

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 18,85 €

Aktueller Kurs: 17,10
25.05.2017 /
XETRA-Schlusskurs

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005533400
WKN: 553340
Börsenkürzel: DGR

Aktienanzahl³: 1,60
Marketcap³: 27,04
Enterprise Value³: 23,74
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,60%

Transparenzlevel:
Freiverkehr

Marktsegment:
SCALE

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Fertigstellung:
28.05.2018

Erstveröffentlichung:
28.05.2018

Unternehmensprofil

Branche: Immobiliendienstleistungen

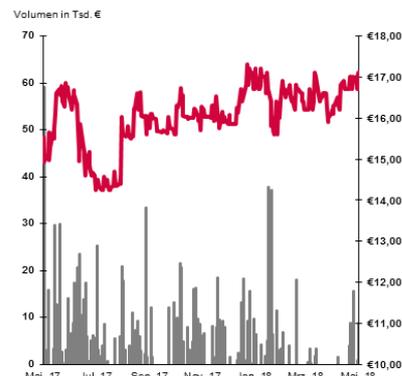
Fokus: Auktionen

Mitarbeiter: 40 (Stand: 31.12.2017)

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	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e
Bereinigte Netto-Courtage	10,59	11,16	12,25	11,50
EBITDA	1,82	2,00	3,09	2,31
EBIT	1,73	1,86	3,02	2,24
Jahresüberschuss	1,17	1,27	2,07	1,54

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,73	0,80	1,29	0,96
Dividende je Aktie	0,72	0,77	1,30	0,95

Kennzahlen

EV/Bereinigte Netto-Courtage	2,27	2,16	1,96	2,09
EV/EBITDA	13,24	12,04	7,79	10,41
EV/EBIT	13,88	12,93	7,97	10,73
KGV	23,34	21,48	13,24	17,82
KBV		3,14		

Finanztermine

25.06.2018: Hauptversammlung
04.09.2018: Halbjahresbericht 2018
Oktober 2018: 9-Monats-Zahlen 2018
8. - 10. Oktober 2018: Expo Real München
November 2018: Aufsichtsratssitzung

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
03.04.2018: RG / 17,80 / HALTEN
10.01.2018: RG / 17,80 / HALTEN
09.10.2017: RG / 17,30 / HALTEN
12.09.2017: RG / 17,30 / HALTEN
15.05.2017: RG / 17,30 / KAUFEN

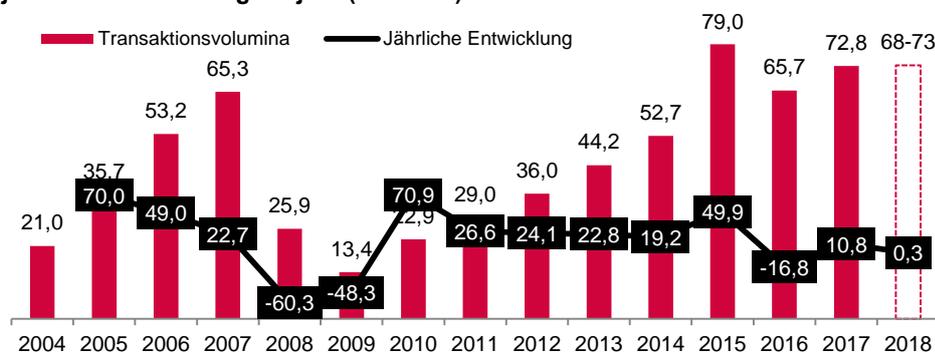
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

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

Sehr gutes Geschäftsjahr 2017 gefolgt vom Rekordergebnis des ersten Quartals 2018; Prognoseanhebung und Erhöhung des Kursziels auf 18,85 € je Aktie; Rating: Kaufen

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) befindet sich im Markt für Immobilienversteigerungen und profitiert von der aktuellen Hochkonjunktur der Immobilienwirtschaft. Haupttreiber für diese positive Entwicklung ist weiterhin das Niedrigzinsniveau, welches insbesondere Immobilienbewertungen ansteigen lässt. Gleichzeitig können durch die günstigen Finanzierungsmöglichkeiten eine Vielzahl an Immobilientransaktionen getätigt werden. Für die DGA, als Immobilienversteigerer, ist insbesondere das Transaktionsvolumen von Immobilien entscheidend.

Transaktionsvolumen auf dem Immobilien-Investmentmarkt (in Mrd. €) und die jährliche Entwicklung Vorjahr (in Mrd. €)



Quelle: Ernst & Young, GBC AG

Gegenwärtig verfolgt die EZB weiterhin die Niedrigzinspolitik und vor dem Hintergrund des guten ökonomischen Wachstums und der steigenden Mieten in nahezu allen Assetklassen, besteht weiterhin ein sehr hohes Investoreninteresse am deutschen Immobilienmarkt. Beflügelt durch das Niedrigzinsniveau erhöhte sich auch das Transaktionsvolumen der letzten Jahre deutlich und liegt seit 2013 signifikant über dem 10-Jahres-Durchschnitt von 44,1 Mrd. €. In 2016 kam es zuvor zu einem Rückgang auf 65,7 Mrd. € bedingt durch fehlende Megadeals, jedoch steigerte sich das Transaktionsvolumen in 2017 wieder deutlich und erreichte 72,8 Mrd. €. Gleichsam wurde in 2017 bei Gewerbeimmobilien ein neues Rekordniveau in Höhe von 57,2 Mrd. € erreicht. Ernst & Young geht davon aus, dass ein Teil der Transaktionen durch Portfoliooptimierung bzw. Gewinnmitnahmen zustande gekommen sind. Entsprechend erwartet Ernst & Young in 2018 eine Stabilisierung auf einem hohen Niveau von 68,0 bis 73,0 Mrd. €, bei einer Seitwärtsbewegung des Volumens und der Preise. Folglich sollte der Markt für die DGA auch in den kommenden Jahren noch äußerst attraktiv sein und von dem hohen Transaktionsvolumen profitieren.

Geschäftsjahr 2017

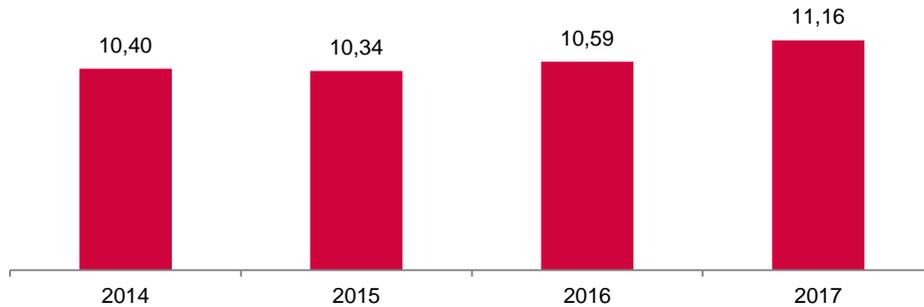
GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017	GBC Prognose 2017*	Abweichung
Ber. Netto-Courtage	10,34	10,59	11,16	11,16	0,0%
EBITDA (Marge)	1,71 (16,5%)	1,82 (17,1%)	2,00 (17,9%)	1,87 (16,7%)	+7,0%
EBIT (Marge)	1,64 (15,8%)	1,73 (16,4%)	1,86 (16,7%)	1,80 (16,1%)	+3,3%
Jahresüberschuss	1,13	1,17	1,27	1,24	+2,4%
Dividende in €	0,70	0,72	0,77	0,77	0,0%

Quelle: DGA, GBC; *nach der Veröffentlichung der bereinigten Netto-Courtageeinnahmen und des Objektvolumens am 03.01.2018

Für die Deutsche Grundstücksauktionen AG verlief das Geschäftsjahr 2017 sehr gut. Das Unternehmen konnte sich erneut als klarer Marktführer für die Versteigerung von

Immobilien in Deutschland behaupten. Durch die gute Marktstellung wurde so die bereinigte Netto-Courtage (Courtageerlöse abzüglich Umsatzsteuer und etwaiger Unterprovisionen) um 5,38% auf 11,16 Mio. € gesteigert (VJ: 10,59 Mio. €). Gleichsam wurde das erklärte Ziel eines Objektumsatzes von über 100 Mio. € nun das vierte Mal in Folge erreicht.

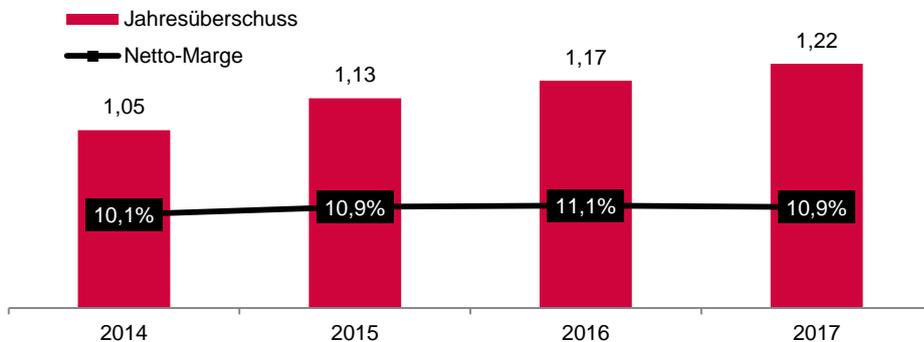
Entwicklung der bereinigten Netto-Courtage (in Mio. €)



Quelle: DGA, GBC

Hauptursächlich für die gute Entwicklung war ein deutlich höherer Objektumsatz als im Vorjahr, welcher um 16,3% auf 116,60 Mio. € (VJ: 100,28 Mio. €) gesteigert wurde. Diese Steigerung wurde trotz einer rückläufigen Anzahl an Objekten von 1.888 (2016) auf 1.782 (2017) erzielt, was für höherpreisige bzw. steigerungsfähigere Objekte spricht. Die Gewinnabführung durch die Tochtergesellschaften verblieb mit 1,70 Mio. € (VJ: 1,70 Mio. €) auf Vorjahresniveau, bedingt durch die unterschiedliche Entwicklung der einzelnen Tochtergesellschaften.

Entwicklung des Jahresüberschusses (in Mio. €) und der Netto-Marge* (in %)



Quelle: DGA, GBC; *Netto-Marge bezogen auf die bereinigte Netto-Courtage

Die Geschäftsentwicklung der einzelnen Töchter ist durch den üblichen leicht volatilen Verlauf des Versteigerungsgeschäfts zu erklären, der maßgeblich durch die Einlieferungsqualität bestimmt wird. So können insbesondere einzelne sehr große Objekte oder deutliche steigerungsfähige Objekte die Courtage maßgeblich beeinflussen. Die Nachfrage nach derartigen Objekten ist generell sehr hoch und so können sich innerhalb der Gruppe einzelne Gesellschaften bei einer guten Objekteinlieferung überproportional gut entwickeln. Neben der sehr guten Entwicklung kam es zu einer Erhöhung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 15,5% auf 2,38 Mio. € (VJ: 2,06 Mio. €), verursacht durch Rückabwicklungen bzw. Teilausbuchungen der Courtagen über 0,27 Mio. €. Davon beliefen sich 0,20 Mio. € auf ein Einzelobjekt, welches überraschend ausgebucht werden musste. Unseres Erachtens handelt es sich hierbei nicht um einen wiederkehrenden Effekt und wir gehen von rückläufigen Kosten im kommenden Jahr aus. Insgesamt verlief das Geschäftsjahr 2017 sehr erfolgreich so soll auch zum vierten Mal in Folge die Dividende erhöht werden und beläuft sich entsprechend unserer Schätzungen auf 0,77 € je Aktie (gegenwärtiger Vorschlag für die Hauptversammlung).

Prognose für 2017 und 2018

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e
Bereinigte Netto-Courtage	11,16	12,25	11,50
EBITDA	2,00	3,09	2,31
EBITDA-Marge	17,9%	25,2%	20,1%
EBIT	1,86	3,02	2,24
EBIT-Marge	16,7%	24,6%	19,5%
Jahresüberschuss	1,27	2,07	1,54
EPS in €	0,80	1,29	0,96

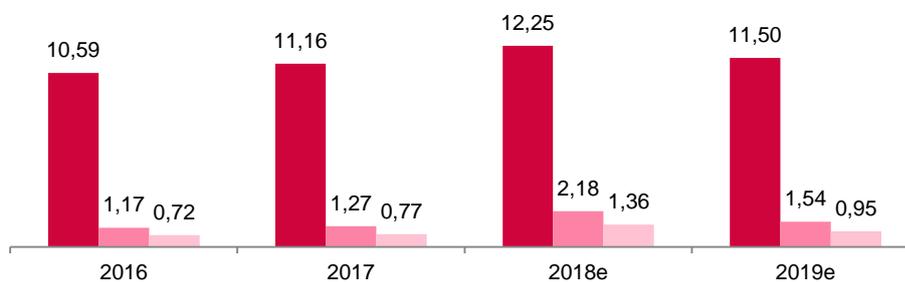
Quelle: GBC

Das Marktumfeld sollte sich auch zukünftig die DGA sehr gut für entwickeln, da die EZB gegenwärtig keine Absichten hat, eine Zinserhöhung durchzuführen. Dabei partizipiert das Unternehmen als Marktführer mit einem Marktanteil von über 85% deutlich von dieser Entwicklung. Darüber hinaus positioniert sich das Unternehmen als wichtigster Immobilienversteigerer des Bundes, was zu einer sehr guten Einlieferung geführt hat und unseres Erachtens auch in Zukunft gute Objekte für DGA bedeutet. So konnte im ersten Quartal 2018 bereits ein unerwartet hoher Einzelerlös in Höhe von 15,23 Mio. € erzielt werden, für ein Objekt der BIMA (siehe Research Comment 04.04.2018). Wie in der Presse (Tagesspiegel.de ‚Bauen in der Hauptstadt‘ 28.05.18 13:41) berichtet, hat der Bundesrat nun der Veräußerung der Immobilie zugestimmt und somit ist das Ergebnis des ersten Quartals 2018 gesichert. Insbesondere durch dieses Objekt erhöhte sich der Objektumsatz um 40,2% auf 37,01 Mio. € (VJ: 26,40 Mio. €) und die bereinigte Netto-Courtage um 35,8% auf 3,34 Mio. € (VJ: 2,46 Mio. €).

Wir gehen davon aus, dass sich dieser positive Sondereffekt auch auf das Gesamtjahresergebnis niederschlagen wird und wir erwarten eine bereinigte Netto-Courtage in Höhe von 12,25 Mio. € in 2018 bzw. 11,50 Mio. € in 2019. Entsprechend gehen wir davon aus, dass über die Jahre 2018 und 2019 eine kontinuierliche Steigerung stattfindet, jedoch 2018 durch das erste Quartal noch einen positiven Sondereffekt verbucht. Das bedeutet jedoch nicht, dass sich ein derartiger positiver Effekt sich nicht in 2019 wiederholen könnte und daher sehen wir unsere Prognose als konservativ an. Wir gehen davon aus, dass sich die Kosten größtenteils stabil entwickeln und rechnen mit einem Jahresüberschuss im Jahr 2018 in Höhe von 2,07 Mio. € und 1,54 Mio. € in 2019.

Erwartete Entwicklung der bereinigten Netto-Courtage (in Mio. €), des Jahresüberschusses (in Mio. €) und der Dividende (in € je Aktie)

■ Bereinigte Netto-Courtage ■ Jahresüberschuss ■ Dividende



Quelle: GBC AG

Bei einer stabilen Dividendenpolitik erwarten wir eine Dividende von 1,30 € im Jahr 2018, was bei dem gegenwärtigen Kurs von 17,10 € einer sehr attraktiven Dividendenrendite von 7,6% entsprechen würde, bzw. 0,95 € in 2019 mit 5,6% Dividendenrendite. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert von 18,85 € ermittelt (bisher: 17,80 €) und vergeben das Rating Kaufen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 bis 2019 in Phase 1, erfolgt von 2012 bis 2025 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 18,3 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 31,5 % 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 1,25%. (bisher: 1,25%)**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,04.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,0% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,0 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,0% errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 18,85 € (bisher: 17,80 €).**

Deutsche Grundstücksauktion - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	18,3%	ewige EBITA - Marge	17,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,3%	effektive Steuerquote im Endwert	31,5%
Working Capital zu Umsatz	27,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
Bereinigte Netto-Courtage	12,25	11,50	11,73	11,96	12,20	12,45	12,70	12,95	
US Veränderung	9,7%	-6,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,19	4,87	4,97	5,07	5,17	5,27	5,38	5,49	
EBITDA	3,09	2,31	2,15	2,19	2,23	2,28	2,32	2,37	
EBITDA-Marge	25,2%	20,1%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	
EBITA	3,02	2,24	2,07	2,11	2,16	2,20	2,25	2,29	
EBITA-Marge	24,6%	19,5%	17,6%	17,6%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%
Steuern auf EBITA	-0,95	-0,71	-0,65	-0,67	-0,68	-0,69	-0,71	-0,72	
zu EBITA	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%
EBI (NOPLAT)	2,07	1,54	1,42	1,45	1,48	1,51	1,54	1,57	
Kapitalrendite	37,8%	27,1%	25,5%	26,2%	26,4%	26,6%	26,9%	27,1%	27,3%
Working Capital (WC)	3,30	3,20	3,17	3,23	3,30	3,36	3,43	3,50	
WC zu Umsatz	26,9%	27,8%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	
Investitionen in WC	-0,19	0,10	0,03	-0,06	-0,06	-0,07	-0,07	-0,07	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	
AFA auf OAV	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	
AFA zu OAV	3,0%	3,0%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	
Investitionen in OAV	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	
Investiertes Kapital	5,66	5,56	5,53	5,59	5,66	5,72	5,79	5,86	
EBITDA	3,09	2,31	2,15	2,19	2,23	2,28	2,32	2,37	
Steuern auf EBITA	-0,95	-0,71	-0,65	-0,67	-0,68	-0,69	-0,71	-0,72	
Investitionen gesamt	-0,26	0,03	-0,04	-0,14	-0,14	-0,14	-0,15	-0,15	
Investitionen in OAV	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	
Investitionen in WC	-0,19	0,10	0,03	-0,06	-0,06	-0,07	-0,07	-0,07	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,87	1,64	1,45	1,38	1,41	1,44	1,47	1,50	29,71

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	26,45	26,67
Barwert expliziter FCFs	7,95	6,87
Barwert des Continuing Value	18,51	19,80
Nettoschulden (Net debt)	-3,94	-3,50
Wert des Eigenkapitals	30,40	30,17
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	30,40	30,17
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	19,00	18,85

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,04
Eigenkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,0%

Kapitalrendite	WACC				
	6,4%	6,7%	7,0%	7,3%	7,6%
26,8%	20,73	19,60	18,60	17,73	16,95
27,1%	20,88	19,73	18,73	17,84	17,05
27,3%	21,02	19,86	18,85	17,95	17,16
27,6%	21,16	19,99	18,97	18,07	17,26
27,8%	21,31	20,13	19,09	18,18	17,37

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,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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.

(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um 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.A., M.Sc., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. 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