

## EYEMAXX Real Estate AG<sup>\*4,5a,6a,10,11</sup>

### KAUFEN

Kursziel: 21,50 €  
(bisher: 19,80 €)

aktueller Kurs: 10,80  
06.08.2018 / XETRA / 11:36  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0V9L94  
WKN: AOV9L9  
Börsenkürzel: BNT1  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 5,32  
Marketcap<sup>3</sup>: 57,45  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 119,35  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 58,9 %

Transparenzlevel:  
General Standard  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.10.

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Fertigstellung/Veröffentlichung:  
06.08.2018 / 07.08.2018

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien  
Fokus: Wohn- und Gewerbeimmobilien

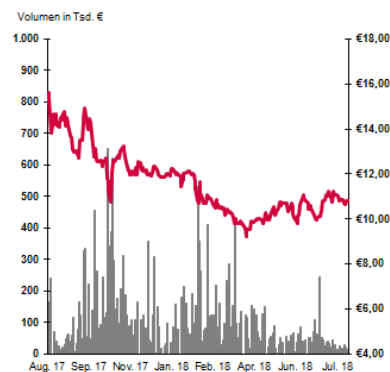
Mitarbeiter: 56 Stand: 30.04.2018

Gründung: 1996

Firmensitz: Aschaffenburg

Vorstand: Dr. Michael Müller

Die EYEMAXX Real Estate AG ist ein Immobilienunternehmen mit langjährigem, erfolgreichem Track Record mit dem Fokus auf Wohn-, Pflege- und Gewerbeimmobilien. Die Kernmärkte des Unternehmens sind Deutschland und Österreich. Die Geschäftstätigkeit von EYEMAXX basiert auf zwei Säulen. Dazu gehören zum einen renditestarke Projekte und zum anderen ein fortschreitender Aufbau eines Bestands an vermieteten Gewerbeimmobilien, der laufende Mieterträge und damit stetige Zahlungsströme generiert. EYEMAXX baut dabei auf die Expertise eines erfahrenen Managements von Immobilienprofis und auf ein etabliertes und starkes Netzwerk, das zusätzlichen Zugang zu attraktiven Immobilien und Projekten eröffnet. So konnte die Projektpipeline auf mittlerweile rund 890 Mio. Euro ausgebaut und die jährlichen Mieteinnahmen des Bestandsportfolios erhöht werden. Die Aktien der EYEMAXX Real Estate AG notieren im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Das Unternehmen hat außerdem mehrere börsennotierte Anleihen und zwei Wandelanleihen begeben.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.10.2017	31.10.2018e	31.10.2019e	31.10.2020e
Gesamtleistung	23,58	26,48	26,99	28,30
EBITDA	14,56	17,25	17,58	18,70
EBIT	14,25	16,95	17,28	18,40
Jahresüberschuss	6,62	8,98	11,95	12,31

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,24	1,69	1,99	2,05
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,30	0,40

### Kennzahlen

EV/Umsatz	5,06	4,51	4,42	4,22
EV/EBITDA	8,20	6,92	6,79	6,38
EV/EBIT	8,38	7,04	6,91	6,49
KGV	8,68	6,40	4,81	4,67
KBV	1,15			

### Finanztermine

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

14.03.2018: RS / 19,80 / KAUFEN

24.11.2017: RS / 19,00 / KAUFEN

17.08.2017: RS / 19,00 / KAUFEN

21.06.2017: RS / 19,00 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2017/2018

in Mio. €	1.HJ 2015/2016	1.HJ 2016/2017	1.HJ 2017/2018
Umsatzerlöse	1,40	2,07	2,70
Gesamtleistung (GL)*	8,61	9,02	11,79
EBITDA (Marge in % auf GL)	3,53 (41,1%)	4,62 (51,2%)	6,38 (54,1%)
EBIT (Marge in % auf GL)	3,44 (39,9%)	4,47 (49,6%)	6,22 (52,7%)
Periodenergebnis	1,17	1,32	2,22

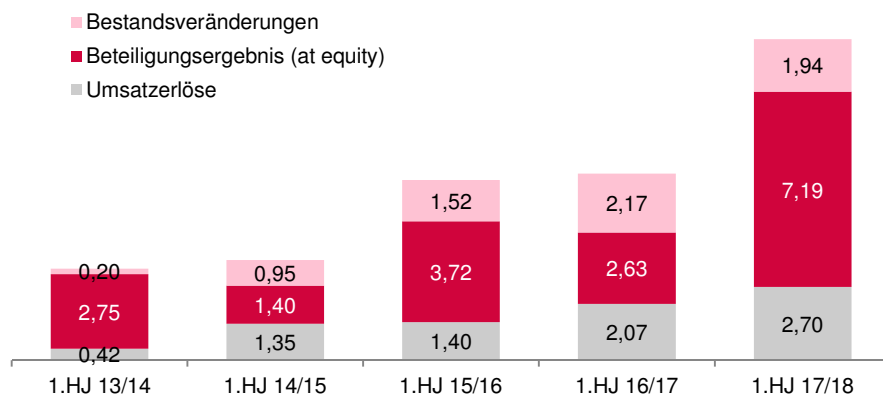
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

### Erlösentwicklung 1.HJ 2017/2018

Die dynamische Geschäftsentwicklung der EYEMAXX Real Estate AG hat sich auch in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2017/2018 (GJ-Ende: 31.10.2018) mit einem signifikanten Anstieg der Gesamtleistung in Höhe von 30,7 % auf 11,79 Mio. € (VJ: 9,02 Mio. €) fortgesetzt.

Als Projektentwickler hat EYEMAXX in den vergangenen Berichtsperioden mehrere großvolumige Projekte in Deutschland (Gewerbe- und Wohnen) und Österreich erworben, welche die eingeleitete Fokussierung verdeutlichen. Neben dem Projekt „Postquadrat“ in Mannheim, mit einem Gesamtprojektvolumen in Höhe von rund 177 Mio. €, konnte sich die Gesellschaft im vergangenen Geschäftsjahr zwei weitere Projekte in Berlin Schönefeld, mit einem Volumen von jeweils etwa 170 Mio. € sichern. Aufgrund des umfangreichen Projektvolumens werden diese jeweils als Joint Venture realisiert, wobei die jeweiligen Projektgesellschaften nicht vollkonsolidiert sondern als „At Equity“-Beteiligung in der EYEMAXX-Bilanz berücksichtigt werden. Milestone-bezogene Projektfortschritte finden sich daher als Residualwert im Beteiligungsergebnis der Gesellschaft wieder. Dieser Erlösstrom kletterte gegenüber dem Vorjahreswert deutlich auf 7,19 Mio. € (VJ: 2,63 Mio. €), was in erster Linie auf den Fortschritt bei den beiden Schönefelder Projekten zurückzuführen ist.

### Entwicklung der Gesamtleistung (in Mio. €)



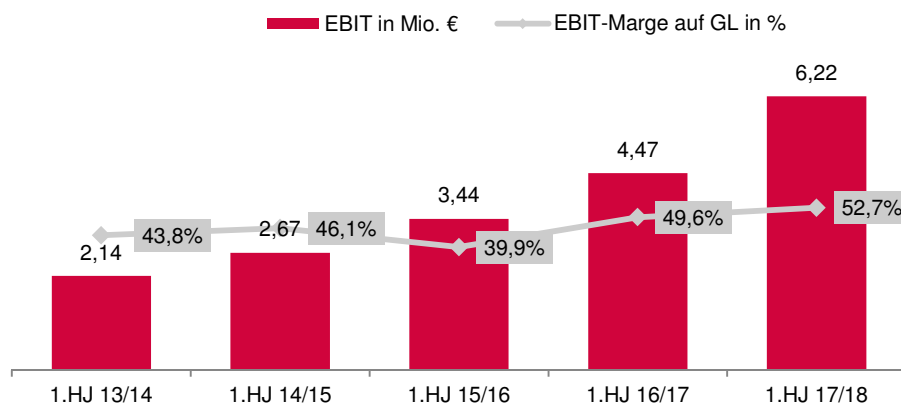
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die übrigen Erlösströme, in denen beispielsweise Mieteinnahmen, Dienstleistungserlöse etc. enthalten sind, haben sich im Vergleich dazu konstant entwickelt. Lediglich beim Bewertungsergebnis (gem. IAS 40) verzeichnete EYEMAXX Real Estate AG eine Minderung auf -0,17 Mio. € (VJ: 1,63 Mio. €), wobei hier nicht realisierte negative Währungseffekte bei den vollkonsolidierten serbischen Projekten zum Tragen gekommen sind.

## Ergebnisentwicklung 1.HJ 2017/2018

Typischerweise findet sich bei EYEMAXX der Anstieg der Gesamtleistung in einem dazu korrespondierenden Ergebnisanstieg wieder. In erster Linie ist dies dem Umstand geschuldet, wonach die in der Gesamtleistung enthaltenen Erlösströme zum Teil Residualgrößen darstellen, denen keine weiteren Kostenpositionen in der konsolidierten EYEMAXX-GuV gegenüberstehen. Darüber hinaus weist EYEMAXX eine im Vergleich zur Gesamtleistung nur unterproportionale Entwicklung der Overheadkosten (Personalaufwand, sbE, AfA) auf, so dass auch hier Skaleneffekte zum Tragen kommen. Dementsprechend weist das EBIT in Höhe von 6,22 Mio. € (VJ: 4,47 Mio. €) mit einer EBIT-Marge in Höhe von 52,7 % (VJ: 49,6 %) ein hohes Rentabilitätsniveau auf.

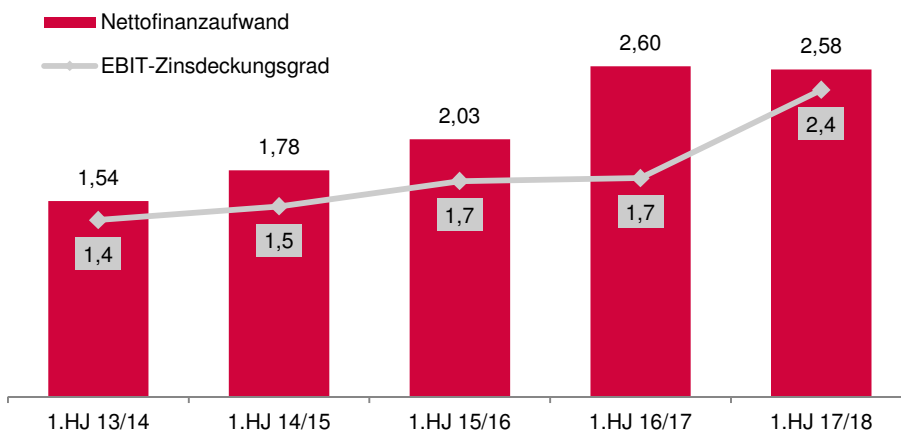
### EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Ausgehend vom deutlichen Ausbau des EBIT legte das Nachsteuerergebnis auf 2,22 Mio. € (VJ: 1,32 Mio. €) ebenfalls stark zu. Hier enthalten sind auch die, aus einer insgesamt gestiegenen Verschuldung, höheren Finanzaufwendungen in Höhe von 4,61 Mio. € (VJ: 3,86 Mio. €), wobei die zuletzt emittierte Unternehmensanleihe (2018/20123) erst zum Ende des Berichtszeitraums ausgegeben wurde und sich dementsprechend nicht in nennenswerter Weise im Finanzergebnis wiederfindet. Das Fremdkapital wird in der Regel den Projektgesellschaften als eigenkapitalersetzendes Fremdkapital weitergereicht, woraus Zinserträge in Höhe von 2,04 Mio. € (VJ: 1,26 Mio. €) generiert wurden und sich dementsprechend die Finanzaufwendungen im Saldo bei 2,58 Mio. € (VJ: 2,60 Mio. €) beliefen. Auf dieser Basis weist EYEMAXX einen Zinsdeckungsgrad in Höhe von 2,4 (VJ: 1,7) auf:

### Nettofinanzaufwand (in Mio. €) und EBIT-Zinsdeckungsgrad



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

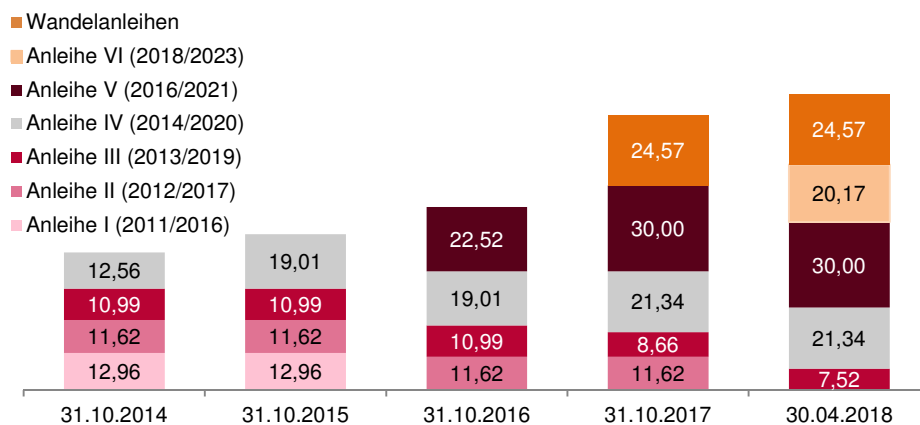
## Bilanzielle Situation zum 30.04.2018

in Mio. €	31.10.2016	30.10.2017	30.04.2018
Eigenkapital (EK-Quote in %)	38,01 (31,9%)	50,10 (33,4%)	57,93 (31,2%)
Zinstragende Verbindlichkeiten	69,54	100,81	108,25
Kurzfristige liquide Mittel	3,33	15,77	15,31
Net Debt	66,21	85,04	92,94
Anlagevermögen	65,65	76,87	86,54

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die EYEMAXX-typische schlanke Bilanzstruktur (überwiegenden Teil der Projektgesellschaften ist nicht vollkonsolidiert) weist gegenüber dem Geschäftsjahresende 2016/2017 leichte Veränderungen auf. Besonders hervorzuheben ist dabei die Emission der mittlerweile sechsten Unternehmensanleihe. Die bis zum Jahr 2023 laufende Anleihe ist mit dem bislang niedrigsten Kupon in Höhe von 5,5 % ausgestattet, wodurch der konzernweite durchschnittliche Zinssatz reduziert wurde. Der Zeichnungsstand zum 30.04.2018 belief sich auf 20,17 Mio. €. Nach diesem Stichtag erfolgte jedoch die Vollplatzierung der Anleihe in Höhe von insgesamt 30,00 Mio. €. Zusammen mit den beiden ausstehenden Wandelanleihen sowie Bankdarlehen im geringen Umfang belaufen sich die zinstragenden Verbindlichkeiten auf 108,25 Mio. € (30.10.17: 100,81 Mio. €):

### Ausstehende Anleihen (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die Anleihemittel wurden bislang vornehmlich zum Ausbau der Immobilienprojekte verwendet. Da diese in der Regel als eigenkapitalersetzendes Fremdkapital den Projektgesellschaften zur Verfügung gestellt werden, entsteht hier ein hoher Leverage-Effekt. Mittlerweile beläuft sich das Volumen der Projektpipeline auf rund 890 Mio. €. In der konsolidierten EYEMAXX-Bilanz führen die bereits realisierten Wertzuwächse bei den Projekten zu einem Anstieg des Anlagevermögens auf 86,54 Mio. € (30.10.17: 76,87 Mio. €). Wie dargestellt, stellt dieser Wert zu großen Teilen nur den Eigenkapitalwert der nicht vollkonsolidierten Projektgesellschaften dar.

Demzufolge weist EYEMAXX eine für Immobilienprojektierer vergleichsweise hohe Eigenkapitalquote in Höhe von 31,2 % (30.10.17: 33,4 %) auf. Der trotz gestiegenem Eigenkapital leichte Rückgang der EK-Quote ist auf die Emission der neuen Unternehmensanleihe und damit auf den Ausbau des Fremdkapitals zurückzuführen.

## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

in Mio. €	GJ 16/17	GJ 17/18e	GJ 18/19e	GJ 19/20e
Umsatzerlöse	5,00	7,79	8,22	8,50
Gesamtleistung (GL)*	23,58	26,48	26,99	28,30
EBIT ( <i>Marge in % auf GL</i> )	14,25 (60,4%)	16,95 (64,0%)	17,28 (64,0%)	18,40 (65,0%)
Jahresüberschuss	6,62	8,98	11,95	12,31

Quelle: GBC AG, \*Gesamtleistung nach eigenen Berechnungen

Wir hatten unsere Prognosen zuletzt im Rahmen der Credit Researchstudie zur Emission der Unternehmensanleihe (2018/2023) angepasst. Im Rahmen dieser Studie (siehe Studie vom 29.03.2018) hatten wir eine Vollplatzierung der Unternehmensanleihe unterstellt, was nach dem Stichtag 30.04.2018 auch so eingetreten ist. Die Finanzierung neuer Projekte sowie des Ausbaus der Projektpipeline ist folglich sichergestellt. EYEMAXX hat im Zuge dessen nach dem Stichtag 30.04.2018 eine Reihe von neuen Investitionen vorgestellt, womit die Projektpipeline auf mittlerweile etwa 890 Mio. € ausgebaut wurde.

- Erwerb einer erweiterungsfähigen Gewerbeimmobilie in Bamberg. Nach Abschluss der Planungen und Erhalt der Baubewilligung ab Q4/2018 sollen über einer Fachmarktebene ein Hotel mit 150 Zimmern und ein Boardinghouse mit 50 Serviced Apartments entstehen. Zum Projekt gehört auch das sich in Betrieb befindliche größte Kino der Region mit rund 1.500 Plätzen sowie ein Parkhaus mit 700 Plätzen. Da das 50 Mio. € umfassende Projekt im EYEMAXX-Bestand verbleiben soll, ist mit einem Anstieg der jährlichen Mieteinnahmen von rund 3,2 Mio. € zu rechnen.
- Sicherung eines Projektes für ein Hotel sowie Serviced Apartments in Essen. Das rund 6.000 qm und 20,0 Mio. € umfassende Projekt soll bis zum Frühjahr 2020 fertiggestellt werden. Die Absichtserklärung eines möglichen Betreibers liegt bereits vor.
- Im Juni 2018 hat EYEMAXX das bislang größte Wohnimmobilienprojekt in Wien gesichert. Das mehr als 200 Wohnungen umfassende Projekt beläuft sich auf rund 50 Mio. € und sollte bis Mitte 2021 fertiggestellt werden.

Unsere Prognosen werden damit weiter mit Projekten unterfüttert und EYEMAXX hat gleichzeitig erneut den Beweis erbracht, neue attraktive Projekte sichern zu können. Auf dieser unverändert umfangreichen Basis sowie unter Berücksichtigung der geplanten Fertigstellung der Projekte, belassen wir unsere bisherigen Prognosen unverändert. Nach wie vor dürfte, gemäß Projektfortschritt, ein jeweils signifikantes Beteiligungsergebnis erwirtschaftet werden, welches von zunehmenden Erträgen aus den konsolidierten Projektgesellschaften flankiert werden dürfte. Auch über unseren konkreten Prognosezeitraum hinweg verfügt EYEMAXX über ausreichend Umsatzpotenziale. Projekte mit einem Umfang in Höhe von rund 600 Mio. € sollen beispielsweise in den Jahren 2020 bis 2022 fertiggestellt werden. Aufgrund des nach wie vor hohen Anteils der At-Equity-Erträge, in denen die Nachsteuererträge der Projektgesellschaften enthalten sind, wird EYEMAXX ein unverändert hohes Rentabilitätsniveau vorweisen. Auf EBIT-Ebene sollte sich dieses in einem Bereich oberhalb von 60 % einpendeln.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir auf Grundlage der Unternehmensprognosen einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 21,50 € (bisher: 19,80 €) ermittelt. Das bisherige Bewertungsmodell basierte noch auf den niedrigeren Prognosen vor der Emission der jüngsten Unternehmensanleihe, was die Kurszielanhebung erklärt. Darüber hinaus liegt ein so genannter Roll-Over-Effekt vor, da das aktuelle Kursziel zum Geschäftsjahresende 2018/2019 (bisher: 2017/2018) ermittelt wurde. Ausgehend vom Aktienkurs in Höhe von 10,80 € vergeben wir damit weiterhin das Rating KAUFEN.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die EYEMAXX Real Estate AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2017/2018, 2018/2019 und 2019/2020 in Phase 1, erfolgt von 2020/2021 bis 2024/2025 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 konservativ 60,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 20,0 % 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 1,25 % (bisher: 1,25 %).

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 1,41 (bisher: 1,41). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,0 % (bisher: 9,0 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % (bisher: 70 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,16 % (bisher: 7,94 %). Die Anhebung der Eigenkapitalgewichtung ist auf die anstehende Rückzahlung bzw. mögliche Wandlung der ausstehenden Wandelanleihen zurückzuführen.

### ***Bewertungsergebnis***

Als Bewertungsergebnis haben wir einen neuen fairen Wert in Höhe von 21,50 € je Aktie (bisher: 19,00 €) ermittelt. In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir zudem eine vollständige Wandlung der ausstehenden Wandelanleihen im laufenden und kommenden Geschäftsjahr berücksichtigt, was einerseits eine Reduktion der Nettoverschuldung sowie andererseits ein Anstieg der ausstehenden Aktienzahl bedeutet.

## DCF-Bewertungsmodell

### 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	62,6%	ewige EBITA - Marge	60,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,4%	effektive Steuerquote im Endwert	20,0%
Working Capital zu Umsatz	120,2%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	
Gesamtleistung (GL)	17/18e	18/19e	19/20e	20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	
GL Veränderung	26,48	26,99	28,30	29,15	30,02	30,92	31,85	32,81	
GL zu operativen Anlagevermögen	12,3%	1,9%	4,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
EBITDA	0,32	0,33	0,37	0,35	0,31	0,31	0,31	0,31	
EBITDA-Marge	17,25	17,58	18,70	18,26	18,81	19,37	19,95	20,55	
EBITDA-Marge	65,2%	65,1%	66,1%	62,6%	62,6%	62,6%	62,6%	62,6%	
EBITDA	16,95	17,28	18,40	17,95	18,47	18,98	19,55	20,14	
EBITDA-Marge	64,0%	64,0%	65,0%	61,6%	61,5%	61,4%	61,4%	61,4%	60,0%
Steuern auf EBITA	-3,66	-2,37	-3,31	-3,59	-3,69	-3,80	-3,91	-4,03	
zu EBITA	21,6%	13,7%	18,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBI (NOPLAT)	13,29	14,91	15,08	14,36	14,78	15,19	15,64	16,11	
Kapitalrendite	13,2%	13,2%	13,7%	14,5%	12,5%	11,4%	11,4%	11,4%	11,1%
Working Capital (WC)	30,64	27,63	22,43	35,04	36,09	37,17	38,29	39,43	
WC zu Umsatz	115,7%	102,4%	79,3%	120,2%	120,2%	120,2%	120,2%	120,2%	
Investitionen in WC	-6,54	3,01	5,20	-12,61	-1,05	-1,08	-1,12	-1,15	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	82,62	82,32	76,39	83,28	96,85	99,76	102,75	105,83	
AFA auf OAV	-0,31	-0,31	-0,31	-0,31	-0,33	-0,39	-0,40	-0,41	
AFA zu OAV	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	
Investitionen in OAV	-6,05	-0,01	5,62	-7,20	-13,90	-3,29	-3,39	-3,49	
Investiertes Kapital	113,26	109,95	98,82	118,32	132,94	136,93	141,03	145,27	
EBITDA	17,25	17,58	18,70	18,26	18,81	19,37	19,95	20,55	
Steuern auf EBITA	-3,66	-2,37	-3,31	-3,59	-3,69	-3,80	-3,91	-4,03	
Investitionen gesamt	-12,59	3,00	10,82	-19,81	-14,95	-4,38	-4,51	-4,64	
Investitionen in OAV	-6,05	-0,01	5,62	-7,20	-13,90	-3,29	-3,39	-3,49	
Investitionen in WC	-6,54	3,01	5,20	-12,61	-1,05	-1,08	-1,12	-1,15	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,00	18,22	26,21	-5,14	0,16	11,20	11,53	11,88	213,56

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	180,25	176,74
Barwert expliziter FCFs	56,94	43,37
Barwert des Continuing Value	123,31	133,38
Nettoschulden (Net debt)	54,97	19,21
Wert des Eigenkapitals	125,28	157,54
Fremde Gewinnanteile	-0,17	-0,21
Wert des Aktienkapitals	125,11	157,33
Ausstehende Aktien in Mio.	5,60	7,32
Fairer Wert der Aktie in EUR	22,32	21,50

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	9,0%
Zielgewichtung	75,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	25,0%
Taxshield	20,6%
WACC	8,2%

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%
10,6%	23,00	21,68	20,49	19,42	18,45
10,8%	23,57	22,21	20,99	19,89	18,89
11,1%	24,15	22,75	21,50	20,36	19,34
11,3%	24,72	23,29	22,00	20,84	19,78
11,6%	25,30	23,83	22,50	21,31	20,22



## 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.htm>

#### **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.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 § 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,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 Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**  
**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](mailto:compliance@gbc-ag.de)