

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

### KAUFEN

Kursziel: 19,00 €  
(bisher: 15,00 €)

aktueller Kurs: 15,60  
20.6.2017 / Schlusskurs  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0V9L94  
WKN: AOV9L9  
Börsenkürzel: BNT1  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 4,290  
Marketcap<sup>3</sup>: 66,92  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 133,13  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 49,9 %

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 8

Fertigstellung/Veröffentlichung:  
20.06.2017 / 21.06.2017

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Wohnprojekte, Pflegeheime und Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 29 Stand: 31.10.2016

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, Österreich sowie die CEE und SEE Länder. 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 über 550 Mio. Euro ausgebaut und die jährlichen Mieteinnahmen des Bestandsportfolios auf 3,9 Mio. Euro erhöht werden. Die Aktien der EYEMAXX Real Estate AG notieren im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Das Unternehmen hat außerdem mehrere börsennotierte Anleihen begeben.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.10.2016	31.10.2017e	31.10.2018e	31.10.2019e
Gesamtleistung	18,23	21,71	23,63	24,50
EBITDA	10,45	13,59	15,20	16,31
EBIT	10,24	13,38	14,98	16,10
Jahresüberschuss	5,85	7,87	10,59	13,24

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,36	1,83	1,76	2,21
Dividende je Aktie	0,20	0,30	0,40	0,50

### Kennzahlen

EV/Gesamtleistung	7,29	6,13	5,63	5,43
EV/EBITDA	12,74	9,80	8,76	8,16
EV/EBIT	13,00	9,95	8,89	8,27
KGV	11,43	8,50	6,32	5,05
KBV	1,76			

### Finanztermine

31.07.17: HJ-Bericht 2016/2017

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

13.03.2017: RS / 15,00 / KAUFEN

21.12.2016: RS / 13,00 / KAUFEN

01.12.2016: RS / 13,00 / KAUFEN

13.10.2016: RS / 13,00 / KAUFEN

05.08.2016: RS / 13,00 / 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

## **Großprojekt in Berlin hebt Projektpipeline auf über 550 Mio. € an**

Gemäß Adhoc-Mitteilung vom 14.06.2017 hat die EYEMAXX Real Estate AG ein neues großvolumiges Immobilienprojekt in Berlin-Schönefeld erworben. Mit einem Gesamtvolumen in Höhe von rund 170 Mio. € handelt es sich dabei, neben dem im vergangenen Geschäftsjahr erworbenen „Postquadrat“-Projekt in Mannheim, um das zweitgrößte Projekt der Unternehmensgeschichte.

Auf insgesamt 73.000 qm sollen, östlich des Ortskerns von Schönefeld, bis zum Jahr 2022 insgesamt 17 Gebäude mit 450 Wohneinheiten (Wohnfläche: 29.300 qm) sowie Büroflächen (23.400 qm) und rund 690 Stellplätze entstehen. Für den ersten Bauabschnitt, welcher 6.000 qm Wohnfläche und ca. 4.000 qm Bürofläche enthält, liegt ein bereits rechtskräftiger Bebauungsplan vor. Mit dem erwarteten Vorliegen der Baugenehmigung zum Frühjahr 2018 soll die Errichtung des ersten Bauabschnitts erfolgen.

Die Finanzierung des Projektes soll innerhalb eines Joint Ventures, an dem die EYEMAXX mit 50,1 % und der Joint Venture Partner (DIE Deutsche Immobilien Entwicklungs AG) mit 49,9 % beteiligt ist, erfolgen. Ausgehend von der Ziel-Eigenkapitalstruktur der EYEMAXX, welche sich auch aus der Finanzierungsstruktur der bisherigen Projekte ableiten lässt, beläuft sich das von der EYEMAXX aufzubringende Eigenkapital über das gesamte Projektvolumen auf etwa 13,00 Mio. €. Da jedoch die Finanzierung bauabschnittsgemäß erfolgt, ist der aufzubringende Eigenkapital-Anteil letztendlich deutlich geringer. Zudem ist davon auszugehen, dass im Rahmen von Forward Sales vorneweg Mittelzuflüsse generiert werden, welche ebenfalls für die Projektfinanzierung verwendet werden können. Insofern dürfte die Projektfinanzierung, trotz des hohen Projektvolumens, gut zu bewerkstelligen sein.

## **Wandelanleiheemission als neue Finanzierungskomponente**

Ohnehin greift die EYEMAXX für die Projektfinanzierung auf eine Vielzahl von Finanzierungskomponenten zurück. Neben den derzeit vier ausstehenden Unternehmensanleihen mit einem Gesamtvolumen in Höhe von 64,14 Mio. € (Stand: 31.10.2016) hat die Gesellschaft erfolgreich zwei Wandelanleihen im Volumen von 4,19 Mio. € (ISIN: DE000A2BPCQ2) sowie von 20,38 Mio. € (ISIN: DE000A2DAJB7) emittiert. Die erworbenen Mittel können an die Projektgesellschaften als Eigenkapital weitergereicht werden, wodurch, bei einer für die EYEMAXX üblichen Finanzierungsstruktur, ein Projektvolumen von deutlich über 100 Mio. € finanziert werden kann. Bei einem Wandlungspreis in Höhe von 9,80 € je Aktie (erste Wandelanleihe) bzw. von 11,89 € je Aktie (zweite Wandelanleihe) ist von einer hohen Wandlungsquote auszugehen, was der größten Kapitalerhöhung der Unternehmensgeschichte gleichkommen würde. Damit würde die Eigenkapitalbasis weiter deutlich gestärkt werden.

## **Weiteres Wohnprojekt in Wien bedient hohe Nachfrage**

Mit dem neuen Berliner Projekt klettert die Projektpipeline der EYEMAXX signifikant auf nunmehr über 550 Mio. €. Der Schwerpunkt der Projektpipeline liegt mittlerweile ganz klar auf Deutschland und Österreich, also in Märkten, die von einer anhaltend dynamischen Nachfrage- und dadurch Preisentwicklung nach Wohn-, Büro- und Pflegeimmobilien, profitieren. Gemäß dem aktuellen Schwerpunkt hat die Gesellschaft kürzlich ein weiteres Neubau-Wohnimmobilienprojekt im Westen Wiens erworben. Auf einem 2.000 qm großen Grundstück sollen bis zum zweiten Quartal 2019 drei Wohngebäude mit insgesamt 13 hochwertigen Eigentumswohnungen sowie sieben „Town Houses“ entstehen. Das Projektvolumen liegt bei rund 10 Mio. € und damit handelt es sich um ein Projekt durchschnittlicher Größenordnung für die EYEMAXX.

## Leichte Prognoseanhebung bei niedrigerem Risiko

in Mio. €	GJ 16/17e (alt)	GJ 16/17 (neu)	GJ 17/18e (alt)	GJ 17/18e (neu)	GJ 18/19e (alt)	GJ 18/19e (neu)
Umsatzerlöse	3,84	4,35	4,88	5,08	5,90	5,65
Gesamtleistung (GL)	20,08	21,71	20,74	23,63	22,94	24,50
EBITDA	13,08	13,59	13,60	15,20	15,66	16,31
EBIT	12,86	13,38	13,38	14,98	15,44	16,10
Jahresüberschuss	8,68	7,87	10,46	10,59	12,59	13,24

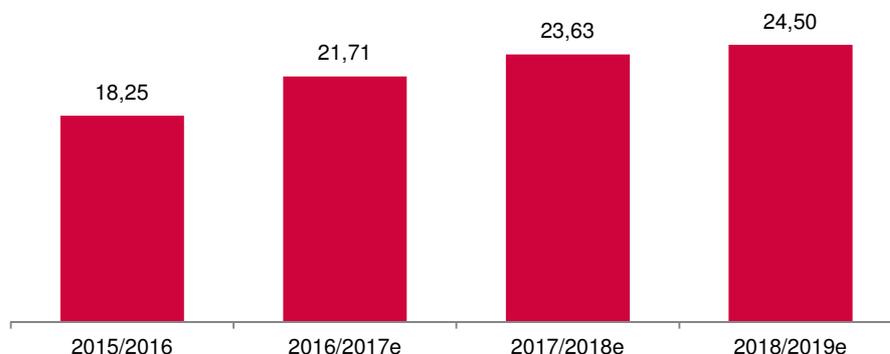
Quelle: GBC AG

Wir haben den Zugang des neuen Großprojektes sowie des neuen Wiener Wohnprojektes zum Anlass für eine leichte Prognoseanpassung genommen. Darüber hinaus haben wir die nach der Emission der Wandelanleihe deutlich verbesserte Finanzierungskraft der Gesellschaft ebenfalls erstmalig in unseren Prognosen berücksichtigt. Grundsätzlich bildet die Grundlage unserer Prognosen die in den vergangenen Geschäftsjahren aufgebaute umfangreiche Projektpipeline sowie das Bestandsportfolio, welches derzeit jährliche Mieteinnahmen in Höhe von 3,9 Mio. € generiert. Mit dem Zugang der beiden neuen Projekte umfasst die Projektpipeline derzeit ein Volumen in Höhe von über 550 Mio. €. Neben den beiden Flaggschiffprojekten in Mannheim und in Berlin-Schönefeld enthält die EYEMAXX-Projektpipeline insbesondere Wohn- und Pflegeprojekte in Deutschland und Österreich sowie, aus dem früheren Geschäftsschwerpunkt heraus, Gewerbeprojekte in Tschechien, Polen und Serbien.

Da die neuen Projekte noch keine Auswirkung auf das laufende Geschäftsjahr haben werden, haben wir die entsprechenden Prognosen für 2016/2017 nahezu unverändert gelassen. In unserer letzten Researchstudie (siehe Researchstudie Anno vom 13.03.2017) hatten wir die Übergabe von Projekten in Leipzig, Klein Lengden, Potsdam sowie die Veräußerung des serbischen Logistikprojektes, als Prognosegrundlage für 2016/2017 herangezogen. Zwischenzeitlich hat die Gesellschaft das Leipziger Projekt „Thomasium“ sowie das Pflegeheim in Klein Lengden plangemäß übergeben.

Ab dem Geschäftsjahr 2017/2018 rechnen wir, ausgehend von einem Projekt-ROI von 10-20 %, von einem deutlichen und nachhaltigen Anstieg der Gesamtleistung. Durch den erstmaligen Einbezug der neuen Projekte haben wir dementsprechend eine Anhebung der Gesamtleistungs-Prognosen vorgenommen:

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

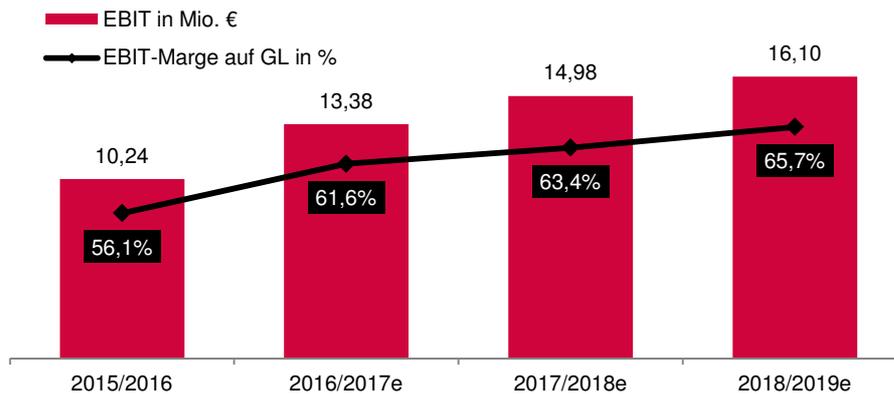


Quelle: GBC AG

Wie auch schon in den vergangenen Geschäftsjahren wird die EYEMAXX AG künftig ein hohes Rentabilitätsniveau vorweisen. Dies liegt in erster Linie an den Ergebnissen aus Gemeinschaftsunternehmen (at equity) begründet, die die anteiligen Nachsteuerergeb-

nisse der entsprechenden Projektgesellschaften sind und diesen daher keine operativen Kosten gegenüberstehen. Die Kostensituation der EYEMAXX AG wird dabei nahezu ausschließlich von den typischen Holdingkosten dominiert (Personal, Kapitalbeschaffung etc.). Auch beim EBIT haben wir erstmalig die neuen Projekte berücksichtigt, woraus sich insbesondere ab dem kommenden Geschäftsjahr 2017/2018 eine Prognoseerhöhung ergeben hat.

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



Quelle: GBC AG

Im prognostizierten Nachsteuerergebnis findet ab dem laufenden Geschäftsjahr 2016/2017 erstmalig die neu emittierte 20,38 Mio. €-Wandelanleihe (Kupon: 4,5 % p.a.) Berücksichtigung, woraus sich insbesondere für das laufende Geschäftsjahr 2016/2017 eine leichte Prognosereduktion ergeben hat. Darüber hinaus weist die EYEMAXX eine grundsätzlich niedrige Steuerbelastung auf, da der überwiegende Teil des Steueraufwands bereits auf Ebene der Projektgesellschaften erfasst wird. Die EYEMAXX hat gezeigt, dass sie Großprojekte erfolgreich und hochprofitabel abwickeln kann und ist mit der aktuellen Projektpipeline auf einem sehr guten Wachstumskurs. Dies haben wir in den niedrigen Kapitalkosten berücksichtigt, was sich positiv in der Unternehmensbewertung niederschlägt.

Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 19,00 € (bisher: 15,00 €) je Aktie ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 15,60 € (20.06.17) ergibt sich ein Kurspotenzial in Höhe von etwa 21 % und damit vergeben wir 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 2016/2017, 2017/2018 und 2018/2019 in Phase 1, erfolgt von 2019/2020 bis 2023/2024 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 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 1,25 % (bisher: 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 1,41 (bisher: 1,63). Die Beta-Reduktion haben wir vor dem Hintergrund der neuen Aufträge vorgenommen, wodurch das Risiko zur Realisierung der Projektpipeline deutlich gemindert wurde.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,0 % (bisher: 9,9 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,94 % (bisher: 8,58 %).

### ***Bewertungsergebnis***

Als Bewertungsergebnis haben wir einen neuen fairen Wert in Höhe von 19,00 € je Aktie (bisher: 15,00 €) ermittelt. Die daraus resultierende Kurszielanhebung basiert einerseits auf die vorgenommene Prognoseanhebung und ist andererseits auf die Reduktion der gewichteten Kapitalkosten zurückzuführen. Die niedrigeren Kapitalkosten sind insbesondere eine Folge des neu hinzugekommenen Großprojektes in Berlin Schönefeld, wodurch sich das Risiko der Realisierung der Projektpipeline gemindert hat.

## DCF-Modell

### 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	55,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,4%	effektive Steuerquote im Endwert	15,0%
Working Capital zu Umsatz	137,6%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 16/17e	GJ 17/18e	GJ 18/19e	GJ 19/20e	GJ 20/21e	GJ 21/22e	GJ 22/23e	GJ 23/24e	
Gesamtleistung (GL)	21,71	23,63	24,50	25,24	25,99	26,77	27,58	28,40	
GL Veränderung	19,0%	8,8%	3,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
GL zu operativen Anlagevermögen	0,28	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	
EBITDA	13,59	15,20	16,31	15,14	15,60	16,06	16,55	17,04	
EBITDA-Marge	62,6%	64,3%	66,6%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	
EBITA	13,37	14,98	16,09	14,81	15,26	15,71	16,19	16,67	
EBITA-Marge	61,6%	63,4%	65,7%	58,7%	58,7%	58,7%	58,7%	58,7%	55,2%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,12 8,4%	-1,12 7,5%	-0,85 5,3%	-2,22 15,0%	-2,29 15,0%	-2,36 15,0%	-2,43 15,0%	-2,50 15,0%	15,0%
EBI (NOPLAT)	12,26	13,86	15,24	12,59	12,97	13,36	13,76	14,17	
Kapitalrendite	14,2%	14,0%	13,5%	10,0%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,2%
Working Capital (WC)	20,80	22,50	32,00	34,72	35,77	36,84	37,94	39,08	
WC zu Umsatz	95,8%	95,2%	130,6%	137,6%	137,6%	137,6%	137,6%	137,6%	
Investitionen in WC	-0,43	-1,70	-9,50	-2,72	-1,04	-1,07	-1,11	-1,14	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	78,21	90,00	94,23	97,06	99,97	102,97	106,06	109,24	
AFA auf OAV	-0,21	-0,21	-0,21	-0,33	-0,34	-0,35	-0,36	-0,37	
AFA zu OAV	0,3%	0,2%	0,2%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	
Investitionen in OAV	-12,77	-12,01	-4,45	-3,16	-3,25	-3,35	-3,45	-3,55	
Investiertes Kapital	99,01	112,50	126,23	131,79	135,74	139,81	144,01	148,33	
EBITDA	13,59	15,20	16,31	15,14	15,60	16,06	16,55	17,04	
Steuern auf EBITA	-1,12	-1,12	-0,85	-2,22	-2,29	-2,36	-2,43	-2,50	
Investitionen gesamt	-13,20	-13,71	-13,95	-5,88	-4,29	-4,42	-4,55	-4,69	
Investitionen in OAV	-12,77	-12,01	-4,45	-3,16	-3,25	-3,35	-3,45	-3,55	
Investitionen in WC	-0,43	-1,70	-9,50	-2,72	-1,04	-1,07	-1,11	-1,14	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,73	0,37	1,51	7,04	9,01	9,28	9,56	9,85	178,75

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	136,69
Barwert expliziter FCFs	32,02
Barwert des Continuing Value	104,67
Nettoschulden (Net debt)	54,38
Wert des Eigenkapitals	82,31
Fremde Gewinnanteile	-0,79
Wert des Aktienkapitals	81,52
Ausstehende Aktien in Mio.	4,29
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>19,00</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	9,0%
Zielgewichtung	70,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	30,0%
Taxshield	22,6%
WACC	<b>7,9%</b>

## 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, 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), 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**  
**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)