

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 19,30 €
(bisher: 18,70 €)

Aktueller Kurs: 17,40
 20.05.2019 / XETRA 11:10

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005533400
 WKN: 553340
 Börsenkürzel: DGR

Aktienanzahl³: 1,60
 Marketcap³: 28,48
 Enterprise Value³: 23,62
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 9

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie:
 23.05.2019 (14:35 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 27.05.2019
 (08:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis
 max. 31.12.2019

Unternehmensprofil

Branche: Immobiliendienstleistungen

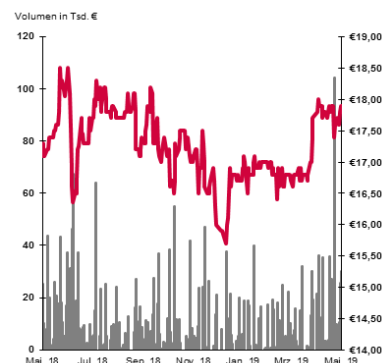
Fokus: Auktionen

Mitarbeiter: 38 (Stand: 31.12.2018)

Gründung: 1998

Firmensitz: Berlin, Deutschland

Vorstandsvorsitzender: Michael Plettner, Carsten Wohlers



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 Verkäuercourtage 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	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e
Bereinigte Netto-Courtage	11,16	12,00	11,50	11,60
EBITDA	1,94	2,53	1,95	2,02
EBIT	1,80	2,37	1,88	1,95
Jahresüberschuss	1,22	1,59	1,28	1,34

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,76	1,00	0,80	0,83
Dividende je Aktie	0,77	1,00	0,78	0,79

Kennzahlen

EV/Bereinigte Netto-Courtage	2,12	1,97	2,05	2,04
EV/EBITDA	12,18	9,33	12,15	11,70
EV/EBIT	13,11	9,96	12,60	12,12
KGV	23,44	17,87	22,17	21,33
KBV		3,14		

Finanztermine

24.06.2019: Hauptversammlung
04.09.2019: Halbjahresbericht 2019
07. - 09. Oktober 2019: Expo Real München
14.10.2019: 9-Monats-Zahlen
14.11.2019: Aufsichtsratssitzung

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
26.04.2019: RG / 18,70 / HALTEN
09.01.2019: RG / 18,70 / KAUFEN
12.09.2018: RG / 18,70 / KAUFEN
28.05.2018: RG / 18,85 / KAUFEN
04.04.2018: RG / 17,80 / KAUFEN

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

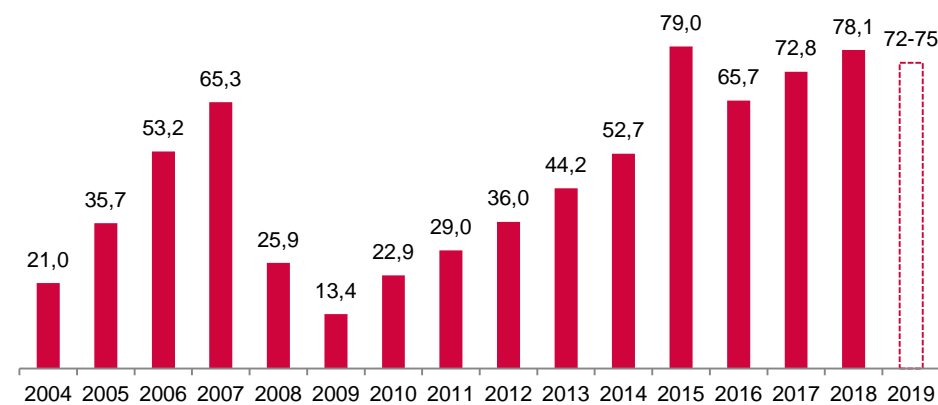
Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Der hohe Objekteumsatz macht das Geschäftsjahr 2018 zum zweitbesten Jahr der Unternehmensgeschichte. Zukünftig gehen wir weiterhin von einer nachhaltigen und attraktiven Dividendenrendite aus.

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) ist im Markt für Immobilienauktionen tätig und profitiert vom aktuellen Boom der Immobilienwirtschaft. Diese Entwicklung ist hauptsächlich durch das ganz geringe Zinsniveau getrieben, welches die Immobilienbewertungen weiter ansteigen lässt. Durch diese Entwicklung werden zunehmend höhere Multiples auf Immobilien gezahlt, welche auch das Transaktionsvolumen ansteigen lassen. Die DGA profitiert als Immobilienversteigerer insbesondere in Märkten, die ein hohes Handelsvolumen aufweisen und in denen Immobilien, neben direkten Transaktionen, zum Teil auch versteigert werden.

Aktuell bleibt das Zinsniveau sehr niedrig und die MFI-Zinssätze mit bis zu 1-jähriger Zinsbindung lagen im März 2019 bei 1,22%. Die Europäische Zentralbank (EZB) bleibt angesichts wachsender Risiken für die Konjunktur auf Niedrigzinskurs und hält den Leitzins weiterhin auf dem Rekordtief von 0%. Bei einer Sitzung im März 2019 hatte der EZB-Rat die erste Zinserhöhung mindestens bis ins Jahr 2020 verschoben. Aktuell plant die EZB keine weiteren Staats- und Unternehmensanleihekäufe. Allerdings werden die Gelder aus auslaufenden Papieren wieder investiert. Von März 2015 bis Ende 2018 hatte die EZB Wertpapiere für rund 2,6 Billionen € erworben. Somit dürfte auch in absehbarer Zukunft keine Zinswende in Sicht sein, was für die DGA äußerst wertvoll sein dürfte.

Transaktionsvolumen auf dem Immobilien-Investmentmarkt in Mrd. €



Quelle: Ernst & Young, GBC AG

Laut Ernst & Young (EY) wurde in 2018 ein weiteres Rekordergebnis des Transaktionsvolumens auf dem Gewerbeimmobilienmarkt mit 60,5 Mrd. € erreicht. Weiterhin wurde in 2018 mit 78,1 Mrd. € das zweitbeste Ergebnis im Wohninvestmentmarkt nach 2015 (79,0 Mrd. €) erzielt. Insgesamt liegt das Transaktionsvolumen deutlich über dem 15-Jahres-Durchschnitt von 46,3 Mrd. €, was für einen sehr aktiven Markt spricht. Für das Jahr 2019 erwartet EY ein Investoreninteresse auf unverändert hohem Niveau und ein sehr hohes Volumen in einer Bandbreite zwischen 72,0 und 75,0 Mrd. € und somit leicht unterhalb des Vorjahresniveaus. Entsprechend dürfte auch die DGA von dem dynamischen Immobilienmarkt weiter profitieren.

Geschäftsjahr 2018

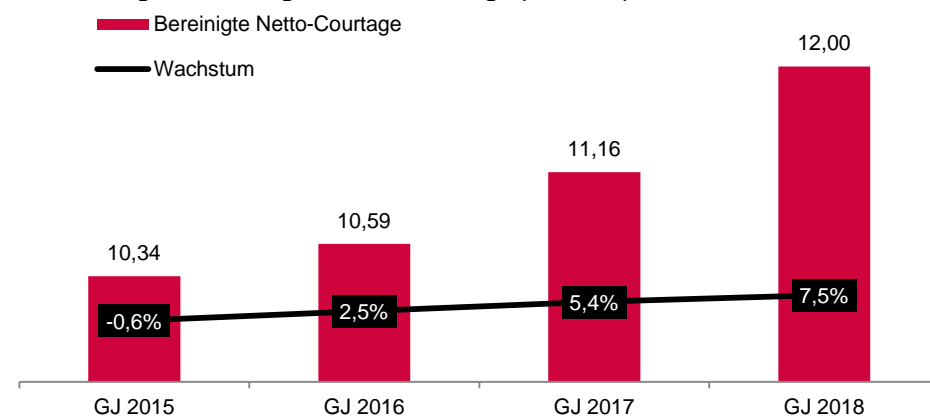
GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018	GBC Prognose 2018	Abweichung
Bereinigte Netto-Courtage	10,59	11,16	12,00	11,70	+2,6%
EBITDA	1,82	1,94	2,53	2,27	+11,4%
EBITDA-Marge	17,1%	17,4%	21,1%	19,4%	
EBIT	1,73	1,80	2,37	2,20	+7,7%
EBIT-Marge	16,4%	16,1%	19,8%	18,8%	
Jahresüberschuss	1,17	1,22	1,59	1,51	+5,3%
Dividende je Aktie in €	0,72	0,77	1,00	0,95+	+5,2%

Quelle: DGA, GBC

Im Geschäftsjahr 2018 profitierte die Deutsche Grundstückauktionen AG (DGA) maßgeblich von ihrer Marktführerschaft und steigerte die Netto-Courtage (stets bereinigt um die Umsatzsteuer und mögliche Unterprovisionen) sowie den Jahresüberschuss.

Neben dem insgesamt gut verlaufenen Jahr war insbesondere ein Einzelobjekt, welches mit 15,23 Mio. € Erlösen ein Rekordergebnis erreichte, der maßgebliche Faktor für die deutliche Steigerung der Ergebnisse. In Summe wurde so zum fünften Mal in Folge die 100 Mio. € Schwelle beim Objektvolumens überschritten. Während das Objektvolumen um 6,3% auf 123,9 Mio. € zulegte (VJ: 116,6 Mio. €), konnte die Netto-Courtage überproportional um 7,5% auf 12,00 Mio. € (VJ: 11,16 Mio. €) gesteigert werden.

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



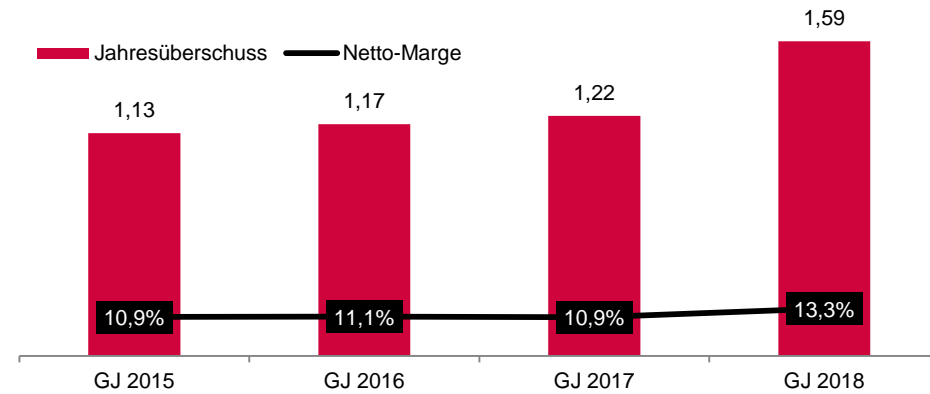
Quelle: DGA, GBC

Für diese überproportionale Steigerung dürfte auch das große Einzelobjekt aus Berlin verantwortlich sein. Durch den hohen Ergebnisbeitrag des Einzelobjekts wurden zudem die schwächeren Ergebnisse der Tochtergesellschaften überkompensiert werden. So wurde durch die Tochtergesellschaften nur ein Gewinn in Höhe von 0,67 Mio. € (VJ: 1,70 Mio. €) abgeführt, was deutlich unter dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre lag. Besonders herausgestochen ist das Ergebnis der Sächsische Grundstückauktionen AG (SGA), welche lediglich 0,02 Mio. € (VJ: 0,90 Mio. €) erwirtschaftete, was das schwächste Ergebnis der SGA seit Gründung darstellt.

Derartige Extremwerte sprechen statistisch auch für Einmaleffekte und wir gehen davon aus, dass sich die Gewinnentwicklung der Tochtergesellschaften in den kommenden Jahren wieder normalisiert und auf bzw. über dem Durchschnitt der letzten 5 Jahre liegen wird. Hier zeigt sich auch, dass die Stärken einzelner Regionen erfolgreich andere Regionen ausgleichen können, wodurch die DGA eine gewisse regionale Unabhängigkeit aufweisen kann. Diese Stärke dürfte insbesondere ein Vorteil gegenüber den kleineren Wettbewerbern sein, welche sich in der Regel auf einzelne Regionen fokussieren.

Insgesamt wurde so, auch durch das sehr gute Ergebnis der DGA, ein Jahresüberschuss in Höhe von 1,59 Mio. € erzielt, was einer signifikanten Steigerung um 31,2% entspricht (VJ: 1,22 Mio. €). Gleichsam wurde durch die überproportionale Ergebnisverbesserung die Netto-Marge (Jahresüberschuss / bereinigte Netto-Courtage) auf 13,3% erhöht (VJ: 10,9%).

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



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

Diese deutliche Steigerung führte zu einem Dividendenvorschlag in Höhe von 1,00 € je Aktie, was zum aktuellen Kurs (21.05.19 XETRA-Schlusskurs 17,80€) einer attraktiven Dividendenrendite von 5,6% entspricht.

Prognose für 2019 und 2020

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e
Bereinigte Netto-Courtage	12,00	11,50	11,60
EBITDA	2,53	1,95	2,02
EBITDA-Marge	21,1%	16,9%	17,4%
EBIT	2,37	1,88	1,95
EBIT-Marge	19,8%	16,3%	16,8%
Jahresüberschuss	1,59	1,28	1,34
Dividende in € je Aktie	1,00	0,78	0,79

Quelle: GBC

Unseres Erachtens befindet sich die DGA weiterhin in einem äußerst attraktiven Marktumfeld, wovon das Unternehmen als Marktführer sehr gut partizipieren sollte. Bedingt durch das Rekordergebnis des Einzelobjekts in 2018 gehen wir von einem leichten Umsatz- und Ergebnisrückgang in 2019 und 2020 aus. Sollte es jedoch abermals zu einer vergleichbar großen Einlieferung wie in 2018 kommen, so sind unsere aktuellen Prognosen als konservativ anzusehen. Dennoch gehen wir von einem sukzessiven Wachstum aus und wir liegen mit unseren Schätzungen für 2019 auch über dem Niveau von 2017 (ein sehr gutes Jahr ohne einen vergleichbaren Sondereffekt wie in 2018). Wir gehen davon aus, dass im laufenden Geschäftsjahr 2019 eine bereinigte Netto-Courtage in Höhe von 11,50 Mio. € erzielt wird, bzw. 11,60 Mio. € im Jahr 2020.

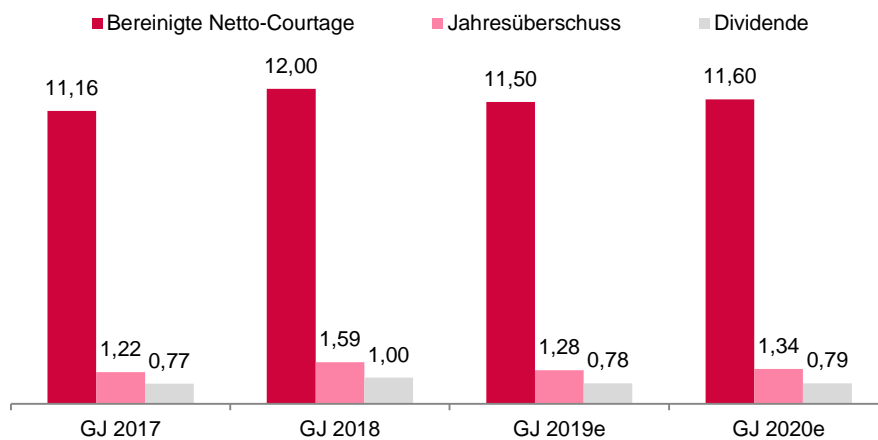
Diese gute Entwicklung zeigt sich bereits im ersten Quartal (Research vom 26.04.2019). Exklusive der Rekordimmobilie, konnte die DGA im Q1 2019 eine Steigerung des Objekturnsatzes um 7,7% verzeichnen. Gleichzeitig stiegen auch die Verkaufsquoten auf 89% (VJ: 84%), was weiterhin für ein hohes Investoreninteresse und eine gute Einlieferungsqualität spricht.

Wir gehen davon aus, dass sich der gute Markttrend auch in den kommenden Jahren fortsetzen wird. Zudem sollte das Unternehmen neben der Marktführerschaft auch von der erfolgreichen Versteigerung des Großobjektes im Jahr 2018 profitieren. Wir gehen

davon aus, dass weitere Marktteilnehmer hierdurch auf die DGA aufmerksam geworden sind und möglicherweise weitere Objekte in die DGA einliefern werden.

Entscheidend für die Entwicklung im Jahr 2020 wird die weiterführende Zusammenarbeit mit der Bundesanstalt für Immobilienaufgaben (BImA), der Bodenverwertungs- und -verwaltungs GmbH (BVVG) und der Deutschen Bahn AG sein, welche zahlreiche Einlieferungen brachten. Die Rahmenverträge mit den genannten Einlieferern laufen 2019 aus, wobei wir für die Folgejahre von einer weiteren Zusammenarbeit ausgehen. Dennoch muss das Unternehmen im Jahr 2019 an den entsprechenden Ausschreibungen und Vergabeverfahren teilnehmen, um sich auch zukünftige Einlieferungen in diesem Bereich zu sichern.

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



Quelle: GBC AG

Durch die stabile Kostenstruktur erwarten wir einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,28 Mio. € in 2019 und 1,34 Mio. € in 2020. Entsprechend erwarten wir eine Dividende in Höhe von 0,78 € je Aktie in 2019 und 0,79 € je Aktie in 2020. Die Ergebnisentwicklung ist, wie auch die Netto-Courtage, niedriger als das Ausnahmejahr 2018, jedoch über dem Niveau von 2017.

Mit dem Dividendenvorschlag von 1,00 € für das Geschäftsjahr 2018 stellt das Unternehmen den Aktionären aktuell eine sehr attraktive Dividendenrendite von 5,6% in Aussicht. Unser leicht geringeres Prognoseniveau wird durch den geringen risikolosen Zinssatz überkompensiert und wir heben unser Kursziel auf 19,30 € (bisher: 18,70 €) an. Vor dem Hintergrund des Upsidepotenzials vergeben wir 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 2019 bis 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2026 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 18,2% 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 1,00% (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 6,75% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,75 % (bisher: 7,00%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,8% errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 19,30 € (bisher: 18,70 €).**

DCF-Modell

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	18,2%	ewige EBITA - Marge	17,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,4%	effektive Steuerquote im Endwert	31,5%
Working Capital zu Umsatz	27,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
Bereinigte Netto-Courtage	11,50	11,60	11,83	12,06	12,29	12,53	12,78	13,03	
US Veränderung	-4,2%	0,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,85	4,85	5,01	5,11	5,21	5,31	5,41	5,52	
EBITDA	1,95	2,02	2,15	2,19	2,24	2,28	2,33	2,37	
EBITDA-Marge	16,9%	17,4%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	
EBITA	1,88	1,95	2,07	2,12	2,16	2,20	2,25	2,29	
EBITA-Marge	16,3%	16,8%	17,5%	17,5%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%
Steuern auf EBITA	-0,59	-0,61	-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)	1,28	1,34	1,42	1,45	1,48	1,51	1,54	1,57	
Kapitalrendite	29,0%	23,5%	25,4%	26,1%	26,3%	26,5%	26,8%	27,0%	27,2%
Working Capital (WC)	3,30	3,20	3,20	3,26	3,32	3,39	3,45	3,52	
WC zu Umsatz	28,7%	27,6%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	
Investitionen in WC	-1,12	0,10	0,00	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	-0,07	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,37	2,39	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%	2,9%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	
Investitionen in OAV	-0,19	-0,09	-0,05	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	
Investiertes Kapital	5,67	5,59	5,56	5,62	5,68	5,75	5,81	5,88	
EBITDA	1,95	2,02	2,15	2,19	2,24	2,28	2,33	2,37	
Steuern auf EBITA	-0,59	-0,61	-0,65	-0,67	-0,68	-0,69	-0,71	-0,72	
Investitionen gesamt	-1,31	0,01	-0,04	-0,14	-0,14	-0,14	-0,15	-0,15	
Investitionen in OAV	-0,19	-0,09	-0,05	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	
Investitionen in WC	-1,12	0,10	0,00	-0,06	-0,06	-0,06	-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	0,04	1,41	1,46	1,39	1,41	1,44	1,47	1,50	31,22

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	27,58	28,03
Barwert expliziter FCFs	7,82	6,93
Barwert des Continuing Value	19,77	21,10
Nettoschulden (Net debt)	-3,30	-3,46
Wert des Eigenkapitals	30,88	31,50
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	30,88	31,50
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	19,30	19,68

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,04
Eigenkapitalkosten	6,7%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	6,7%

Kapitalrendite	WACC				
	6,1%	6,4%	6,7%	7,0%	7,3%
26,7%	21,37	20,13	19,06	18,11	17,28
26,9%	21,51	20,26	19,18	18,23	17,39
27,2%	21,66	20,40	19,30	18,34	17,49
27,4%	21,80	20,53	19,42	18,45	17,60
27,7%	21,95	20,66	19,55	18,57	17,70

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, 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 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), stellvertr. 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