,23 (46,7%)	2,79 (48,5%)	3,53 (42,5%)
EBIT (Marge in % auf GL)	2,14 (44,9%)	2,67 (46,5%)	3,44 (41,3%)
Periodenergebnis	0,51	0,63	1,17

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG; *GL gemäß eigenen Berechnungen

Erlösentwicklung 1.HJ 2015/2016

Mit einem neuen Rekordwert bei der Gesamtleistung in Höhe von 8,32 Mio. € (VJ: 5,74 Mio. €) war das erste Halbjahr 2015/2016 für die EYEMAXX Real Estate AG (kurz: EYEMAXX) außerordentlich erfolgreich. Auf die einzelnen Erlösströme heruntergebrochen wird dabei insbesondere beim Beteiligungsergebnis (At-Equity) ein deutlicher Anstieg auf 3,72 Mio. € (VJ: 1,40 Mio. €) sichtbar, wohingegen sich die beiden weiteren Erlösströme entweder konstant oder leicht rückläufig entwickelt haben:

Entwicklung der Gesamtleistung (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Im **Beteiligungsergebnis (at equity)** spiegelt sich dabei die operative Entwicklung der Projektgesellschaften wider, welche bei der EYEMAXX typischerweise nicht vollkonsolidiert sondern nach der „At-Equity“-Methode einbezogen werden. Zum 30.04.2016 sind insgesamt 41 At Equity-Projektgesellschaften in den Konzernabschluss einbezogen, wobei der überwiegende Teil der Erlöse aus Gesellschaften mit deutschen und österreichischen Projekten und Bestandsimmobilien (bspw.: Baufortschritt Medizinzentrum „Thomasium“ in Leipzig) erwirtschaftet wurde.

Flankierend hierzu weist die Gesellschaft **Bewertungserträge** (nach IAS 40) in Höhe von 1,69 Mio. € (VJ: 2,05 Mio. €) aus, welche vornehmlich aus einer Höherbewertung von zugekauften Grundstücken für die Logistikprojekte in Serbien resultieren. Die nahezu unveränderten **Umsatzerlöse** in Höhe von 1,40 Mio. € (VJ: 1,35 Mio. €) sind größtenteils Mieterträge aus der Vermietung vollkonsolidierter Bestandsobjekte.

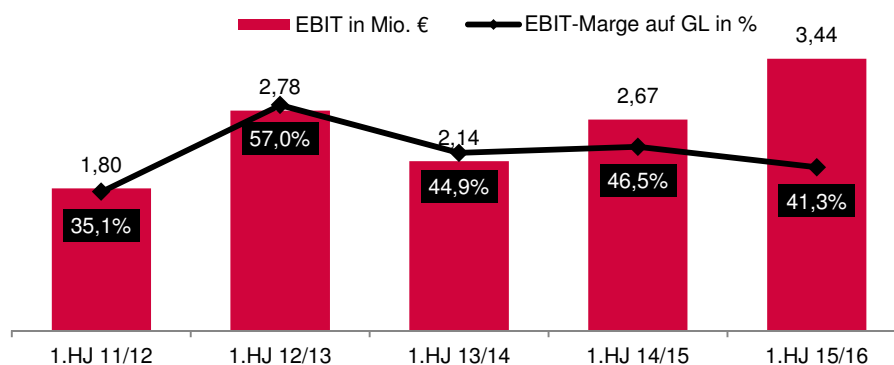
Im Rahmen der Transaktionstätigkeit der EYEMAXX, welche zum Teil erst zu einem späteren Zeitpunkt ergebnis- und liquiditätswirksam wird, wurden im ersten Halbjahr 2015/2016 zwei tschechische Projekte (MY Box Brandys Nad Labem; MY BOX Olawa) für insgesamt rund 7,5 Mio. € veräußert. Darüber hinaus war die EYEMAXX erneut in der Lage, bereits vor Projektfertigstellung, im Rahmen so genannter Forward Sales, zwei

deutsche Projekte (Medizinzentrum „Thomasium“; Pflegeheim und Wohnen Klein-Lengden) mit einem Projektvolumen von insgesamt 31 Mio. € zu veräußern.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2015/2016

Da es sich bei den beiden maßgeblichen Ertragspositionen (Bewertungsergebnis; Beteiligungsergebnis) um Residualgrößen handelt, weist die EYEMAXX grundsätzlich hohe Ergebnismargen auf. Dies gilt auch für die EBIT-Marge der ersten sechs Monate des Geschäftsjahres 2015/2016, welche einen erneut hohen Wert von 41,3 % (VJ: 46,5 %) erreicht hat. Die im Vergleich zum Vorjahr rückläufige Margenentwicklung ist vor allem dem Projektfortschritt bei den vollkonsolidierten serbischen Projekten geschuldet. Der Baufortschritt von vollkonsolidierten Projekten zieht dabei eine ergebniswirksame Bestandsveränderung nach sich, der jedoch in gleicher Höhe Materialaufwendungen gegenüber stehen und sich damit margenmindernd auswirken. Das absolute EBIT-Niveau in Höhe von 3,44 Mio. € (VJ: 2,67 Mio. €) ist allerdings davon nicht betroffen.

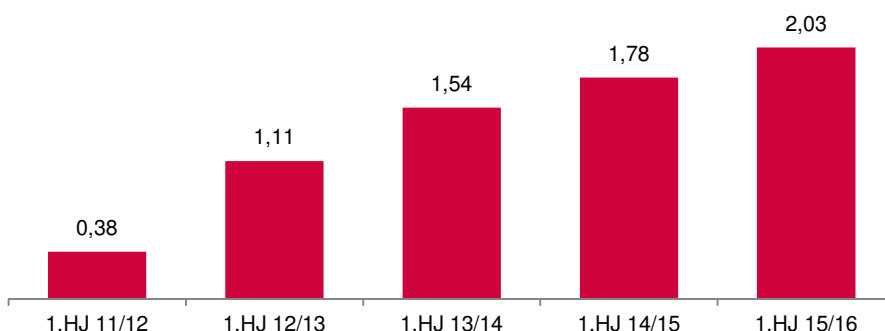
EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Ausgehend vom Rekord-EBIT des ersten Halbjahres weist die EYEMAXX einen für Immobilienprojektgesellschaften hohen EBIT-Zinsdeckungsgrad in Höhe von 1,7 (VJ: 1,5) auf. Das Finanzergebnis wird dabei von den Zinsaufwendungen für die zum 30.04.2016 fünf emittierten Unternehmensanleihen in Höhe von 3,06 Mio. € (VJ: 2,76 Mio. €) dominiert. Die höheren Aufwendungen stehen insbesondere im Zusammenhang mit der im März 2016 erfolgten Emission der fünften Unternehmensanleihe. Dem stehen jedoch aus der Weitergabe von Anleihemitteln an die Beteiligungsgesellschaften Zinserträge in Höhe von 1,03 Mio. € entgegen, so dass sich das Finanzergebnis auf insgesamt -2,03 Mio. € (VJ: -1,78 Mio. €) beläuft.

Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.04.2016

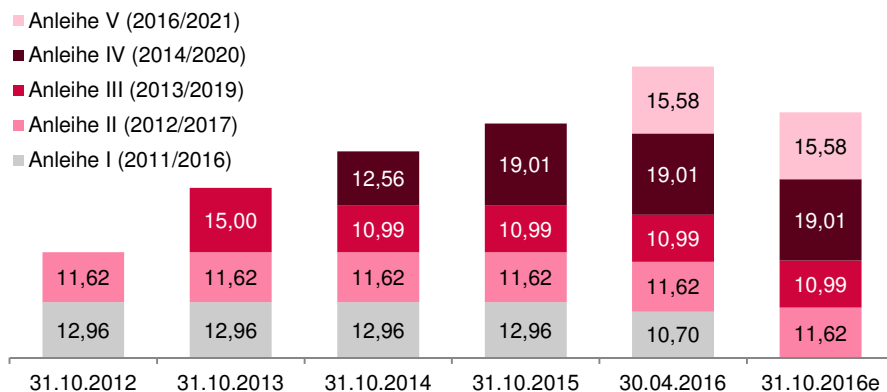
in Mio. €	31.10.14	31.10.15	30.04.2016
Eigenkapital (EK-Quote in %)	23,59 (28,5%)	28,53 (30,3 %)	29,61 (25,8%)
Zinstragende Verbindlichkeiten	47,58	62,47	74,40
Finanzvermögen	0,65	3,86	7,15
Net Debt	46,93	58,61	67,25
Anlagevermögen	55,79	55,70	60,95

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Aufgrund der Vorgehensweise, wonach der Großteil der Projektgesellschaften nach der At-Equity-Methode einbezogen und damit nicht vollkonsolidiert wird, weist die EYEMAXX vergleichsweise schlanke Bilanzstrukturen auf. Dies ist insofern nachvollziehbar, da es sich bei der Projektfinanzierung innerhalb der Projektgesellschaften um so genannte non-recourse-Darlehen handelt, welche nicht auf den Konzern durchgreifen.

Die Passivseite wird zum 30.04.2016 von den zum damaligen Zeitpunkt fünf emittierten Unternehmensanleihen, mit einem Gesamtvolumen in Höhe von 66,75 Mio. € (31.10.15: 53,87 Mio. €) dominiert. Der Anstieg beim ausgegebenen Anleihevolumen ist auf die im März 2016 emittierte fünfte Unternehmensanleihe mit einem Gesamtvolumen in Höhe von 15,58 Mio. €, zurückzuführen. Nach dem Bilanzstichtag wurde mittlerweile plangemäß die erste emittierte 7,5%-Unternehmensanleihe (2011/2016) zurückgeführt und damit dürfte die EYEMAXX derzeit eine geringere Verschuldung aufweisen:

Unternehmensanleihen der EYEMAXX Reale Estate AG (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die aufgrund der fünften Anleiheemission kurzfristig reduzierte Eigenkapitalquote in Höhe von 25,8 % (31.10.15: 30,3 %) ist nach wie vor im Branchenvergleich als überdurchschnittlich hoch einzustufen.

Der maßgebliche Anteil der Vermögensseite der EYEMAXX-Bilanz wird unverändert vom Wertansatz der konsolidierten Projektgesellschaften und vom Beteiligungsansatz der At-Equity-Beteiligungen dargestellt. Das Anlagevermögen kletterte dabei, entsprechend dem ergebniswirksam erfassten Projektfortschritt, auf 60,95 Mio. € (31.10.15: 55,70 Mio. €).

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

in Mio. €	GJ 14/15	GJ 15/16e	GJ 16/17e	GJ 17/18e
Umsatzerlöse	2,32	3,45	3,84	4,88
Gesamtleistung (GL)*	16,21	18,25	19,97	20,63
EBITDA (Marge in % auf GL)	9,84 (60,7%)	11,26 (61,7%)	13,09 (65,5%)	13,60 (66,0%)
EBIT (Marge in % auf GL)	9,61 (59,3%)	11,04 (60,5%)	12,87 (64,4%)	13,38 (64,9%)
Jahresüberschuss	4,03	6,26	8,68	10,46
EPS in €	1,15	1,46*	2,02*	2,44*

Quelle: GBC AG; *auf Basis einer Aktienzahl von 4,29 Mio. (nach KE, Post-Money)

Die Basis für die künftige Unternehmensentwicklung der EYEMAXX bildet die in den vergangenen Geschäftsjahren aufgebaute umfangreiche Projektpipeline sowie das ausgeweitete Bestandsportfolio, welches nunmehr umfangreiche Mieterträge (annualisierte Mieterträge zum 30.04.16: 3,9 Mio. €) generiert.

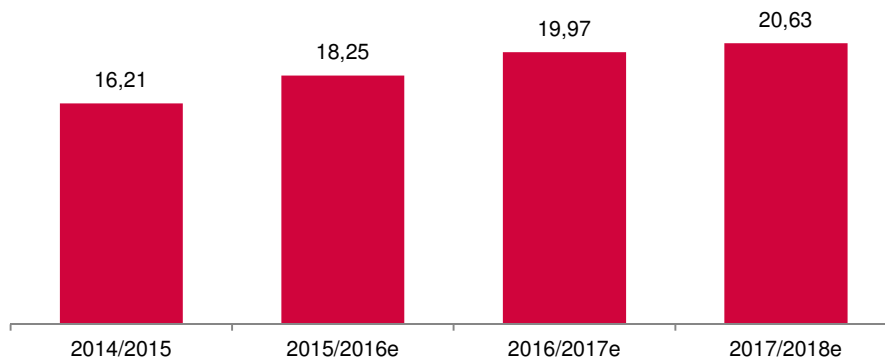
Die umfangreiche Projektpipeline (siehe Researchstudie vom 14.04.16) wurde dabei in den vergangenen Monaten deutlich ausgeweitet. Mit dem Erwerb des Projektes „Postquadrat“ in Mannheim hat die EYEMAXX dabei das größte Projekt der Unternehmensgeschichte erworben. Innerhalb eines 20.000 qm großen Areals sollen ab dem dritten Quartal 2016 Wohnimmobilien, Gewerbeeinheiten sowie zwei Hotels mit einem Projektvolumen von insgesamt 160 Mio. € entstehen. Bis zum Jahr 2019 soll dieses Projekt zusammen mit dem namhaften österreichischen Joint Venture Partner Johann Kowar (ehemaliger Gründer der conwert AG) mit einem Anteil von jeweils 50 %, unter der Federführung der EYEMAXX, umgesetzt werden. Ausgehend von der bisher verwendeten Finanzierungsstruktur bei den EYEMAXX-Projekten ist beim „Postquadrat“-Projekt mit einer Ziel-Eigenkapitalstruktur von etwa 15 % zu rechnen, was insgesamt einem Eigenkapitalbedarf auf Ebene der Joint Venture-Gesellschaft von etwa 20 Mio. € (ca. 10 Mio. € je Projektpartner) gleichkommt. Der Projektertrag dürfte bei etwa 32 Mio. € (16 Mio. € je Projektpartner) liegen.

Mit dem Erwerb eines 5.500 qm großen Grundstücks konnte in Wien ein weiteres wichtiges Projekt gesichert werden. Ab dem ersten Quartal 2017 sollen insgesamt 130 Wohneinheiten mit einer Bruttogeschosfläche in Höhe von 10.000 qm entstehen. Ausgehend von einem Projektvolumen in Höhe von 27,0 Mio. € rechnen wir hieraus mit einem Rohertrag in Höhe von 5,4 Mio. €. Die Finanzierung des Projektes ist gemäß Unternehmensangaben gesichert und das notwendige Eigenkapital vorhanden.

Ein wichtiger Aspekt der Finanzierung der umfangreichen Projektpipeline ist der zwischenzeitliche Abverkauf von fertiggestellten oder von im Bau befindlichen Projekten. Beispielhaft dafür sind die im laufenden Geschäftsjahr gemeldeten Verkaufserfolge eines medizinischen Zentrums in Leipzig (Forward Sale für 20,0 Mio. €), eines Pflege- und Seniorenheims in Klein Lengden (Forward Sale für 11,0 Mio. €), des Wohnprojektes „Lindauer Hafen“ (Forward Sale; Projektvolumen: ca. 28,0 Mio. €) sowie des im polnischen Namslau befindlichen Fachmarktzentrum.

Ausgehend von der ausgeweiteten Projektpipeline haben wir unsere bisherigen Prognosen der Gesamtleistung leicht nach oben hin angepasst. Zudem tragen wir dem ausgeweiteten Bestandsportfolio Rechnung, indem wir die Umsatzerlöse (hauptsächlich Mieterträge des Bestandsportfolios) ebenfalls leicht angehoben haben.

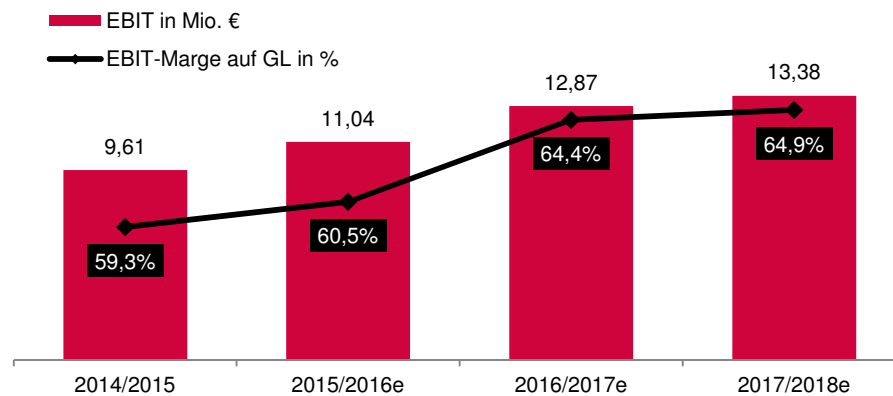
Entwicklung der Gesamtleistung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Da es sich bei den Projekterträgen im Grunde genommen um Projektergebnisse und damit um eine Residualgröße handelt, gehen diese mit hohen Ergebnismargen einher. Da den Projekterträgen in der Regel keine entsprechende Kostenposition entgegensteht, wird die Kostenstruktur der EYEMAXX Real Estate AG von den typischen Holdingkosten mit Overheadcharakter dominiert.

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



Quelle: GBC AG

Die sich aus unseren Ergebnisprognosen ergebende EBIT-Marge in Höhe von jeweils deutlich oberhalb 60,0 %, belegt die hohe Rentabilität des EYEMAXX-Geschäftsmodells. Gleichzeitig stellt dies die Grundlage für die langfristige Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells dar.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die EYEMAXX Real Estate AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2015/2016, 2016/2017 und 2017/2018 in Phase 1, erfolgt von 2018/2019 bis 2022/2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 54,9 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 15,0 % 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 EYEMAXX Real Estate AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher: 1,50 %).**

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 1,63.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,94% (bisher: 10,44 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,60 % (bisher: 8,95 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Wir haben die im April 2016 erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung, wobei mit der Ausgabe von 0,78 Mio. Aktien ein Bruttoemissionserlös in Höhe von 4,68 Mio. € erzielt wurde, im DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt (post money). Wir haben ein neues Kursziel in Höhe von 13,00 € ermittelt und heben damit unser bisheriges Kursziel (10,90 €) an. Wichtige Faktoren, die zur Anhebung des Kursziels beigetragen haben, sind unsere erhöhten Prognosen, die Reduktion des risikolosen Zinssatzes sowie der so genannte Roll-Over Effekt (neue Kurszielbasis: GJ-Ende 2016/2017).

EYEMAXX Real Estate AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	60,0%	ewige EBITA - Marge	54,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,3%	effektive Steuerquote im Endwert	15,0%
Working Capital zu Umsatz	140,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	
Gesamtleistung (GL)	15/16e	16/17e	17/18e	18/19e	19/20e	20/21e	21/22e	22/23e	
GL Veränderung	12,6%	9,5%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
GL zu operativen Anlagevermögen	0,24	0,26	0,29	0,28	0,27	0,26	0,25	0,24	
EBITDA	11,26	13,09	13,60	12,75	13,13	13,52	13,93	14,35	
EBITDA-Marge	61,7%	65,5%	66,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	
EBITA	11,04	12,87	13,38	12,52	12,90	13,28	13,66	14,06	
EBITA-Marge	60,5%	64,4%	64,9%	58,9%	58,9%	58,9%	58,8%	58,8%	54,9%
Steuern auf EBITA	-0,92	-0,39	-0,71	-1,88	-1,93	-1,99	-2,05	-2,11	
zu EBITA	8,3%	3,0%	5,3%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBI (NOPLAT)	10,12	12,47	12,67	10,65	10,96	11,28	11,61	11,95	
Kapitalrendite	13,3%	13,9%	13,5%	11,3%	10,5%	10,2%	9,8%	9,4%	8,6%
Working Capital (WC)	14,78	18,00	22,51	29,74	30,64	31,56	32,50	33,48	
WC zu Umsatz	81,0%	90,1%	109,1%	140,0%	140,0%	140,0%	140,0%	140,0%	
Investitionen in WC	5,55	-3,22	-4,51	-7,23	-0,89	-0,92	-0,95	-0,98	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	74,89	76,18	72,07	75,00	80,00	87,00	94,00	99,63	
AFA auf OAV	-0,22	-0,22	-0,22	-0,22	-0,23	-0,25	-0,27	-0,29	
AFA zu OAV	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	
Investitionen in OAV	-19,41	-1,51	3,89	-3,15	-5,23	-7,25	-7,27	-5,93	
Investiertes Kapital	89,67	94,18	94,58	104,74	110,64	118,56	126,50	133,11	
EBITDA	11,26	13,09	13,60	12,75	13,13	13,52	13,93	14,35	
Steuern auf EBITA	-0,92	-0,39	-0,71	-1,88	-1,93	-1,99	-2,05	-2,11	
Investitionen gesamt	-13,87	-4,74	-0,62	-10,39	-6,12	-8,17	-8,22	-6,90	
Investitionen in OAV	-19,41	-1,51	3,89	-3,15	-5,23	-7,25	-7,27	-5,93	
Investitionen in WC	5,55	-3,22	-4,51	-7,23	-0,89	-0,92	-0,95	-0,98	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,52	7,96	12,27	0,48	5,07	3,37	3,66	5,34	132,17

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	103,41	104,34
Barwert expliziter FCFs	29,22	23,77
Barwert des Continuing Value	74,20	80,58
Nettoschulden (Net debt)	51,24	48,27
Wert des Eigenkapitals	52,17	56,08
Fremde Gewinnanteile	-0,29	-0,31
Wert des Aktienkapitals	51,88	55,77
Ausstehende Aktien in Mio.	4,29	4,29
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,09	13,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,63
Eigenkapitalkosten	9,9%
Zielgewichtung	70,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	30,0%
Taxshield	21,8%
WACC	8,6%

Kapitalrendite	WACC				
	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%
8,1%	13,95	12,70	11,57	10,54	9,60
8,3%	14,76	13,46	12,28	11,21	10,24
8,6%	15,58	14,22	13,00	11,89	10,87
8,8%	16,39	14,99	13,72	12,56	11,51
9,1%	17,21	15,75	14,43	13,24	12,15

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 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.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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;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 Unternehmen.
- (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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent 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 Auftraggebers.
- (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.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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), Lurgiallee 12, 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), Finanzanalyst
Felix Gode CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst

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