



## **Researchstudie (Anno)**

### **Aves One AG**



**Profitabilität soll dieses Jahr erreicht werden**

-

**1 Mrd. Euro Asset under Management im Jahr 2019 avisiert**

-

**Sehr attraktiver Rail-Deal aus der VTG/Nacco Transaktion**

**Kursziel: 12,10 €**

**(bisher: 9,10 €)**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 23

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

## Aves One AG<sup>\*5a,11</sup>

**Rating: KAUFEN**

**Kursziel: 12,10 €**

Aktueller Kurs: 8,25  
12.08.2018 / ETR-Schlusskurs

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A168114

WKN: A16811

Börsenkürzel: AVES

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 13,02  
Marketcap<sup>3</sup>: 96,75  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 542,49  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 21,94%

Transparenzlevel:  
Prime Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2017

Designated Sponsor:  
Hauck & Aufhäuser

**Analysten:**

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker,  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 24

### Unternehmensprofil

Branche: Asset-Management

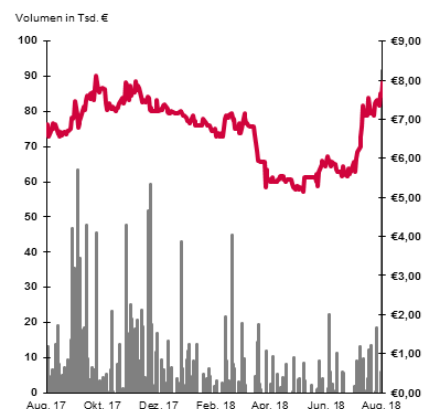
Fokus: Container, Rail, Logistikimmobilien

Mitarbeiter: 41 Stand: 31.12.2017

Gründung: 2013

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Jürgen Bauer, Sven Meißner



Die Aves One AG ist ein stark wachsender Investor im Bereich langlebiger Logistik-Assets mit dem Fokus auf Güterwaggons für die Schiene. Standardcontainer für die Schifffahrt, Wechselbrücken für die Straße sowie Logistikimmobilien gehören ebenfalls zum Portfolio der Aves One AG. Die sehr guten Zugänge zum Equipment-Markt sowie umfangreiche Kenntnisse zum Thema Finanzierung durch das Management und ein exzellentes Netzwerk von Partnern aus beiden Bereichen sind das Fundament für den kontinuierlichen Auf- und Ausbau der Geschäftstätigkeit. Angestrebt ist ein weiterer Ausbau der Geschäftstätigkeit in allen Geschäftsbereichen, mit einem besonderen Fokus auf das Segment Rail. Durch die Akquisition der Nacco-Rail-Portfolios plant das Unternehmen nun mindestens 1 Mrd. Euro Asset-under-Management bereits 2019 zu erreichen (ursprüngliches Ziel war 2020).

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	53,43	77,02	117,48	130,04
EBITDA	25,32	54,31	85,62	97,65
EBIT	9,39	32,18	53,54	62,80
Jahresüberschuss	-34,98	3,76	7,69	9,18

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-2,71	0,29	0,60	0,71
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	10,15	7,04	4,62	4,17
EV/EBITDA	21,42	9,99	6,34	5,56
EV/EBIT	57,75	16,86	10,13	8,64
KGV	-2,77	25,72	12,59	10,54
KBV	4,48			

### Finanztermine

09.2018: 1.HJ Bericht 2018
03./04.09.2018: DVFA Herbstkonferenz
05.09.2018: ZKK Zürcher Kapitalmarkt Konferenz
11.2018: Q3 Bericht 2018
26.-28.11.2018: Deutsches Eigenkapitalforum
11./12.12.2018: MKK Münchener Kapitalmarkt Konferenz

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
05.12.2017: RS / 9,10 € / KAUFEN
14.11.2017: RS / 9,10 € / KAUFEN
24.07.2017: RS / 9,10 € / 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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die Aves One AG konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 abermals dynamisch wachsen und der Umsatz stieg um 86,5% auf 53,43 Mio. € an (VJ: 26,65 Mio. €). Der Grund für dieses dynamische Umsatzwachstum waren der weitere Aufbau des Asset-Bestands, insbesondere der Erwerb der ERR Wien im August 2016 (nun: Aves Rail GmbH), was zu einer Erhöhung des Güterwagenbestands von 331 auf 4.308 führte. Insgesamt steigerten sich die Assets under Management (AuM) von 445,40 Mio. € (2016) auf 448,46 Mio. € (2017) und die Bruttorendite stieg im gleichen Zeitraum auf 11,9% (VJ: 6,4%) an. Wobei hier maßgebliche Stichtageffekte durch den Erwerb der Aves Rail Ende 2016 zum Tragen kommen.
- Die Umsatzsteigerungen führten auch zu weiteren Ergebnissteigerungen. Durch den Lean-Management-Approach und die günstige Fremdkapitalfinanzierung verfügt das Geschäftsmodell über eine degressive Kostenentwicklung und daraus eine resultierende hohe Skalierbarkeit. Somit wurde im Geschäftsjahr 2017 eine EBITDA-Marge von 54,5% (VJ: 35,9%) erzielt und ein EBITDA in Höhe von 29,11 Mio. € (VJ: 10,29 Mio. €), wobei hier abermals die genannten Stichtageffekte eine Vergleichbarkeit einschränken.
- **Maßgeblich zur zukünftigen Entwicklung des Unternehmens sollte der kürzlich gemeldete Erwerb von umfangreichen Rail-Assets im Rahmen des VTG/Nacco-Deals beitragen (siehe Seite 6).** Hintergrund ist eine kartellrechtliche Auflage an VTG mindestens 30% der erworbenen Nacco-Assets an einen Dritten zu veräußern. Weiterhin gab es durch die Kartellbehörden umfangreiche Auflagen an die Eigenschaften des Dritten, was zu einem stark reduzierten Bieterkreis führte. So durfte der neue Erwerber keine allzu große Marktstellung haben und musste bereits über Erfahrungen und Assets im Rail-Bereich verfügen. Dies führte dazu, dass große Finanzinvestoren und große Mitbewerber vom Bieterverfahren ausgeschlossen wurden. Somit konnte die Aves One unseres Erachtens die Assets (im Umfang von ca. 300 Mio. €) zu einem fairen Preis erwerben. Das erworbene Portfolio scheint äußerst attraktiv zu sein und passt unseres Erachtens sehr gut in das bestehende Portfolio der Aves One. Die Assets befinden sich primär in Deutschland und verfügen über eine hohe EBITDA-Marge von über 75%. Bei den Assets handelt es sich um etwa 50% Güterwaggons und 50% Kesselwaggons, welche darüber hinaus ein vergleichsweise junges Durchschnittsalter von etwa 15 Jahren aufweisen. Besonders attraktiv ist das Portfolio, da es bereits vollvermietet ist, was bei anderen Portfolio-Transaktionen nicht üblich ist. Unseres Erachtens ist diese Transaktion äußerst wertschöpfend für die Aktionäre der Aves One und sollte dazu führen, dass das Unternehmens-Ziel von 1 Mrd. € Asset under Management bereits bis zum Jahr 2019 erreicht werden könnte.
- Durch den deutlichen Anstieg der Assets erwarten wir im Jahr 2018 ein Umsatzwachstum von 44,1% auf 77,02 Mio. € (VJ: 53,43 Mio. €), gefolgt von einem Umsatzwachstum um 52,5% auf 117,48 Mio. € im Jahr 2019 und ein weiteres Wachstum um 10,7% auf 130,04 Mio. € im Jahr 2020. Zum Umsatzwachstum sollten alle Assetklassen entsprechend ihrer Gewichtung beitragen.
- Durch das starke Umsatzwachstum gehen wir von einem dynamischen EBITDA-Wachstum bei einer sukzessiven Margenausweitung aus. Unseres Erachtens sollte das Konzern-EBITDA im Jahr 2018 um 86,6% auf 54,31 Mio. € ansteigen, was zu einer Margen-Verbesserung auf 70,5% (VJ: 54,5%) führen

sollte. In den folgenden Jahren sollte sich diese Entwicklung fortsetzen, mit einem Wachstum um 57,7% auf 85,62 Mio. € im Jahr 2019 (72,9% EBITDA-Marge) und ein weiteres Wachstum um 14,0% auf 97,65 Mio. € im Jahr 2020 (75,1% EBITDA-Marge).

- Durch die dynamische Entwicklung des EBITDA und der rückläufigen Abschreibungsquoten und Zinsquoten, sollte sich die Netto-Marge sukzessive steigern. Unseres Erachtens sollte der Jahresüberschuss 2018 positiv ausfallen und sich nach -13,35 Mio. € (bereinigt um nicht cash-wirksame Währungseffekte) im Jahr 2017 auf 3,76 Mio. € im Jahr 2018 belaufen. In den Folgejahren rechnen wir mit einer Steigerung des Jahresüberschusses auf 7,69 Mio. € (2019) bzw. 9,18 Mio. € (2020). Somit erwarten wir, dass die Aves One mittelfristig eine hohe Profitabilität erreicht.
- **Durch die unseres Erachtens äußerst wertschöpfende VTG/Nacco-Transaktion sollten die Wachstumsziele der Gesellschaft mit 1 Mrd. AuM bereits 2019 erreicht werden können. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir das Kursziel deutlich auf 12,10 € erhöht (bisher: 9,10 €) und vergeben erneut das Rating Kaufen.**

## INHALTSVERZEICHNIS

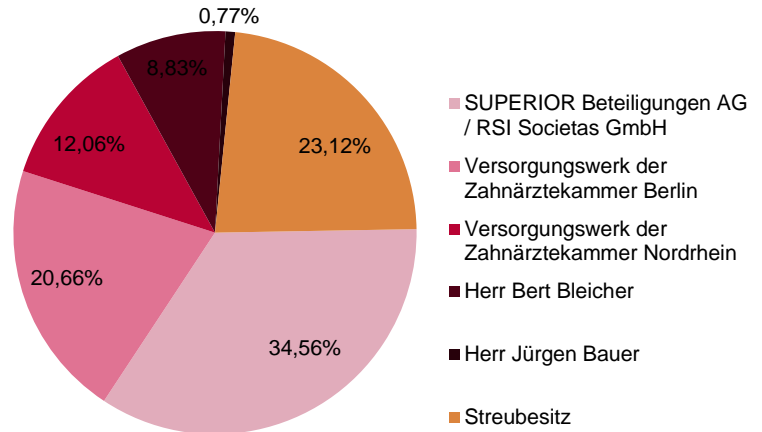
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>5</b>
Aktionärsstruktur .....	5
Konsolidierungskreis .....	5
Wichtige Partner und Kunden .....	5
<b>Übernahme von weiteren Waggons im Rahmen des VTG/Nacco-Deals.....</b>	<b>6</b>
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>8</b>
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>10</b>
Kennzahlen im Überblick .....	10
Geschäftsentwicklung 2017 .....	11
Umsatzentwicklung .....	11
Ergebnisentwicklung .....	12
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	15
SWOT-Analyse .....	16
Prognose und Modellannahmen .....	17
Umsatzprognose .....	17
Ergebnisprognose .....	18
<b>Bewertung .....</b>	<b>21</b>
Modellannahmen .....	21
Bestimmung der Kapitalkosten .....	21
Bewertungsergebnis .....	21
DCF-Modell.....	22
<b>Anhang .....</b>	<b>23</b>

## UNTERNEHMEN

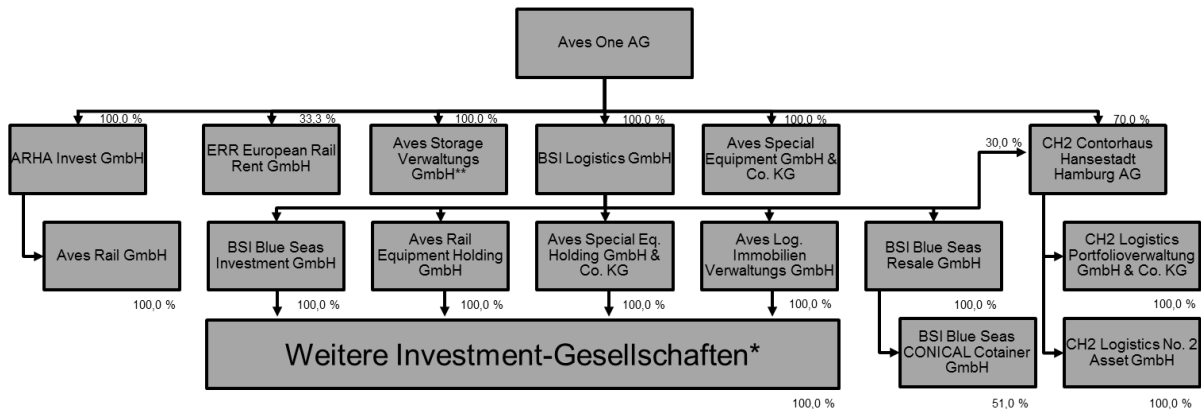
### Aktionärsstruktur

Aktionäre	%
SUPERIOR Beteiligungen AG / RSI Societas GmbH	34,56%
Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin	20,66%
Versorgungswerk der Zahnärztekammer Nordrhein	12,06%
Herr Bert Bleicher	8,83%
Herr Jürgen Bauer	0,77%
Streubesitz	23,12%

Quelle: Aves One



### Konsolidierungskreis



Quelle: Aves One

### Wichtige Partner und Kunden



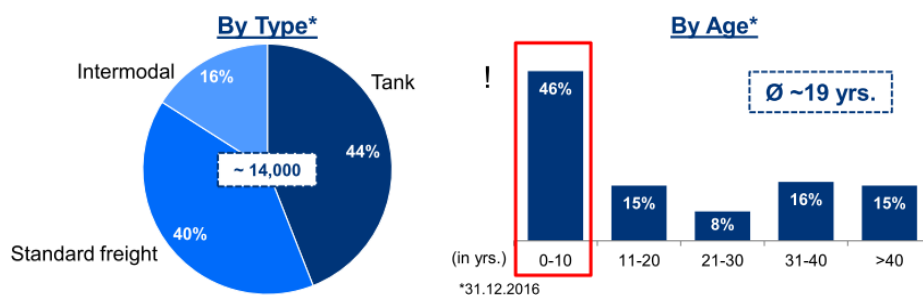
Quelle: Aves One

## ÜBERNAHME VON WEITEREN WAGGONS IM RAHMEN DES VTG/NACCO-DEALS

Im Rahmen des VTG/Nacco-Deals wurde es der Aves One AG ermöglicht, rund 30% des Waggonbestands der Nacco-Gruppe zu erwerben. Diesen Deal sehen wir äußerst positiv, da wir davon ausgehen, dass der Bestand zu einem fairen Preis erworben wurde.

Hintergrund dieses Deals ist die Auflage des Kartellamts an VTG mindestens 30% der übernommenen Waggonen an einen anderen Marktteilnehmer zu veräußern. VTG hatte am 01.07.2017 die Übernahme des Waggonvermieters Nacco (die CIT Rail Holdings ist die Eigentümerin der Nacco-Gruppe) verkündet. Jedoch erfolgte der Vollzug des Erwerbs unter dem Vorbehalt der Freigabe durch die Bundeskartellämter. Ursprünglich sollte der Deal Ende 2017 bereits abgeschlossen sein, da mit einer Zustimmung der zuständigen Kartellbehörden gerechnet wurde. Das Bundeskartellamt legte der VTG als Auflage für die Freigabe auf, dass rund 30% des Güterwagenbestands vorab an Dritte veräußert werden.

### Zusammensetzung des Nacco Waggonbestands



Quelle: VTG AG

Im ersten Halbjahr 2018 kam es zu einem internen Bieterverfahren, bei der die Aves One nun final als Gewinner hervorging. Wir gehen davon aus, dass ein äußerst fairer Preis für die erworbenen Waggonen verhandelt werden konnte. Der Grund hierfür sind die hohen Auflagen des Kartellamts an den möglichen Erwerber. So musste der Erwerber bereits über das notwendige Knowhow im Bereich Güterwaggonen verfügen sowie mit genügend Finanzkraft ausgestattet sein und keine zu starke Marktstellung haben, damit keine weiteren kartellrechtlichen Bedenken aufkommen könnten.

Aus diesen umfangreichen Auflagen für einen möglichen Erwerber ergab sich nur eine überschaubare Anzahl an Bietern, da weder große Finanzinvestoren noch ähnliche große Mitbewerber auf das Portfolio bieten durften. Dies versetzte die Aves One in die Lage bei einem wahrscheinlich äußerst fairen Preis den Zuschlag zu erhalten, da es nur einen vergleichsweise kleinen Kreis an Mitbietern gab. Konkret geht es hier um etwa 4400 Waggonen, von denen etwa die eine Hälfte Kesselwaggonen und die andere Hälfte Güterwaggonen sind. Zudem handelt es sich bei dem Portfolio nahezu ausschließlich um den Bestand in Deutschland und würde daher sehr gut in das bestehende Portfolio der Aves One AG passen. Gleiches gilt auch für das durchschnittliche Alter, mit etwa 16 Jahren sind die Waggonen noch vergleichsweise jung und entsprechen den Waggonen der Aves One.

Eine Besonderheit ist, dass das Portfolio bereits vollvermietet ist und somit eine sehr hohe Bruttomarge aufweisen sollte. Bei einem regulären Portfolioerwerb kann in der Regel nicht von einer Vollvermietung ausgegangen werden und somit weist das Portfolio insgesamt sehr attraktive Eigenschaften auf. Der Deal ist so strukturiert, dass das

schweizerisches Vermietungsunternehmen ‚WASCOSA‘ die Bewirtschaftung übernehmen wird und eine 100%ige Tochtergesellschaft der Aves One die Waggons erwirbt. Damit bleibt sich die Aves One als Bestandshalter ihrer Strategie treu.

Die Zahlen in der veröffentlichten Meldung der Aves One AG zeigen eine sehr hohe EBITDA-Marge von über 75% im erworbenen Portfolio auf, was auch über der aktuellen Marge der Aves One liegen würde (2017 Segment Rail: 73,7%). Insgesamt halten wir die Transaktion für sehr wertschöpfend und haben die Maßnahme entsprechend kalkuliert und in unseren Prognosen berücksichtigt.

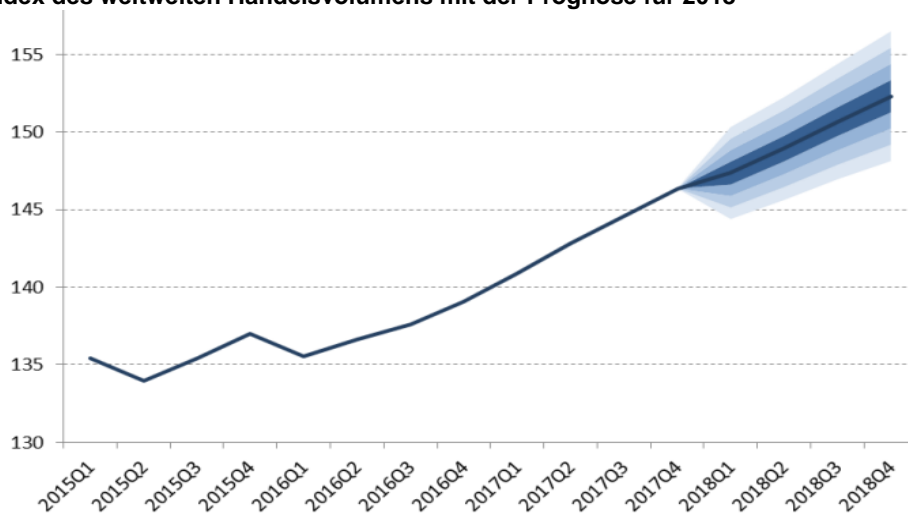


## MARKT UND MARKTUMFELD

Aves One ist als Bestandhalter von Logistik-Assets maßgeblich von der Entwicklung der Handelsströme abhängig. Daher sind für das Unternehmen die Tendenzen des Welthandels und im speziellen des europäischen Leasingmarktes für Container, Rail und Logistik Real Estate entscheidend.

Gemäß WTO soll das Wachstum des weltweiten Warenhandels in 2018 und 2019, nach dem größten Anstieg in sechs Jahren im Jahr 2017, weiter anhalten. Der weitere Ausbau hängt vom Weltwirtschaftswachstum und von Regierungen ab, die eine angemessene Geld- und Handelspolitik verfolgen. Die WTO erwartet ein Wachstum des Handelsvolumens von durchschnittlich 4,4% in 2018 (zwischen 3,1% bis 5,5%), gemessen relativ zum durchschnittlichen weltweiten Import und Export. Somit würde nahezu das bereits sehr hohe Vorjahresergebnis von 4,7% erreicht werden. Das Wachstum für 2019 wird auf 4,0% geschätzt und liegt damit unter dem langjährigen Durchschnitt seit 1990 von 4,8%, jedoch liegt dieser Wert immer noch deutlich über dem mittelfristigen Durchschnitt von 3,0% seit der Wirtschaftskrise von 2007. Im Vergleich hierzu wies das Jahr 2017 das stärkste Wachstum des Handelsvolumens seit 2011 auf, bedingt durch konjunkturelle Faktoren sowie insbesondere durch gestiegene Investitions- und Konsumausgaben. Das Wachstum des Warenhandelsvolumens im Jahr 2017 dürfte auch durch die Schwäche des Handels in den zwei vorangegangenen Jahren etwas kompensiert worden sein, da sich hieraus eine niedrigere Basis für die Expansion bot. Andererseits besteht ein gewisses Aufwärtspotenzial durch weitere Strukturreformen und eine expansivere Entwicklungspolitik.

### Index des weltweiten Handelsvolumens mit der Prognose für 2018



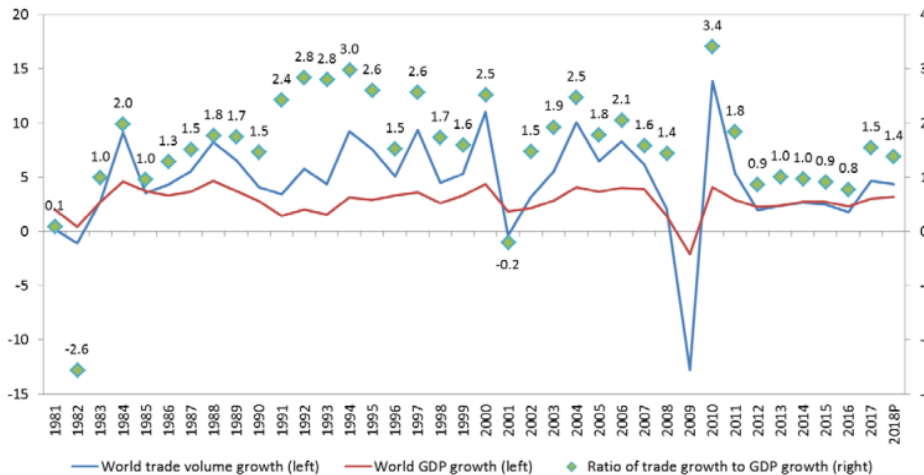
Quelle: WTO, UNCTAD, WTO Sekretariat

Vor dem Hintergrund der Abhängigkeit zum weltweiten BIP, gibt die WTO eine Prognosespanne des Handelswachstums von 3,1% bis 5,5% für 2018 aus. Mit der aktuellen Prognose wurde die ursprüngliche Prognose von 3,2% bereits deutlich angehoben. Hintergrund dieser Entwicklung sind die gute Konsumstimmung und positive Konjunkturindikatoren.

Es zeigt sich auch, dass die eigentliche Investmentthese der Aves One Bestand hat und dass das Wachstum des Welthandels nahezu jedes Jahr deutlich über dem weltweiten BIP lag. In der Vergangenheit wuchs der Welthandel in der Regel 1,5 Mal schneller als das weltweite BIP. Dieses Verhältnis erhöhte sich auf das 2,0-fache in den 1990ern und fiel in den fünf Jahren nach der Finanzkrise (2011-2016) auf das 1,0-fache. In 2016

wurde ein mittelfristiger Tiefstand dieser Rate von 0,8 verzeichnet, jedoch konnte bereits in 2017 wieder der historische Durchschnitt von 1,5 erreicht werden. Auch in 2018 wird ein starkes Handelswachstum erwartet und die WTO rechnet mit einem Faktor von 1,4.

**Verhältnis des weltweiten Wachstums des BIP und des Welthandels**

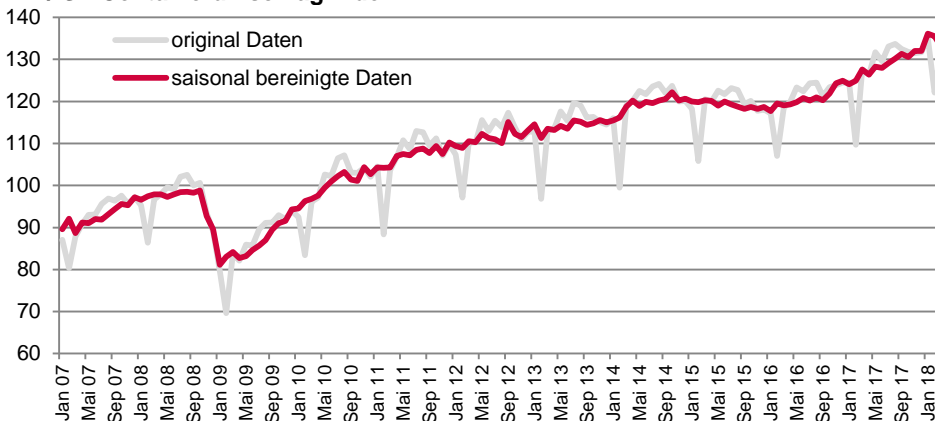


Quelle: WTO, UNCTAD

Vorläufige Daten der WTO deuten auf einen starken Jahresstart 2018 hin. In dem jüngst erschienenen ‚World Trade Outlook Indicator‘ (Februar 2018) wurde eine über dem Trend liegende Wachstumsrate für das erste Quartal 2018 indiziert und auch andere wichtige Indikatoren wie der Containerschiffahrtmarkt verzeichnen Verbesserungen.

Ein weiterer Indikator für eine positive Handelsentwicklung stellt der RWI / ISL-Containerumschlag-Index dar, welcher im Februar 2018 nahezu den absoluten Höchststand erreichte und folglich ein starkes Handelswachstum verspricht. Zudem hat sich der Index mit 5,4% Wachstum positiv aus dem Jahr 2017 verabschiedet. Damit scheint die Schwächephase des Welthandels zur Mitte dieses Jahrzehnts überwunden zu sein.

**RWI/ISL-Containerumschlag-Index**



Quelle: Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung und des Instituts für Seeverkehrswirtschaft und Logistik (ISL)

Insgesamt entwickelt sich das Marktumfeld für die Aves One AG sehr gut und von dem steigenden Handelsvolumen sollten auch die Individualmärkte Container, Rail und Real Estate profitieren. Unseres Erachtens ist die Aves One gut positioniert, um an der positiven Marktentwicklung zu partizipieren.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>28,65</b>	<b>53,43</b>	<b>77,02</b>	<b>117,48</b>	<b>130,04</b>
sonstige betriebliche Erträge	3,06	1,18	0,00	1,30	0,00
Materialaufwand	-9,11	-12,87	-15,07	-20,69	-23,17
Personalaufwand	-2,34	-4,81	-4,80	-4,80	-4,80
sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,93	-8,26	-2,84	-7,67	-4,42
<b>EBITDA</b>	<b>10,29</b>	<b>29,11</b>	<b>54,31</b>	<b>85,62</b>	<b>97,65</b>
Abschreibungen	-8,51	-15,93	-22,13	-32,08	-34,85
Abschreibungen auf zur Veräußerungen gehaltene langfristige Vermögenswerte	0,00	-3,78	0,00	0,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>1,78</b>	<b>9,39</b>	<b>32,18</b>	<b>53,54</b>	<b>62,80</b>
Zinserträge	0,83	1,22	0,0	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-14,12	-21,76	-28,00	-45,00	-52,00
Währungsergebnis aus Finanzierungen	6,01	-21,63	0,00	0,00	0,00
Aufwand aus Aktienemission (Disagio)	0,00	-1,17	0,00	0,00	0,00
Finanzierungsnebenkosten	-0,94	-3,40	0,00	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>-6,45</b>	<b>-37,34</b>	<b>4,18</b>	<b>8,54</b>	<b>10,80</b>
Ertragssteuern	-1,22	2,36	-0,42	-0,85	-1,62
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-7,67</b>	<b>-34,98</b>	<b>3,76</b>	<b>7,69</b>	<b>9,18</b>
<b>EBITDA</b>	10,29	25,32	54,31	85,62	97,65
<i>EBITDA-Marge</i>	35,9%	47,4%	70,5%	72,9%	75,1%
<b>EBIT</b>	1,78	9,39	32,18	53,54	62,80
<i>EBIT-Marge</i>	6,2%	17,6%	41,8%	45,6%	48,3%

Quelle: Aves One, GBC

## Geschäftsentwicklung 2017

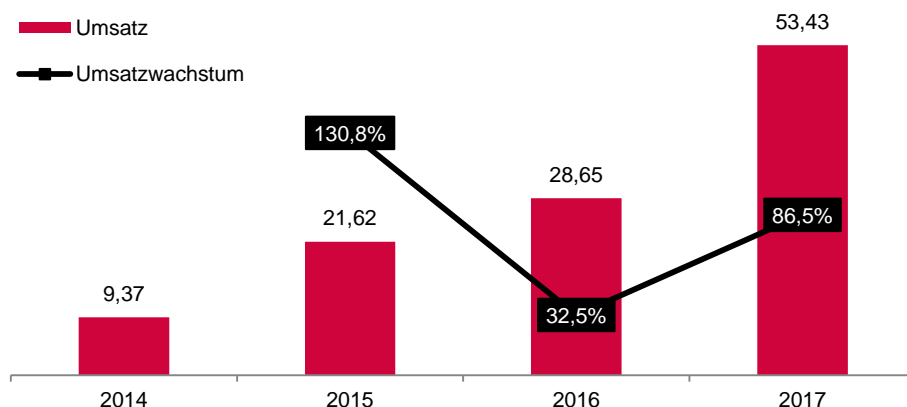
GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Umsatzerlöse	21,62	28,65	53,43
EBITDA	20,33	10,29	25,32
EBITDA-Marge	94,0%	35,9%	47,4%
EBIT	15,57	1,78	9,39
EBIT-Marge	72,0%	6,2%	17,6%
Jahresüberschuss	4,37	-7,67	-34,98
EPS in €	0,81	-1,23	-2,71

Quelle: Aves One AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 steigerte das Unternehmen den Umsatz um 86,5% auf 53,43 Mio. € (VJ: 26,65 Mio. €). So konnte wie in den vergangenen Jahren ein sehr dynamisches Wachstum generiert werden. Hauptursächlich für diese Entwicklung ist der Erwerb weiterer Logistik-Assets sowie Basiseffekte aus der Konsolidierung von erworbenen Asset-Beteiligungen. Maßgeblich war hier auch der Erwerb der ERR Wien im August 2016 (nun: Aves Rail GmbH), welche den Güterwagenbestand von 331 auf 4.308 bzw. die Rail-Assets auf 229,76 Mio. € erhöhte.

### Umsatzentwicklung (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



Quelle: Aves One AG; GBC AG

Weiterhin wurde eine neue Strukturierung der Segmente durchgeführt, um eine klarere Struktur zu schaffen. Aus den vier ehemaligen Segmenten Container, Rail, Resale und Special Equipment wurden nun die drei Segmente Container, Rail und Real Estate. Das Segment Special Equipment, mit dem Fokus auf Wechselbrücken und Tankcontainer wurde in das Segment Container integriert und das Segment Resale wurde in das Segment Real Estate überführt. Die ursprüngliche Planung im Bereich Resale beinhaltete auch die Expansion in den Self Storage Markt. Hierzu wurde ein Testprojekt eines Storageparks in Münster entwickelt. Dieses Objekt wird nun in der Bilanzposition Vorräte geführt und soll mittelfristig veräußert werden. Das neue strategische Ziel des Segments Real Estate ist der Aufbau eines Logistikimmobilien-Portfolios.

Als Bestandhalter sind für die Umsatzentwicklung drei Faktoren maßgeblich. Zum einen die Assets under Management (AuM), zum anderen die Mietrentabilität und zusätzlich die Auslastungsquote.

In Bezug auf die Assets under Management wurden bereits wichtige Erfolge erzielt. Einerseits konnten mit der Aves Rail (vormals ERR Wien), umfangreiche Rail Assets erworben werden andererseits schreitet auch der sukzessive Ausbau des Wechselbrücken-Portfolios voran. Analog hierzu konnte das Unternehmen am 12.04.2018 vermeh-

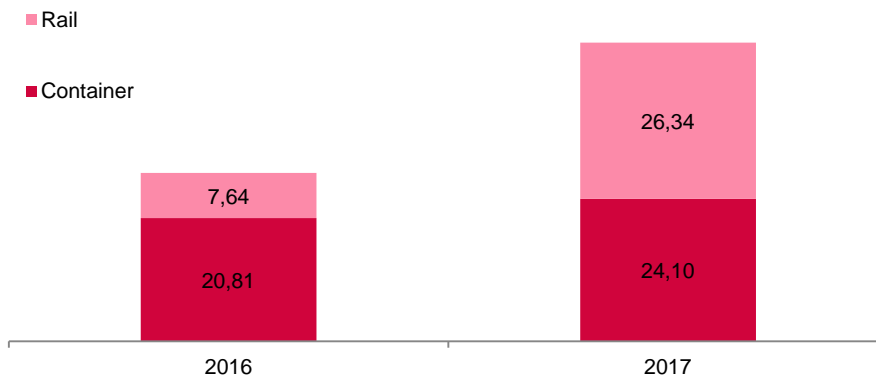
den, die erste Logistikimmobilie für rund 10 Mio. € in den Bestand aufgenommen zu haben. Insgesamt baut das Unternehmen das AuM kontinuierlich aus und die Gesellschaft bekräftigte im Geschäftsbericht 2017 nochmals das erklärte Ziel von rund 1 Mrd. € AuM bis zum Jahr 2020 zu erreichen. Dieses Ziel sollte durch die aktuelle Akquisition aus dem VTG/Nacco-Deal bereits 2019 erreicht werden.

Bruttorenditen /Asset under Management	2016	2017
Container (AuM)	9,5% (219,59 Mio. €)	11,0% (218,40 Mio. €)
Rail (AuM)	3,4% (225,76 Mio. €)	11,5% (229,76 Mio. €)
<b>Konzern (AuM)</b>	<b>6,4% (445,40 Mio. €)</b>	<b>11,9% (448,46 Mio. €)</b>

Quelle: Aves One AG; GBC AG

Bezüglich der Mietrenditen bzw. Auslastungsquoten wurden ebenfalls signifikante Verbesserungen erzielt. So konnte im Segment Container die Bruttorendite von 9,5% (2016) auf 11,0% (2017) gesteigert werden. Hauptursächlich für diese Entwicklung sind Portfoliobereinigungen, mit dem Ziel, ausschließlich vermietbare Container im Bestand zu halten. Darüber hinaus tragen auch die hochmargigen Wechselbrücken bzw. Tankcontainer zu einer Ausweitung der Bruttorendite bei, da diese Assets ursprünglich dem Segment Special Equipment zugeordnet wurden und nun zum Segment Container zählen. Im Bereich Rail ist die Vergleichbarkeit zum Vorjahr durch die Akquisition der Aves Rail kaum möglich, dennoch konnte mit einer Bruttorendite in Höhe von 11,5% (VJ: 3,4%) ein sehr hoher Wert im Bereich Rail erzielt werden. Das Segment Real Estate befindet sich gegenwärtig noch im Aufbau und zum Geschäftsjahr 2017 wurden noch keine wesentlichen Umsätze bzw. Bruttorenditen erzielt. Insgesamt wurde so auf der Konzernebene eine sehr hohe Bruttorendite von 11,9% (VJ: 6,4%) erreicht.

#### Wesentliche Positionen der Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: Aves One AG; GBC AG

Durch die hohen Bruttorenditen wurden deutliche Umsatzsteigerungen auf der Segmentebene erzielt. Das Segment Container steigerte den Umsatz um 15,8% auf 24,10 Mio. € (VJ: 20,81 Mio. €) und das Segment Rail konnte den Umsatz um 244,9% auf 26,34 Mio. € (VJ: 7,64 Mio. €) erhöhen, wobei hier die genannten Basiseffekte aus der Akquisition eine entscheidende Rolle spielen.

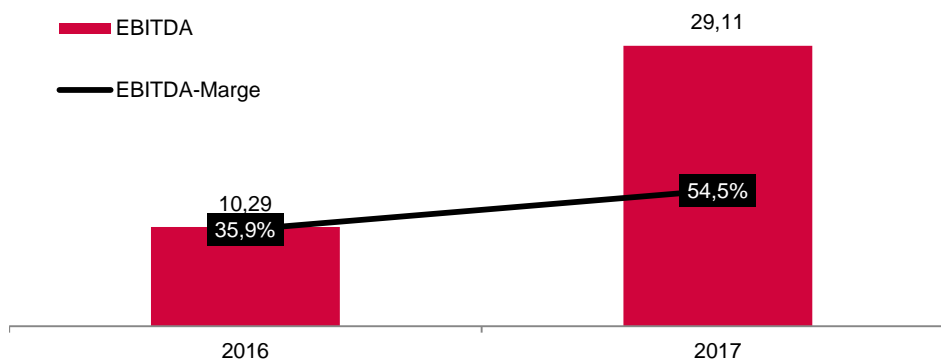
#### Ergebnisentwicklung

Das Geschäftsmodell der Aves One basiert auf der Überlegung, dass den Bruttorenditen mit einem Lean-Management-Approach und einer günstigen Fremdkapitalfinanzierung vergleichsweise geringe Kosten gegenüberstehen. So wurden auf Konzernebene bereits im Jahr 2017 Bruttorenditen von 11,9% erzielt und das Unternehmen geht davon aus, dass hier noch weiteres Steigerungspotenzial vorhanden ist. Durch den Lean-

Management-Approach sind vor allem die Personal- und Verwaltungskosten relativ fix, was bei entsprechenden Ausweitungen des Asset under Managements zu signifikanten Skaleneffekten führen sollte. Durch diese degressive Kostenentwicklung und daraus resultierende hohe Skalierbarkeit wird das Ziel von 1 Mrd. € AuM noch attraktiver.

Durch die genannten Stichtageffekte ist die Vergleichbarkeit zum Vorjahr nur begrenzt möglich, auch in Bezug auf die Margenentwicklung zwischen 2016 und 2017. Dennoch wird deutlich, wie hoch profitabel das Unternehmen operieren kann. So wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 eine EBITDA-Marge von 54,5% (VJ: 35,9%) erzielt und ein EBITDA in Höhe von 29,11 Mio. € (VJ: 10,29 Mio. €) erwirtschaftet.

#### Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: Aves One; GBC AG

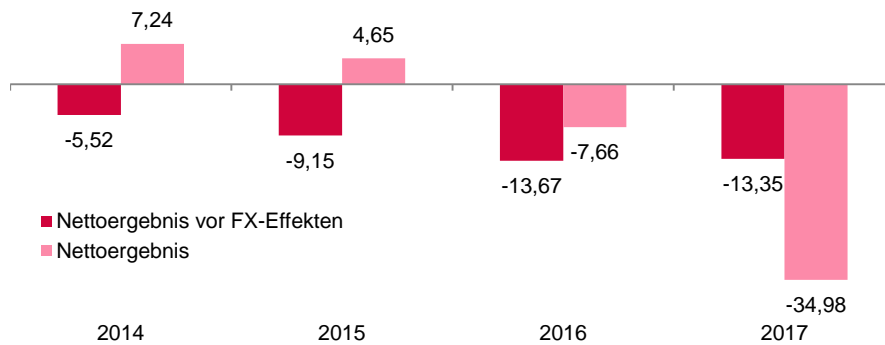
Die Differenz zwischen EBITDA und EBIT setzt sich aus den regulären Abschreibungen in Höhe von 15,93 Mio. € (VJ: 8,51 Mio. €) und aus Abschreibungen für den Verkauf der nicht-vermieteten Container in Höhe von 3,78 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €) zusammen. In Summe wurden somit 19,71 Mio. € abgeschrieben (VJ: 8,51 Mio. €)

Noch deutlicher wird dies bei der Entwicklung des EBIT, welches sich um 428,6% auf 9,39 Mio. € steigerte (VJ: 1,78 Mio. €). Dementsprechend erhöhte sich parallel hierzu die EBIT-Marge von 6,2% (2016) auf 17,6% (2017). Trotz des hohen operativen Ergebnisses wirkt sich das Finanzergebnis deutlich ergebnismindernd aus und so wurde in 2017 ein Nettoergebnis (EAT) in Höhe von -34,98 Mio. € erzielt (VJ: -7,66 Mio. €).

Das Finanzergebnis setzte sich zusammen aus Einmalkosten der Emission von Aktien (-1,17 Mio. €) sowie aus Finanzierungsnebenkosten (-3,40 Mio. €). Die wesentliche Position ist jedoch die der Zinsaufwendungen, welche sich um 54,1% auf -21,76 Mio. € erhöhte (VJ: -14,12 Mio. €), bedingt durch weitere Erhöhungen der Neuverschuldung. Dennoch stiegen die Zinsaufwendungen deutlich unterproportional zum Umsatz und Ergebnis an und entwickeln sich entsprechend der Investmentthese deutlich degressiv. Unseres Erachtens sollten die Zinskosten zukünftig weiter sinken, zum einen da ein besserer Finanzierungsmix erzielt werden kann und zum anderen aufgrund günstigerer Finanzierungen im Bereich Real Estate, welche in der Regel günstiger ausfallen als andere Assetklassen.

Weiterhin spielte das Währungsergebnis aus Finanzierungen eine entscheidende Rolle und diese beliefen sich auf -21,63 Mio. € (VJ: 6,01 Mio. €). Diese Währungseffekte beziehen sich größtenteils auf nicht cash-wirksame Währungseffekte aus dem Segment Container, die aus der Umrechnung der Verbindlichkeiten resultieren. Unter der Annahme, dass zukünftig kein Hedging durchgeführt gibt das Unternehmen eine Währungssensitivität von circa 15 Mio. € bei einer 10%igen Veränderung des Währungspaares USD/EUR an.

### Entwicklung des Nettoergebnisses und des bereinigten Nettoergebnisses um FX-Effekte



Quelle: Aves One; GBC

Bereinigt um diese nicht cash-wirksamen Währungseffekte wurde ein EAT in Höhe von -13,35 Mio. € erzielt (VJ: -13,67 Mio. €) und lag bereinigt um die Abschreibung für die Portfolibereinigung und die Einmaleffekte der Finanzierungskosten im Rahmen der Erwartungen.

## Bilanzielle und finanzielle Situation

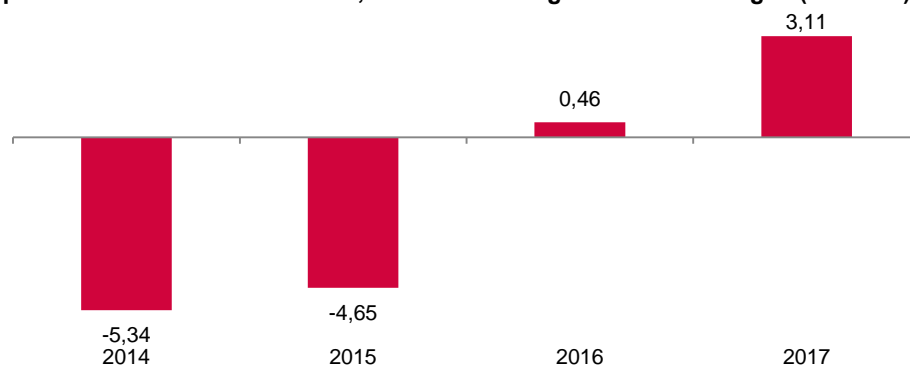
in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Eigenkapital	19,15	28,49	21,60
EK-Quote (in %)	7,2%	5,5%	4,2%
Operatives Anlagevermögen	240,12	450,81	457,85
Working Capital	10,08	27,59	25,87
Net Debt	226,60	445,75	464,36
Finanzverbindlichkeiten	232,60	445,40	448,46
Liquidität	11,48	23,08	14,91
Bilanzsumme	267,15	517,88	520,13

Quelle: Aves One; GBC

Die Bilanz der Aves One AG ist geprägt vom Aufbau eines umfangreichen Assetbestands, welcher vornehmlich über Fremdkapital finanziert wird. Durch den hohen Leverage ergibt sich eine niedrige Eigenkapitalquote von 4,2% (31.12.2016: 5,5%), dies sollte zukünftig jedoch zu sehr hohen Eigenkapitalrenditen führen.

Zum 31.12.2017 belief sich das Sachanlagevermögen auf 448,46 Mio. € (31.12.16: 445,40 Mio. €) und erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr nur leicht. Bereinigt um die Wechselkurseffekte würde sich das Sachanlagevermögen auf rund 473 Mio. € belaufen. Weiterhin vollzog das Unternehmen eine Depotbereinigung im Container-Portfolio, was zu einer einmaligen Sonderabschreibung von 3,78 Mio. € führte. Diese Depotbereinigung zielte darauf ab nicht-vermietete Container zu verkaufen, um so eine doppelte Brutto-Margensteigerung zu erreichen. Zum einen wurde keine Stellplatzmiete mehr gezahlt und zum anderen erhöhte sich der Anteil der vermieteten Container. Der Zeitpunkt der Bereinigung erwies sich zudem als strategisch sinnvoll, da die Containerpreise laut Aussage des Managements zu diesem Zeitpunkt wieder deutlich angestiegen waren.

### Operativer Cashflow vor Steuern, Zinsaufwendungen und Zinserträgen (in Mio. €)



Quelle: Aves One AG; GBC AG

Die Aves One AG hat sich verschrieben in Cashflow-starke Assets zu investieren und dies zeigt sich auch deutlich im operativen Cashflow, welcher sich um 384,8% auf 23,65 Mio. € erhöhte (VJ: 4,88 Mio. €). Bereinigt um die Zinszahlungen und Steuern wird die positive Entwicklung des operativen Cashflows noch deutlicher. Der bereinigte Cashflow steigerte sich um 576,1% auf 3,11 Mio. € (VJ: 0,46 Mio. €).

Das Unternehmen baut den Asset-Bestand kontinuierlich aus, was sich entsprechend im Cashflow aus Investitionstätigkeiten mit -49,30 Mio. € (31.12.2016: -68,60) widerspiegelt. Im Rahmen der Asset-Finanzierung flossen dem Unternehmen im Cashflow aus Finanzierungstätigkeit rund 17,25 Mio. € zu (VJ: 73,98 Mio. €).



## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Guter Zugang zu Asset-Portfolios als wesentliche Voraussetzungen für weiteres Wachstum</li> <li>• Breit diversifiziertes Asset-Portfolio über Container, Rail und Real Estate sorgt für eine Streuung des Risikos</li> <li>• Starkes Partnernetzwerk im Bereich Asset-Managern, Einkauf und Finanzierung</li> <li>• Etablierter Wagenpark in einem starken Wachstumsmarkt</li> <li>• Lean-Management-Approach mit stabilen Fixkosten</li> <li>• Diversifiziertes Finanzierungsnetzwerk ermöglicht hohe Unabhängigkeit von einzelnen Finanzierungsquellen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Durch hohen Fremdfinanzierungsanteil beim Ankauf von Assets weist Aves One geschäftsmodellbedingt eine niedrige Eigenkapitalquote auf</li> <li>• Derzeit noch vergleichsweise hohe Finanzierungskosten durch hohe Anteile an Direktinvestments und Investitionen von institutionellen Investoren</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eine Veränderung der Finanzierungsstruktur hin zu einer verstärkten Bankenfinanzierung, könnte den durchschnittlichen Zinssatz senken und das Nettoergebnis stärken</li> <li>• Das Logistikimmobiliengeschäft bringt zusätzliche Wachstumchancen für die kommenden Jahre</li> <li>• Die Liberalisierung des Bahn-Marktes steigert die Kundennachfrage nach modernen Waggons und flexiblen Leasingmöglichkeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die hohe Korrelation des Geschäftsmodells mit der konjunkturellen Entwicklung konnte die Geschäftsentwicklung im Falle einer Schwäche beeinträchtigen</li> <li>• Der Zugang zu neuen Asset-Portfolios könnte sich verschlechtern und damit die Expansion beeinträchtigen</li> <li>• Finanzmarktkrisen könnten die Finanzierungsmöglichkeiten schwächen</li> <li>• Die Preise für neue Assets könnten steigen und damit die weitere Expansion verteuern oder bremsen</li> <li>• Die Umrechnung der EUR-Transaktionen in die funktionale Währung USD kann zu nicht cashwirksamen Ergebnisschwankungen führen</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

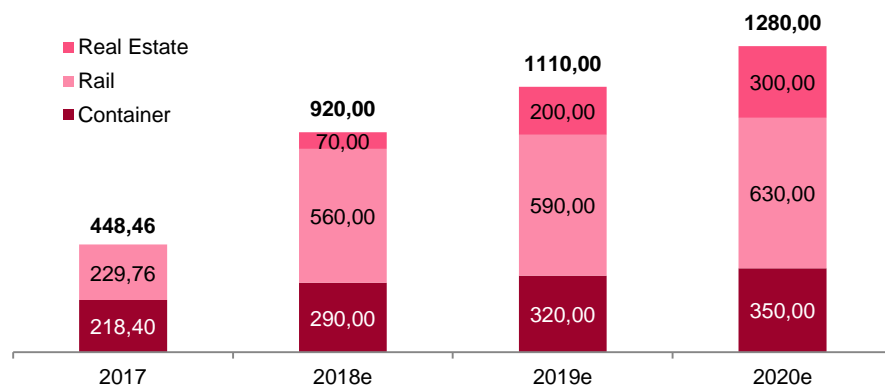
GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	53,43	77,02	117,48	130,04
EBITDA	25,32	54,31	85,62	97,65
EBITDA-Marge	47,4%	70,5%	72,9%	75,1%
EBIT	9,39	32,18	53,54	62,80
EBIT-Marge	17,6%	41,8%	45,6%	48,3%
Jahresüberschuss	-34,98	3,76	7,69	9,18
EPS in €	-2,71	0,29	0,60	0,71

Quelle: GBC

### Umsatzprognose

Durch die rund 30%ige Akquisition der Nacco-Asset sollte sich die Wachstumsgeschwindigkeit der Aves One nochmal deutlich erhöhen. Ursprünglich war angestrebt ein Asset-under-Management (AuM) in Höhe von rund 1 Mrd. € bis zum Jahr 2020 zu erreichen, bzw. 750 Mio. € AuM bis Ende 2018. Vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklung geht das Unternehmen davon aus, dass diese Ziele bereits ein Jahr früher erreicht werden. Unseres Erachtens sollte der Asset-Bestand auf 920,00 Mio. € in 2018 anwachsen und 2019 bereits über 1 Mrd. € liegen. Konkret rechnen wir mit 1,11 Mrd. € in 2019 und 1,28 Mrd. € in 2020.

### Prognose der Asset-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC

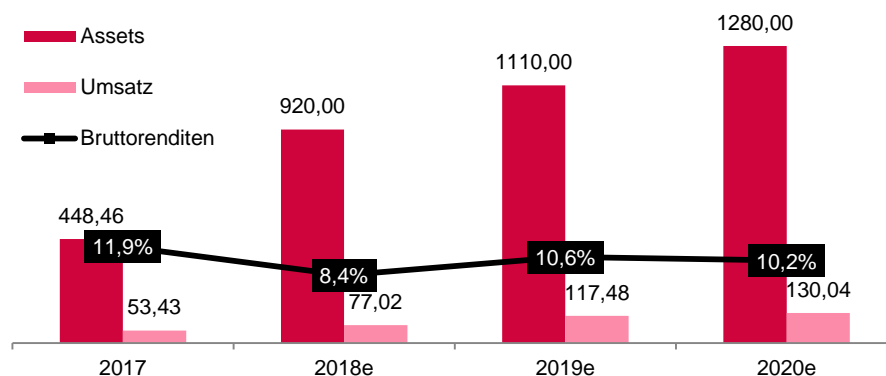
Wir erwarten, dass das Unternehmen versuchen wird über alle Asset-Klassen zu wachsen, jedoch wird das Segment Rail eine wichtige Vorreiterrolle spielen mit voraussichtlich etwa 60% der Assets in 2018. Durch den Erwerb des Nacco-Anteils sollte das Rail Segment um 143,7% auf etwa 560,00 Mio. € anwachsen. Gefolgt von einem kontinuierlichen Ausbau der Assets auf 590,00 Mio. € (2019), bzw. 630,00 Mio. € (2020).

Darüber hinaus soll auch der Bereich Real Estate deutlich ausgebaut werden und wir gehen davon aus, dass etwa 70 Mio. € Assets bis Ende 2018 erworben werden. Zukünftig sollte dieser Bereich prozentual am stärksten wachsen, da er sich noch im Aufbau befindet. Folglich könnte der Bereich Real Estate massiv auf 200,00 Mio. € im Jahr 2019 wachsen und nochmals um 50,0% auf 300,00 Mio. € in 2020. Wir erwarten, dass der Container-Bereich ebenfalls weiter wächst und das Unternehmen hier weiterhin höchst opportunistisch Kaufchancen nutzen wird. Daher rechnen wir mit einem Anstieg der Container-Assets um 32,8% auf 290,00 Mio. € im Jahr 2018 (VJ: 218,40 Mio. €), bzw. 320,00 Mio. € in 2019 und 350,00 Mio. € in 2020.

Die erzielten Brutto-Renditen auf Basis der AuM bilden den Umsatz des Unternehmens. Da durch Asset-Akquisitionen der Asset-Bestand sprunghaft ansteigt, ist der jährliche

Bruttorenditenvergleich nur begrenzt aussagekräftig. Dennoch zeigt sich, dass im Durchschnitt sehr hohe Bruttorenditen von etwa 10% erzielt werden können. Der Grund hierfür sind insbesondere die hohen Mietrenditen in den Bereichen Rail und Container. Im Vergleich hierzu sollte das Segment Real Estate unseres Erachtens eine Bruttorendite von bis zu 5% aufweisen. Dem gegenüber steht in der Regel jedoch eine günstigere Fremdkapitalfinanzierung.

#### Prognose der Umsatzentwicklung (in Mio. €), der Assets (in Mio. €) und der Bruttorenditen (in %)



Quelle: GBC

Durch den deutlichen Anstieg der Assets erwarten wir im Jahr 2018 ein Umsatzwachstum von 44,1% auf 77,02 Mio. € (VJ: 53,43 Mio. €), gefolgt von einem Umsatzwachstum um 52,5% auf 117,48 Mio. € im Jahr 2019 und ein weiteres Wachstum um 10,7% auf 130,04 Mio. € im Jahr 2020. Zu dem Umsatzwachstum sollten alle Assetklassen entsprechend ihrer Gewichtung beitragen.

Einerseits erzielt der Bereich Real Estate geringe Bruttorenditen, andererseits handelt es sich hierbei um äußerst stabile Miet-Cashflows. Der Bereich Rail profitiert durch die steigende Regulierung wie z.B. Lärmschutz, welche in der Regel nur durch moderne Waggons umgesetzt werden kann. Daher sind Leasingnehmer häufig darauf bedacht, moderne Waggons zu mieten. Da das Rail Portfolio von Aves One mit rund 15 Jahren noch als vergleichsweise jung gilt, sind diese Waggons sehr gefragt.

Im Bereich der Container hat die Aves One in 2017 einen Großteil der Container, welche nicht vermietet waren, verkauft und konnte so die durchschnittliche Bruttomarge wieder steigern. Darüber hinaus rechnen wir mit einem guten Wachstum im Bereich des Container-Leasings, da sich viele Marktteilnehmer wie z.B. Reedereien sich verstärkt auf ihr Kerngeschäft fokussieren und zunehmend Container leasen. Daher sollte dieser Bereich ebenfalls einen guten Umsatzbeitrag leisten.

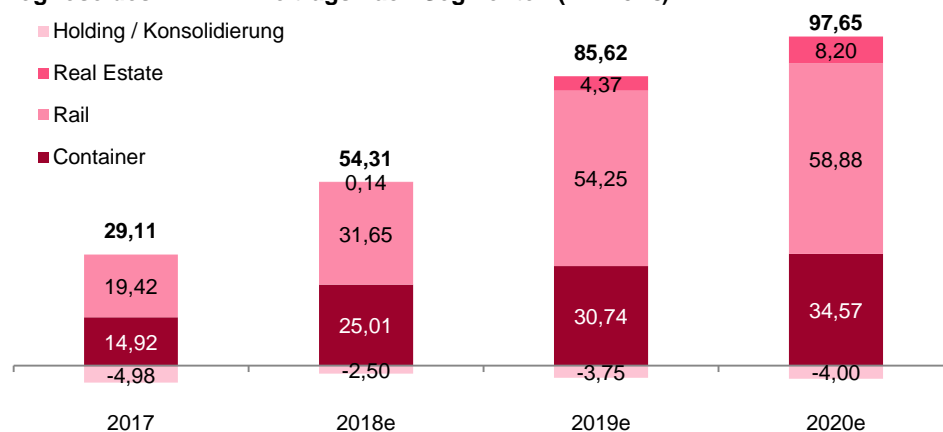
#### Ergebnisprognose

Das Geschäftsmodell der Aves One ist durch den Lean-Management-Approach äußerst skalierbar. So sollte sich der Personalaufwand deutlich unterproportional zum Umsatz steigern. Gleichsam legt das Unternehmen viel Wert auf eine stetige Verbesserung der Profitabilität der einzelnen Asset-Klassen. Bereits im ersten Quartal 2018 konnte ein positiver Jahresüberschuss (bereinigt um nicht-cashwirksame Wechselkurseffekte) erzielt werden.

So konnte durch die Bereinigung des Container-Portfolios ein in doppelter Hinsicht positiver Effekt erzielt werden. Einerseits müssen keine Standgebühren für die unvermieteten Container gezahlt werden und andererseits liefert das weitere Portfolio einen höhe-

ren relativen Umsatz- und Ergebnisbeitrag. Hierdurch sollte es unseres Erachtens im Segment Container zu einem deutlichen Margensprung kommen von 61,9% im Jahr 2017 auf 85,6% im Jahr 2018.

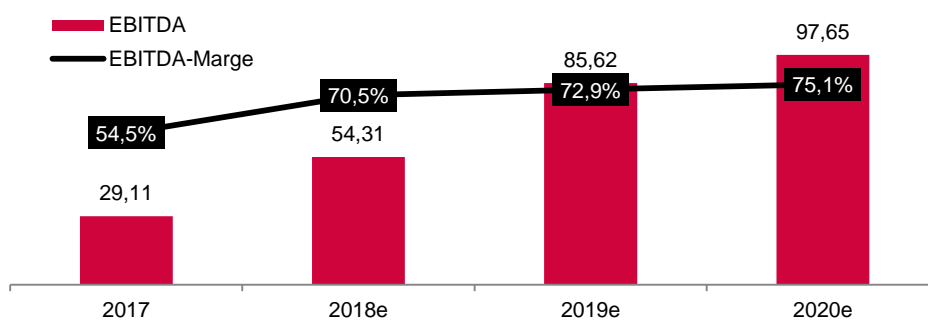
#### Prognose des EBITDA-Beitrags nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: GBC

Auch im Segment Rail gehen wir von einem dynamischen EBITDA-Wachstum um 63,0% auf 31,62 Mio. € im Jahr 2018 (VJ: 19,42 Mio. €) aus. Der Grund für das starke Wachstum ist vornehmlich das akquirierte Portfolio aus dem VTG/Nacco-Deal, welches zudem eine hohe EBITDA-Marge von über 75% aufweist. In 2018 sollte das neue Portfolio nur einen zeitlichen Anteil von etwa 3-4 Monaten beitragen und dann im Jahr 2019 voll zum Tragen kommen.

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



Quelle: GBC

Das Real Estate Portfolio befindet sich noch in der Aufbau-Phase und wir prognostizieren einen wesentlichen EBITDA-Beitrag erst im Jahr 2019 in Höhe von 4,37 Mio. € und 8,20 Mio. € im Jahr 2020.

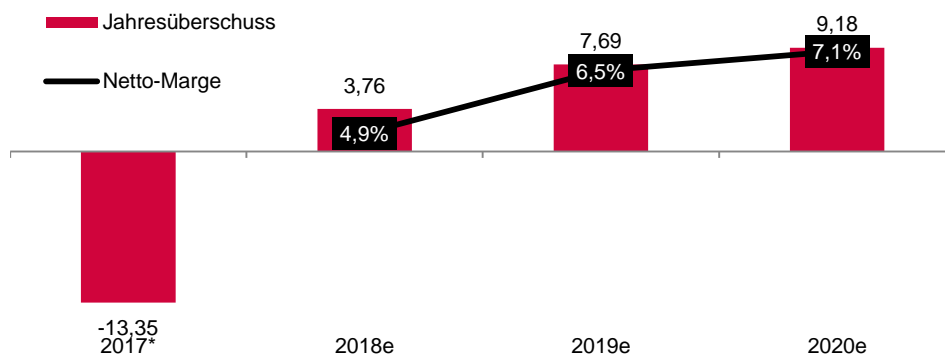
In Summe gehen wir von einem dynamischen EBITDA-Wachstum bei einer sukzessiven Margenausweitung aus.

Durch den zukünftigen Ausbau des Bereichs Real Estate sollte die durchschnittliche Abschreibungsquote in den kommenden Jahren zurückgehen. Hintergrund dieser Entwicklung ist die IFRS-Bewertung der Immobilien nach dem aktuellen Marktwert, was im gegenwärtigen Marktumfeld größtenteils zu Aufwertungen führte. Wir rechnen konservativ zunächst mit keiner Wertsteigerung.

Gleichsam sollten auch die durchschnittlichen Zinskosten rückläufig sein. Einerseits versucht das Unternehmen stetig die Finanzierungsstruktur weiter zu optimieren, ande-

rerseits sind Immobilien in der Regel günstiger als andere Asset-Klassen zu finanzieren, was ebenfalls die durchschnittliche Zinslast senken sollte.

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



Quelle: GBC; \*Jahresüberschuss bereinigt um nicht-cashwirksame Wechselkurseffekte

Durch die dynamische Entwicklung des EBITDA und der rückläufigen Abschreibungs- und Zinsquoten, sollte sich die Netto-Marge sukzessive steigern. Wir berücksichtigen in unserer Prognose keine nicht-cashwirksamen Wechselkurseffekte. Unseres Erachtens sollte der Jahresüberschuss 2018 positiv ausfallen und sich nach -13,35 Mio. € im Jahr 2017 auf 3,76 Mio. € in 2018 belaufen. In den Folgejahren rechnen wir mit einer Steigerung des Jahresüberschusses auf 7,69 Mio. € (2019) bzw. 9,18 Mio. € (2020). Somit erwarten wir, dass die Aves One mittelfristig eine sehr hohe Profitabilität erreicht.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die Aves One AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018, 2019 und 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2025 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir konservativ 70,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Aves One AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

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

Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 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 1,49.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,46 % (bisher: 9,46 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 10 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 3,40 %.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 3,40 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 12,10 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 9,10 € nach oben hin angepasst.

## DCF-Modell

### Aves One AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	70,0%	ewige EBITA - Marge	47,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	2,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
Umsatz (US)	77,02	117,48	130,04	143,04	157,35	173,08	190,39	209,43	
US Veränderung	44,1%	52,5%	10,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,08	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	
EBITDA	54,31	85,62	97,65	100,13	110,14	121,16	133,27	146,60	
EBITDA-Marge	70,5%	72,9%	75,1%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	
EBITA	32,18	53,54	62,80	68,13	75,14	82,80	91,08	100,19	
EBITA-Marge	41,8%	45,6%	48,3%	47,6%	47,8%	47,8%	47,8%	47,8%	47,8%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-3,22	-5,35	-9,42	-20,44	-22,54	-24,84	-27,32	-30,06	
EBI (NOPLAT)	28,96	48,19	53,38	47,69	52,60	57,96	63,76	70,13	30,0%
Kapitalrendite	6,0%	5,1%	4,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,5%
Working Capital (WC)	26,00	26,26	26,52	14,30	15,73	17,31	19,04	20,94	
WC zu Umsatz	33,8%	22,4%	20,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	-0,13	-0,26	-0,26	12,22	-1,43	-1,57	-1,73	-1,90	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	920,00	1110,00	1280,00	1400,00	1534,26	1687,69	1856,45	2042,10	
AFA auf OAV	-22,13	-32,08	-34,85	-32,00	-35,00	-38,36	-42,19	-46,41	
AFA zu OAV	2,4%	2,9%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Investitionen in OAV	-484,28	-222,08	-204,85	-152,00	-169,26	-191,78	-210,96	-232,06	
Investiertes Kapital	946,00	1136,26	1306,52	1414,30	1549,99	1704,99	1875,49	2063,04	
EBITDA	54,31	85,62	97,65	100,13	110,14	121,16	133,27	146,60	
Steuern auf EBITA	-3,22	-5,35	-9,42	-20,44	-22,54	-24,84	-27,32	-30,06	
Investitionen gesamt	-484,41	-222,34	-205,11	-139,78	-170,69	-193,36	-212,69	-233,96	
Investitionen in OAV	-484,28	-222,08	-204,85	-152,00	-169,26	-191,78	-210,96	-232,06	
Investitionen in WC	-0,13	-0,26	-0,26	12,22	-1,43	-1,57	-1,73	-1,90	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-433,32	-142,07	-116,88	-60,09	-83,09	-97,04	-106,74	-117,42	2171,12

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	1082,46	1261,28
Barwert expliziter FCFs	-636,25	-515,77
Barwert des Continuing Value	1718,71	1777,05
Nettoschulden (Net debt)	925,67	1103,75
Wert des Eigenkapitals	156,79	157,53
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	156,79	157,53
Ausstehende Aktien in Mio.	13,02	13,02
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,05	<b>12,10</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,49
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	10,0%
Fremdkapitalkosten	3,2%
Zielgewichtung	90,0%
Taxshield	15,4%
WACC	<b>3,4%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	3,37%	3,38%	3,39%	3,40%	3,41%
3,45%	12,36	11,29	10,24	9,21	8,18
3,46%	13,31	12,23	11,17	10,13	9,10
3,47%	14,25	13,17	<b>12,10</b>	11,05	10,02
3,48%	15,20	14,11	13,03	11,98	10,93
3,49%	16,14	15,05	13,96	12,90	11,85

## 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: (5a,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 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:

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)