



Researchstudie (Update)

**DEUTSCHE
GRUNDSTÜCKSAUKTIONEN AG**



Dividendenperle mit Kurspotential

-

**Erstes Halbjahr im Rahmen der Erwartungen
Umsatz- und Ergebnispotential für das zweite Halbjahr**

Kursziel: 17,10 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 11

Deutsche Grundstücksauktionen AG ^{*5a,5b,7,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 17,10 €

Aktueller Kurs: 13,05
09.09.2016 / XETRA-
Schlusskurs

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005533400
WKN: 553340
Börsenkürzel: DGR

Aktienanzahl³: 1,60
Marketcap³: 20,88
Enterprise Value³: 16,27
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,6%

Transparenzlevel:
Freiverkehr

Marktsegment:
Entry Standard

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interes-
senskonflikte auf Seite 12

Unternehmensprofil

Branche: Immobiliendienstleistungen

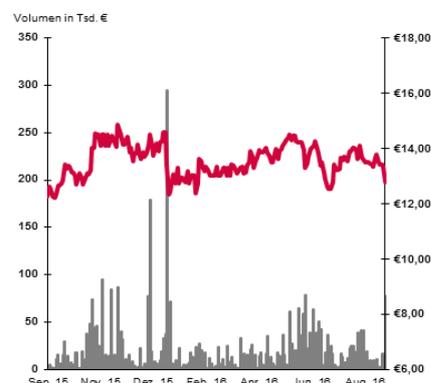
Fokus: Auktionen

Mitarbeiter: 38 (Stand: 31.12.2015)

Gründung: 1998

Firmensitz: Berlin, Deutschland

Vorstandsvorsitzender: Michael Plettner



Das Kerngeschäft der Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) ist die Versteigerung von Immobilien in Deutschland. Das Berliner Unternehmen deckt mit seinen fünf Tochtergesellschaften den gesamtdeutschen Markt sowie das Internet ab. Die Deutsche Grundstücksauktionen AG ist marktführend in Deutschland und kann auf über 30 Jahre erfolgreicher Unternehmenshistorie zurückblicken. Neben dem Maklergeschäft, erhält die Gesellschaft und ihre Tochterunternehmen primär auf die Verkaufserlöse (Objektumsatz) aus den Auktionen eine Courtage vom Käufer sowie gegebenenfalls eine weitere Courtage vom Verkäufer. Die Courtage der Käufer unterliegt einer festen Staffelung, wohingegen die Verkäufercourtage verhandlungsabhängig sind. Die Deutsche Grundstücksauktionen AG verfügt über ein stabiles Einlieferer-Netzwerk sowie Rahmenverträge mit dem Bund und seinen Gesellschaften. Hierdurch sind hohe Einlieferungszahlen und damit hohe Objektumsätze sichergestellt.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Bereinigte Netto-Courtage	10,40	10,34	10,60	10,86
EBITDA	1,65	1,71	1,67	1,78
EBIT	1,57	1,64	1,60	1,71
Jahresüberschuss	1,05	1,13	1,14	1,23

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,66	0,71	0,72	0,77
Dividende je Aktie	0,65	0,70	0,72	0,77

Kennzahlen

EV/bereinigte Netto-Courtage	1,69	1,57	1,54	1,50
EV/EBITDA	10,70	9,52	9,75	9,12
EV/EBIT	11,20	9,95	10,17	9,49
KGV	19,92	18,49	18,25	17,04
KBV		2,43		

Finanztermine

Okt. 2016: Veröffentlichung 9M-Bericht
4.-6. Okt. 2016: Expo Real München
Nov. 2016: Aufsichtsratssitzung

**letzter Research von GBC:

31.05.2016: RG / 17,10 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Der Rückgang der umgesetzten Objekte von 979 im Vorjahr auf 870 hat sich nur unterproportional auf den Objektumsatz niedergeschlagen. Der Objektumsatz reduzierte sich von 44,70 Mio. € um 8,7% auf 44,80 Mio. €. Der Grund für den Rückgang ist der starke Verkäufermarkt in dem Verkäufer ihre Objekte nur zu sehr hohen Preisen anbieten und somit tendenziell nur wenige Objekte anbieten, die steigerungsfähige Auktionspreise erlauben. Die hohe Nachfrage nach interessanten Objekten spiegelt sich aber in der hohen Verkaufsquote von 86,4 % wider, die leicht über dem Niveau der letzten vier Jahre liegt.
- Die bereinigte Netto-Courtage blieb im ersten Halbjahr 2016, trotz des Rückgangs des Objektumsatzes, stabil auf 4,64 Mio. € (VJ: 4,66 Mio. €) und somit verbesserte sich die Courtagen-Marge auf 11,4 %.
- Das Vorsteuerergebnis reduzierte sich von 0,47 Mio. € im Vorjahr auf 0,27 Mio. €. Hintergrund sind aber zum einen Sondereffekte der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowie Sonderbelastungen der Norddeutsche Grundstücksauktionen AG (NGA). Die NGA feiert im nächsten Quartal ihre 100. Jubiläumsauktion und im Rahmen der Vorbereitung wurde ein besonderer Aufwand betrieben, um interessante und steigerungsfähige Objekte zu akquirieren. Wir erwarten, dass diese Sonderbelastungen durch besonders gute Umsätze und Ergebnisse im nächsten Quartal überproportional ausgeglichen werden.
- Auch wenn das Rekordergebnis aus dem dritten Quartal letzten Jahres unseren Erachtens voraussichtlich nicht wiederholt werden kann, so gehen wir dennoch von einem sehr dynamischen zweiten Halbjahr 2016 aus. Neben der 100. Jubiläumsauktion der NGA, die besonders interessante Objekte akquirieren konnte, wurden auch sehr gute Zahlen für den Beginn in das dritte Quartal 2016 geliefert.
- **Wir bestätigen unsere Prognose von 10,6 Mio. € bereinigte Netto-Courtage für das Jahr 2016 und erwarten einen Jahrüberschuss von 1,14 Mio. €. Insgesamt bestätigen wir damit unsere bisherige Prognose und unser Kursziel von 17,10 € je Aktie. Bei dem gegenwärtigen Aktienkurs von 13,05 € bietet sich somit ein Kurspotential von 31,0 % und wir vergeben somit das Rating KAUFEN. Bei einer, in der Vergangenheit üblichen, nahezu Komplettausschüttung des Bilanzgewinns erwarten wir bei dem aktuellen Kurs von 13,05 € je Aktie eine attraktive Dividendenrendite von 5,4 %.**

INHALTSVERZEICHNIS

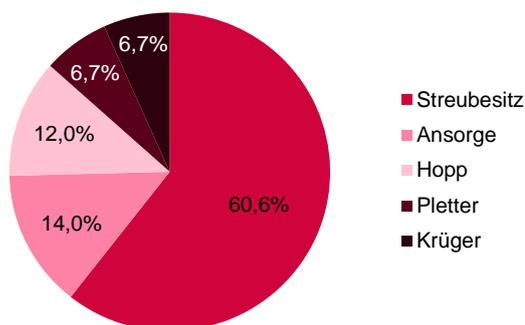
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Vorstand	4
Tochtergesellschaften	4
Wichtige Einlieferer von Immobilien	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2016	5
Prognose und Modellannahmen	8
Bewertung	9
Modellannahmen	9
Bestimmung der Kapitalkosten	9
Bewertungsergebnis	9
Anhang	11

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.12.2015
Streubesitz	60,6 %
Ansorge	14,0 %
Hopp	12,0 %
Plettner	6,7 %
Krüger	6,7 %

Quelle: DGA, GBC



Vorstand

Vorstandsvorsitzender

Michael Plettner

Vom Senator für Wirtschaft
Berlin öffentlich bestellter
und vereidigter Grundstücks-
Versteigerer (Auktionator)



Vorstand

Gerd Fleischmann

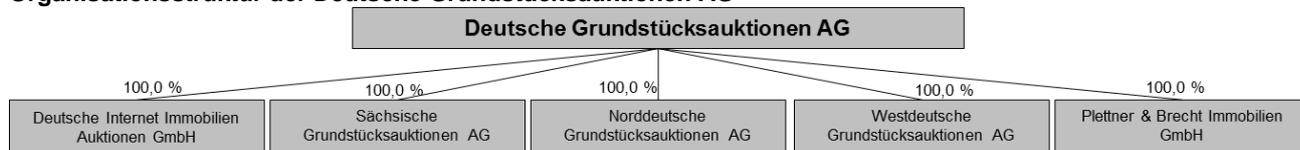
Auktionator



Tochtergesellschaften

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) deckt strategisch über ihre fünf Tochtergesellschaften unterschiedliche Regionen deutschlandweit ab. Darüber hinaus bietet die DGA über die Plettner & Brecht Immobilien GmbH einen Maklerservice an. Über die Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH werden Internetauktionen durchgeführt. Alle Tochtergesellschaften gehören zu 100 % der DGA und sind über bestehende Gewinnabführungsverträge zu einer 100 %igen Gewinnabführung an die Muttergesellschaft verpflichtet.

Organisationsstruktur der Deutsche Grundstücksauktionen AG



Quelle: DGA, GBC

Durch die regionale Vertretung schafft es die DGA seit vielen Jahren, mit einem Marktanteil von gut 87 %, unangefochtener Marktführer im Bereich Immobilienauktionen in Deutschland zu sein. Der zweitgrößte Wettbewerber konnte einen Objektumsatz von 13,10 Mio. € erzielen (im Vergleich dazu hat die DGA einen Objektumsatz von rund 105 Mio. €), gefolgt von einem kleineren Auktionshaus mit Objektumsätzen in Höhe von 2,70 Mio. €. Der restliche Markt ist fragmentiert und wenig wettbewerbsintensiv.

Wichtige Einlieferer von Immobilien



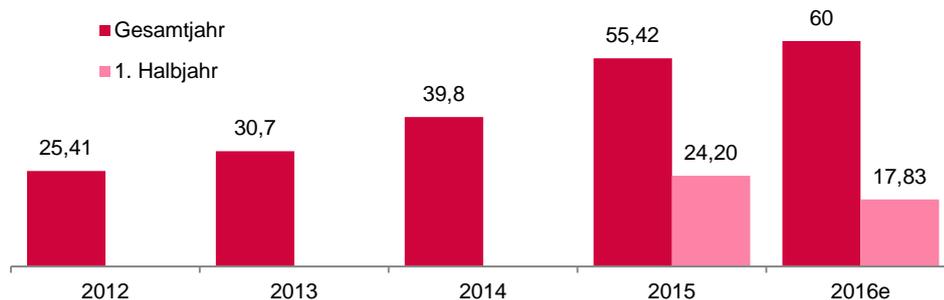
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2016

in Mio. €	1. HJ 2014	1. HJ 2015	1. HJ 2016
Objektumsatz	48,8	44,7	40,8
Bereinigte Netto-Courtage	4,80	4,66	4,64
EBITDA	0,54	0,50	0,31
<i>EBITDA-Marge</i>	11,3%	10,7%	6,6%
EBIT	0,51	0,46	0,27
<i>EBIT-Marge</i>	10,5%	9,9%	5,8%
Jahresüberschuss	0,30	0,32	0,17
EPS in €	0,19	0,20	0,11

Quelle: DGA, GBC

Der Markt für Immobilientransaktionen befindet sich nach wie vor auf einem sehr hohen Niveau. Im ersten Halbjahr 2016 wechselten Gewerbeimmobilien in Deutschland für rund 17,83 Mrd. € (VJ: 24,20 Mrd. €) den Besitzer. Trotz vieler Paketverkäufe im dreistelligen Millionenbereich konnte der Rekordumsatz aus dem Vorjahr aber nicht erreicht werden. Ursache hierfür ist vor allem ein Rückgang von marktbeherrschenden Transaktionen durch internationale Investoren. Nichtsdestotrotz handelt es sich um das zweitstärkste 1. Halbjahr seit der Finanzkrise 2007. Das Transaktionsvolumen für Gewerbeimmobilien in Deutschland kann als Indikator für das Marktumfeld der Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) angesehen werden und zeigt, dass die Nachfrage nach Objekten nach wie vor sehr hoch ist.

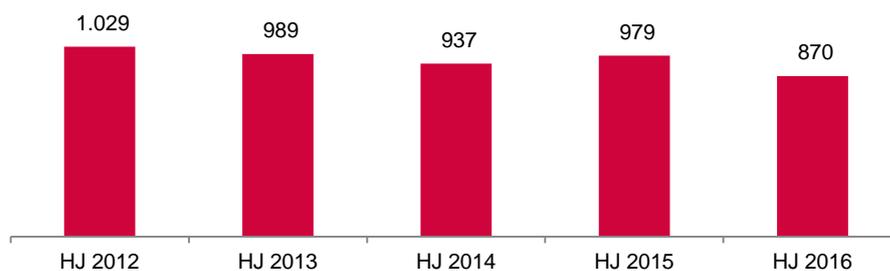
Transaktionsvolumen in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: Colliers

Das hohe Transaktionsvolumen wird auch durch die steigenden Immobilienpreise verursacht. Gefragte Lagen werden zum Teil mit mehr als der 30-fache Jahresmiete als Kaufpreis gehandelt. Die hohen Immobilienpreise werden durch einen Nachfrageüberhang erzeugt, da es, besonders im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld, an geeigneten Anlagealternativen fehlt. Dies führt aber auch zu einer Verknappung im Immobilienauktionenmarkt, da Verkäufer ihre Objekte nur zu sehr hohen Preisen anbieten und somit häufig nur begrenzt steigerungsfähige Auktionspreise erlauben.

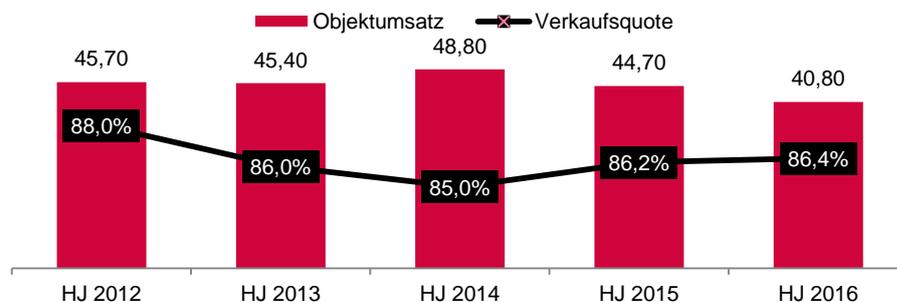
Anzahl Umgesetzte Objekte



Quelle: DGA, GBC

Diese Angebotsverknappung spiegelte sich auch in der Anzahl der umgesetzten Objekte der Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) wider. Im ersten Halbjahr 2016 wurden mit 870 Objekten (VJ: 979 Objekte) 11,1 % weniger Objekte umgesetzt als im Vorjahr. Dennoch zeigt sich bei der Verkaufsquote von 86,4 % (VJ: 86,2 %) die sehr stabile Nachfrage nach Immobilien.

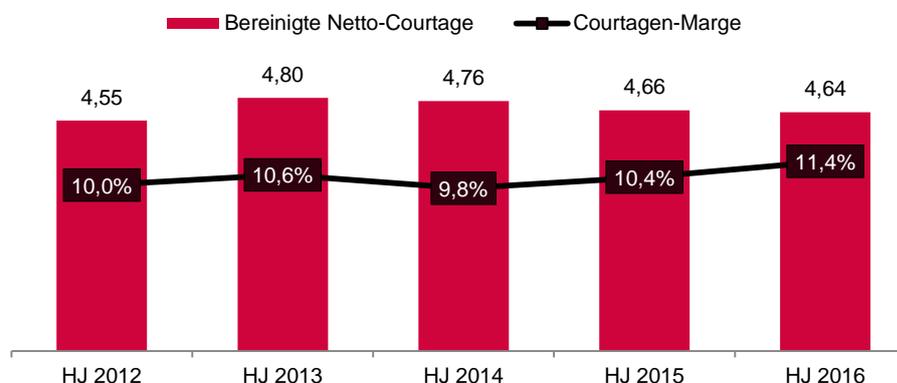
Objektumsatz und Verkaufsquoten (in Mio. €)



Quelle: DGA, GBC

Der Rückgang der Anzahl der umgesetzten Objekte wirkte sich nur unterproportional auf den Objektumsatz aus, da der Umsatz pro Objekt leicht gesteigert wurde. So wurde im ersten Halbjahr 2016 ein Objektumsatz von 40,80 Mio. € erzielt (VJ: 44,70 Mio. €). Dies entspricht einem Rückgang von 8,7 % und somit reduzierte sich der Umsatz nur unterproportional zu der Anzahl der umgesetzten Objekte. Hintergrund ist der angestiegene Umsatz pro Objekt von 45,7 TEUR um 2,7 % auf 46,9 TEUR.

Entwicklung der bereinigten Netto-Courtage (in Mio. €)



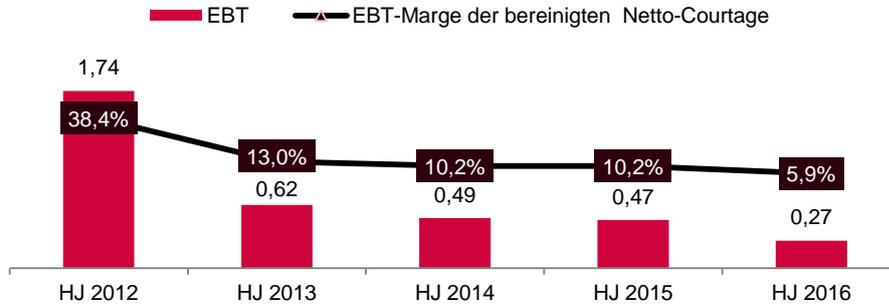
Quelle: DGA, GBC

Eine besonders wichtige Kennzahl der DGA ist die bereinigte Netto-Courtage, die die Courtage der gesamten Gruppe widerspiegelt, bereinigt um die Unterprovisionen und Umsatzsteuer. Im ersten Halbjahr 2016 erwirtschaftete die DGA eine bereinigte Netto-Courtage von 4,64 Mio. € (VJ: 4,66 Mio. €) und konnte somit die stabile Leistung der letzten Jahre fortsetzen. Angesichts der leicht rückläufigen Umsätze führte dies zu einer deutlichen Courtage-Margen-Verbesserung von 10,4 % im Vorjahr auf 11,4%. Der Grund für die Margenverbesserungen ist zum einen die sehr gute Verhandlung der Verkäufercourtage. Das bedeutet, dass die DGA bei den individuellen Großverkäufen hohe Courtagen bei dem Erreichen bestimmter Verkaufslimits vereinbart hat. Dabei wurden viele der vereinbarten Limits auch erreicht. Dies zeigt, dass das Geschäftsmodell der DGA auch in einem Verkäufermarkt sehr zuverlässig funktioniert.

Ergebnisseitig wurde ein Rückgang verzeichnet. Im ersten Halbjahr 2016 wurde ein Vorsteuerergebnis von 0,27 Mio. € (VJ: 0,47 Mio. €) erwirtschaftet. Somit reduzierte sich

die EBT-Marge der bereinigten Netto-Courtage auf 5,9%. Hintergrund der EBT-Reduktion sind zum einen Sondereffekte aus den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowie Sonderbelastungen der Norddeutsche Grundstücksauktionen AG (NGA). Somit wurde weniger Gewinn von der NGA an die DGA ausgeschüttet.

EBT Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: DGA, GBC

Die Sonderbelastungen der NGA fielen im Zuge der Vorbereitung für die 100. Jubiläumsauktion an. Im Rahmen der Vorbereitung wurde besonderer Aufwand betrieben, um interessante und steigerungsfähige Objekte zu akquirieren. Die Ergebnisse der Jubiläumsauktion werden sich aber erst im dritten Quartals 2016 widerspiegeln. Wir erwarten dementsprechend im zweiten Halbjahr, gegenüber dem ersten Halbjahr 2016, eine deutliche Margenverbesserung.

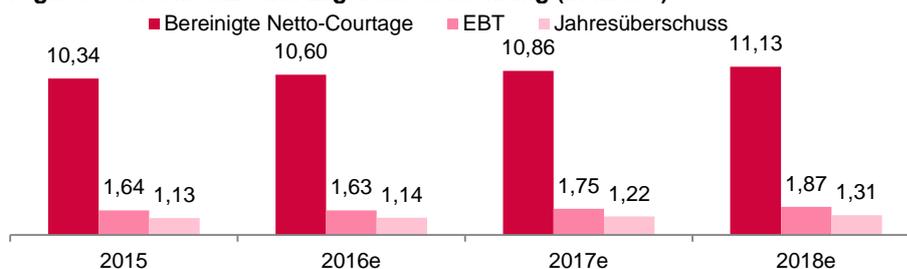
Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e
Bereinigte Netto-Courtage	10,34	10,60	10,86
EBITDA	1,71	1,67	1,78
EBITDA-Marge	16,5%	15,8%	16,4%
EBIT	1,64	1,60	1,71
EBIT-Marge	15,8%	15,1%	15,8%
Jahresüberschuss	1,13	1,14	1,22
EPS in €	0,71	0,71	0,77

Quelle: DGA, GBC

Neben dem stabilen Marktumfeld, erwarten wir ein gutes Ergebnis im dritten Quartal 2016, welches das leicht schwächere erste Halbjahr ausgleichen sollte. Nachdem nun zwei Jahre in Folge ein Objektumsatz von über 100 Mio. € erzielt wurde, erwarten wir, dass auch in diesem Jahr diese Hürde genommen werden kann. Besonders die 100. Auktion der NGA sollte einen besonderen Umsatz- und Ergebnisbeitrag liefern und so die Sonderbelastungen aus dem ersten Halbjahr überproportional ausgleichen. Zudem sind die ersten Zahlen nach der Erstellung des Halbjahresberichts bereits äußerst positiv ausgefallen und lassen ein gutes drittes Quartal erwarten.

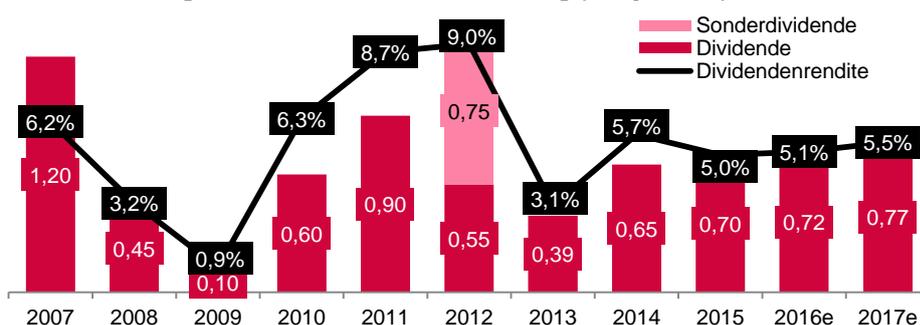
Prognose der Umsatz- und Ergebnisentwicklung (in Mio. €)



Quelle: DGA, GBC

Auch wenn das Rekordergebnis aus dem dritten Quartal letzten Jahres voraussichtlich nicht wiederholt werden kann, so gehen wir dennoch von einem sehr dynamischen zweiten Halbjahr 2016 aus. Neben der 100. Jubiläumsauktion der NGA, die besonders interessante Objekte akquirieren konnte, wurden auch sehr gute Zahlen für den Beginn in das dritte Quartal 2016 geliefert. Daher bestätigen wir unsere Prognose von 10,6 Mio. € bereinigte Netto-Courtage für das Jahr 2016 und erwarten einen Jahresüberschuss von 1,14 Mio. €. Insgesamt bestätigen wir damit unsere bisherige Prognose und unser Kursziel von 17,10 € je Aktie. Bei dem gegenwärtigen Aktienkurs von 13,33 € bietet sich somit ein Kurspotential von 28,3 % und damit vergeben wir wiederholt das Rating KAUFEN. Bei einer, in der Vergangenheit üblichen, nahezu Komplettausschüttung des Bilanzgewinns erwarten wir bei dem aktuellen Kurs von 13,33 € je Aktie eine Dividendenrendite von 5,3 %.

Historie und Prognose der Dividendenentwicklung (in € je Aktie)



Quelle: DGA, GBC

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 bis 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,5 % 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 Deutsche Grundstücksauktionen 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 1,0 %.**

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 1,11.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,13 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,13 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,13 % errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 17,10 €.**

Deutsche Grundstücksauktion - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,5%	ewige EBITA - Marge	15,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,3%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	20,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency					final Endwert	
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e		GJ 23e
Bereinigte Netto-Courtage	10,60	10,86	11,13	11,36	11,58	11,82	12,05	12,29	
US Veränderung	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,88	5,02	5,16	5,19	5,23	5,27	5,31	5,36	
EBITDA	1,67	1,78	1,90	1,87	1,91	1,95	1,99	2,03	
EBITDA-Marge	15,8%	16,4%	17,1%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	
EBITA	1,60	1,71	1,83	1,80	1,84	1,88	1,91	1,95	
EBITA-Marge	15,1%	15,8%	16,5%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
Steuern auf EBITA	-0,48	-0,51	-0,55	-0,54	-0,55	-0,56	-0,57	-0,59	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,12	1,20	1,28	1,26	1,29	1,31	1,34	1,37	
Kapitalrendite	25,9%	27,6%	29,2%	28,4%	28,9%	29,0%	29,1%	29,2%	29,4%
Working Capital (WC)	2,18	2,23	2,28	2,27	2,32	2,36	2,41	2,46	
WC zu Umsatz	20,5%	20,5%	20,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in WC	-0,04	-0,05	-0,05	0,01	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,17	2,17	2,16	2,19	2,21	2,24	2,27	2,29	
AFA auf OAV	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	
AFA zu OAV	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	
Investitionen in OAV	-0,06	-0,06	-0,06	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Investiertes Kapital	4,35	4,40	4,44	4,46	4,53	4,60	4,68	4,75	
EBITDA	1,67	1,78	1,90	1,87	1,91	1,95	1,99	2,03	
Steuern auf EBITA	-0,48	-0,51	-0,55	-0,54	-0,55	-0,56	-0,57	-0,59	
Investitionen gesamt	-0,10	-0,11	-0,12	-0,09	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	
Investitionen in OAV	-0,06	-0,06	-0,06	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Investitionen in WC	-0,04	-0,05	-0,05	0,01	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,09	1,16	1,24	1,24	1,21	1,24	1,27	1,29	25,36

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	22,27	22,70
Barwert expliziter FCFs	6,61	5,92
Barwert des Continuing Value	15,66	16,78
Nettoschulden (Net debt)	-4,61	-4,66
Wert des Eigenkapitals	26,88	27,36
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	26,88	27,36
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	16,80	17,10

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,11
Eigenkapitalkosten	7,1%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,1%

Kapitalrendite	WACC				
	6,5%	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%
28,9%	18,67	17,73	16,91	16,18	15,53
29,1%	18,78	17,84	17,00	16,27	15,61
29,4%	18,90	17,94	17,10	16,36	15,69
29,6%	19,01	18,04	17,20	16,45	15,78
29,9%	19,12	18,15	17,29	16,53	15,86

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 andere 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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: (5a,5b,7,11)

§ 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.
- b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers der Finanzanalyse.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligt 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, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@gbc-ag.de.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Sonstige an der Studiererstellung beteiligte Personen:

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



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de