

Deutsche Grundstücksauktionen AG*5a,5b,7,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 17,40 €
(bisher: 19,70 €)

Aktueller Kurs: 11,10
 13.05.2020 / XETRA 09:02

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005533400
 WKN: 553340
 Börsenkürzel: DGR

Aktienanzahl³: 1,60
 Marketcap³: 17,76
 Enterprise Value³: 14,50
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 10

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie:
 19.05.2020 (13:49 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 20.05.2020 (09:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

Unternehmensprofil

Branche: Immobiliendienstleistungen

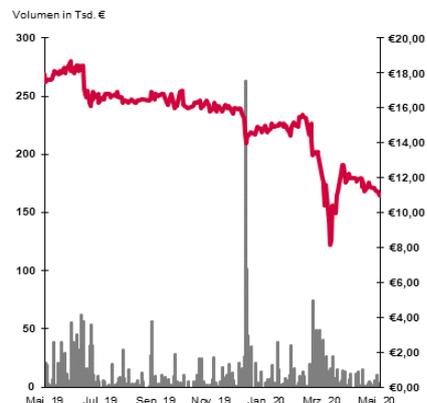
Fokus: Auktionen

Mitarbeiter: 36 (Stand: 31.12.2019)

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 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	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e
Bereinigte Netto-Courtage	12,00	10,07	10,03	10,70
EBITDA	2,53	0,96	0,91	1,27
EBIT	2,37	0,76	0,72	1,09
Jahresüberschuss	1,59	0,49	0,49	0,75

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,00	0,31	0,31	0,47
Dividende je Aktie	1,00	0,15	0,47	0,46

Kennzahlen

EV/Bereinigte Netto-Courtage	1,21	1,44	1,45	1,35
EV/EBITDA	5,73	15,07	15,92	11,39
EV/EBIT	6,11	19,00	20,08	13,26
KGv	11,14	35,91	35,92	23,71
KBV		2,23		

Finanztermine

26.06.2020: Hauptversammlung
07.09.2020: Halbjahresbericht 2019
05. - 07.10.2020: Expo Real München
19.10.2020: 9-Monats-Zahlen
08 - 09.12.2020: MKK
Münchner Kapitalmarkt Konferenz

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
13.01.2020: RG / 19,70 / KAUFEN
23.10.2019: RG / 19,70 / KAUFEN
09.09.2019: RG / 19,70 / KAUFEN
27.05.2019: RG / 19,30 / KAUFEN
26.04.2019: RG / 18,70 / HALTEN

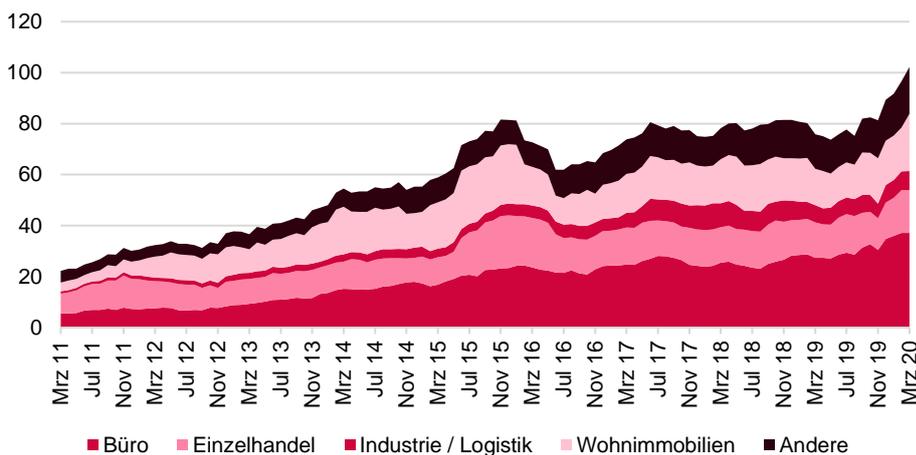
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

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 guter Start in das Jahr 2020 mit gewissen Unsicherheiten für die Zukunft, Kursziel auf 17,40 € (bisher: 19,70 €) reduziert, Rating: Kaufen

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) bewegt sich im Markt für Immobilienauktionen. Ein vergleichsweise guter Proxy für Marktdynamiken in denen sich die DGA bewegt ist unseres Erachtens das Immobilien-Transaktionsvolumen in Deutschland. Das rollierende Transaktionsvolumen der letzten zwölf Monate überschritt, laut savills, erstmals die 100 Mrd. €-Marke und lag zum Ende des ersten Quartals bei 102,2 Mrd. €. Mit einem Volumen von 26,7 Mrd. € dürfte dies das mit Abstand stärkste Eröffnungsquartal aller Zeiten markieren. Infolge der COVID-19-Pandemie ist in den kommenden Wochen und Monaten aber mit einem deutlichen Rückgang der Transaktionstätigkeit zu rechnen. Transaktionen, die sich bereits in einem fortgeschrittenen Stadium befanden, werden oft noch abgeschlossen. Allerdings werden derzeit kaum Verkaufsprozesse eingeleitet. Zwar gibt es sicherlich Investoren, die auch im aktuellen Umfeld weiter kaufen wollen, doch sehen sich diese Investoren auch mit praktischen Hürden, wie den derzeitigen Kontaktbeschränkungen konfrontiert. Viele andere Investoren haben ihre Kaufpläne vorerst gestoppt und wollen die kommenden Wochen zur Orientierung nutzen.

Transaktionsvolumen Deutschland (vergangene 12 Monate rollierend)



Quelle: savills

Die Krise wird wahrscheinlich zu rückläufigen Transaktionsvolumina in allen Nutzungsarten führen, der Effekt dürfte jedoch unterschiedlich stark ausfallen. So sollte der stärkste Rückgang des Transaktionsvolumens bei Hotels zu verzeichnen sein, gefolgt von Einzelhandels- und Büroimmobilien. Die geringsten Auswirkungen werden für Logistik-, Gesundheits- und Wohnimmobilien erwartet.

Es bleibt abzuwarten, wie sich die Anfangsrenditen im Zuge dieses erwarteten Umsatzrückgangs entwickeln werden. Im ersten Quartal gab es diesbezüglich keine Bewegung, da die Spitzenrenditen in allen Segmenten unverändert blieben. Dies spiegelt jedoch eher die Situation "vor COVID-19" wider, da alle in den letzten Wochen abgeschlossenen Transaktionen lange vor der Pandemie arrangiert wurden.

Eine ähnliche Entwicklung wie der Markt zeigt sich auch bei der Deutschen Grundstücksauktionen AG. Das Unternehmen hat ein sehr gutes erstes Quartal abgeschlossen, jedoch sind die zukünftigen Entwicklungen schwierig abzusehen. Aus der aktuellen Sicht scheint aber die Einlieferung gut zu funktionieren und die Nachfrage weiterhin hoch zu sein. Somit scheint sich die Corona-Krise aktuell weniger stark auf das Unternehmen auszuwirken.

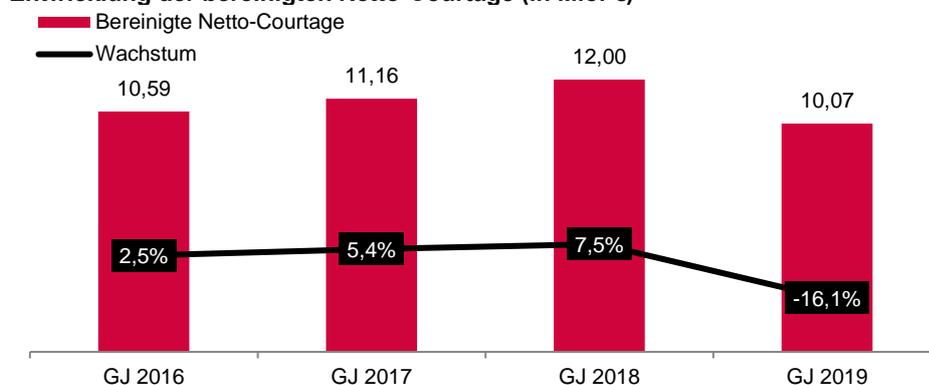
Geschäftsjahr 2019

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Bereinigte Netto-Courtage	11,16	12,00	10,07
EBITDA	1,94	2,53	0,96
EBITDA-Marge	17,4%	21,1%	9,6%
EBIT	1,80	2,37	0,76
EBIT-Marge	16,1%	19,8%	7,6%
Jahresüberschuss	1,22	1,59	0,49
Dividende je Aktie in €	0,77	1,00	0,15

Quelle: DGA, GBC

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 wurde ein gutes Ergebnis erzielt, welches dennoch unter den Erwartungen lag. So reduzierte sich der Objektumsatz um 19,2% auf 100,11 Mio. € (VJ: 123,92 Mio. €) und lag damit zum sechsten Mal in Folge über 100 Mio. €, was für die Unternehmensgruppe ein Novum darstellt.

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



Quelle: DGA, GBC

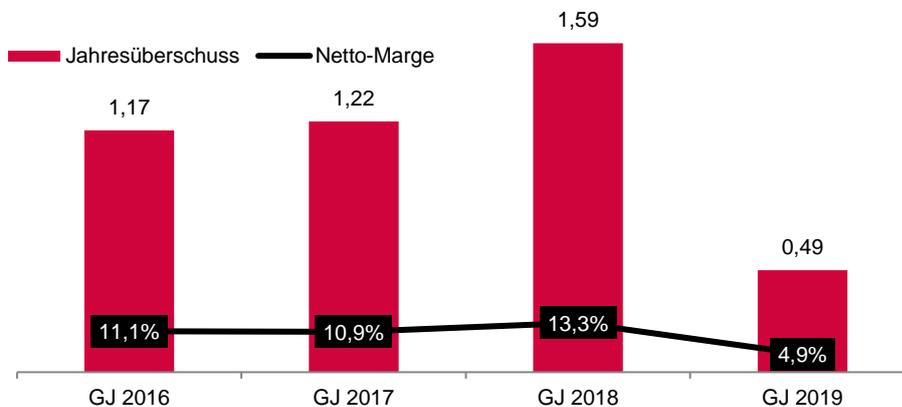
Dennoch spiegelte sich diese Verringerung des Objektumsatzes auch in der bereinigten Netto-Courtage mit einem Rückgang um 16,1% auf 10,07 Mio. € (VJ: 12,00 Mio. €) wider. Hintergrund dieser Entwicklung war das Berliner Gesetz zur Mietendeckelung. Dieses Gesetz wurde im Juni 2019 diskutiert, was zu einer sofortigen Zurückhaltung von Investoren führte, da eine hohe Unsicherheit bezüglich möglicher Mietsteigerungen vorhanden war. Auch wenn das Gesetz erst 8 Monate später in Kraft getreten ist, sorgte die Diskussion für einen sofortigen Nachfragestopp im Bereich der Mehrfamilienhäuser. Konkret waren 12 potenzielle Immobilien aus Berlin betroffen, was einem Einlieferungsvolumen in Höhe von 10,6 Mio. € entsprochen hätte.

Das Mietendeckel-Gesetz ist seit dem 11.02.2020 in Berlin in Kraft getreten und ist zunächst auf 5 Jahre befristet. Die Mieten sollen auf der aktuellen Höhe verbleiben. Für Mieter, die in bestehenden Mietverhältnissen nach dem Stichtag 18. Juni 2019 eine Mieterhöhung erhalten haben, wird die Miete auf dem Stand dieses Stichtags eingefroren. Das Gesetz erfasst die Mieten für rund 1,5 Millionen Wohnungen. Ausdrücklich ausgeschlossen sind alle neu gebauten Wohnungen, die ab dem 1. Januar 2014 bezugsfertig waren, aber zum Beispiel auch Sozialwohnungen mit Mietpreisbindung und Wohnungen in Studentenwohnheimen. Bei Verstößen können Vermieter mit einer Geldstrafe bis zu 500.000 € belegt werden. Umstritten sind sowohl die formelle als auch die materielle Verfassungsmäßigkeit des Mietendeckels. Bei der formellen Verfassungsmäßigkeit geht es im Kern um die Frage, ob das Land Berlin überhaupt Regelungen zur Miethöhe im frei finanzierten Wohnungsbau treffen darf, oder diese Kompetenz allein dem Bund zusteht. Bei der materiellen Verfassungsmäßigkeit geht es um die Frage, ob die mit dem Mietendeckel verbundenen Eingriffe etwa in das Eigentumsrecht der Ver-

mieter (Art. 14) oder in die Vertragsfreiheit der Parteien eines Mietvertrags nach der Verfassung erlaubt sind.

Abgesehen vom Sondereffekt in Berlin scheint der Markt auch weiterhin gut zu funktionieren. Dies zeigt sich auch in der weiterhin sehr hohen Verkaufsquote von 85% (VJ: 87,5%) und auch in der sehr guten Entwicklung der Tochterunternehmen außerhalb Berlins. Der angestrebte Gesamtumsatz bei den Tochterunternehmen in Höhe von 65 Mio. € wurde mit 71,2 Mio. € (VJ: 61,6 Mio. €) übertroffen. Hier zeigt sich abermals der Vorteil der Gesellschaft, deutschlandweit aufgestellt zu sein, um Einzelmarktentwicklungen ausgleichen zu können. Besonders gut hat sich die Sächsische Grundstücksauktionen AG entwickelt, die nach einem schwächeren Jahr 2018 einen guten Gewinnbeitrag in Höhe von 0,64 Mio. € geliefert hat (VJ: 0,20 Mio. €). Auch die Westdeutsche Grundstücksauktionen AG performte sehr gut mit einem Gewinnbeitrag in Höhe von 0,32 Mio. € (VJ: 0,21 Mio. €) sowie die Norddeutsche Grundstücksauktionen AG mit 0,33 Mio. € (VJ: 0,25 Mio. €).

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



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

Insgesamt wurde durch die Tochtergesellschaften aufgrund der Gewinnabführungsverträge 1,44 Mio. € (VJ: 0,67 Mio. €) an die Muttergesellschaft Deutsche Grundstücksauktionen AG abgeführt. Durch die schwächere Performance der Muttergesellschaft reduzierte sich der Jahresüberschuss im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 auf 0,49 Mio. € (VJ: 1,59 Mio. €) und der Bilanzgewinn zum 31.12.2019 lag bei 0,51 Mio. € (VJ: 1,62 Mio. €). Vor dem Hintergrund der aktuellen Corona-Krise und der in diesem Zusammenhang kaum zu prognostizierenden Zukunftsentwicklung schlägt der Vorstand und Aufsichtsrat keine Vollausschüttung vor, sondern eine Dividendenzahlung in Höhe von 0,24 Mio. €, sprich 0,15 € (VJ: 1,00 €) je Aktie.

Prognose für 2020 und 2021

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e
Bereinigte Netto-Courtage	10,07	10,03	10,70
EBITDA	0,96	0,91	1,27
EBITDA-Marge	9,6%	9,1%	11,9%
EBIT	0,76	0,72	1,09
EBIT-Marge	7,6%	7,2%	10,2%
Jahresüberschuss	0,49	0,49	0,75
EPS in €	0,31	0,31	0,47

Quelle: GBC

Im Hinblick auf die kommenden Jahre spielen mit der Corona-Krise und dem Mietpreisdeckel in Berlin eine wichtige Rolle für die Unternehmensentwicklung.

Die Corona-Krise macht die Prognosen deutlich herausfordernder, da die bereinigte Netto-Courtage von vielen Faktoren abhängt. Besonders relevant ist welche und wie viele Objekte eingeliefert werden und wie hoch die Nachfrage ist, um gute Steigerungen zu erzielen. Entsprechend hat auch das Unternehmen aktuell keine Guidance in den Markt gegeben. Dennoch sind wir optimistisch, dass sich die Corona-Krise nicht sehr stark auf die Deutsche Grundstücksauktionen AG niederschlagen wird. Eine Teil-Guidance der DGA sieht vor, dass die Tochterunternehmen einen Objektumsatz in Höhe von 70,0 Mio. € (VJ: 72,2 Mio. €) erzielen werden, also nahezu auf Vorjahresniveau.

Es wurden sehr gute Erfolge auf den Live-Auktionen sowie den Online-Auktionen erzielt. So wurden auch Auktionen der Deutschen Grundstücksauktionen AG gemäß Eindämmungsmaßnahmenverordnung ohne Publikum im Saal durchgeführt und stattdessen live im Internet übertragen. Die Gebote wurden per Telefon, über das Internet oder mit Bietungsaufträgen für Mitarbeiter im Rahmen der Bietungsschritte abgegeben. Die Online-Auktion verfolgten rund 250 Interessenten und somit mehr als eine traditionelle Live-Auktion. Zudem wurden in vielen Fällen Kaufpreise über den Erwartungen erzielt.

So waren die Auktionen im ersten Quartal (Ende Februar und Ende März) zwar von den Verordnungen der Corona-Krise betroffen, dennoch konnte der Objektumsatz um 37,4% auf 32,3 Mio. € (VJ: 23,5 Mio. €) gesteigert werden und die Netto-Erlöse stiegen um 29,3% auf 3,18 Mio. € (VJ: 2,46 Mio. €) an. Somit wurde eines der besten Quartale der jüngeren Unternehmensgeschichte verzeichnet. Die Deutsche Grundstücksauktionen AG mit Sitz in Berlin leistete hier, trotz des Berliner Mietdeckels, einen sehr guten Beitrag, mit Auktionserlösen in Höhe von 16,75 Mio. € und einer bereinigten Netto-Courtage von nahezu 1,50 Mio. €. Entsprechend deckt sich diese Entwicklung auch mit dem deutschen Transaktionsvolumen mit einem sehr starken ersten Quartal. Die Nachfrage scheint weiterhin sehr hoch zu sein. Dennoch herrscht mit der Corona-Krise eine hohe Unsicherheit, welche weiteren Auswirkungen auf den Markt zukommen.

Mittelfristig könnte die Corona-Krise auch zu Insolvenzen z.B. im Bereich der Gaststätten und Hotellerie führen, wodurch das Unternehmen über Insolvenzverwalter zu weiteren Objekten kommen könnte.

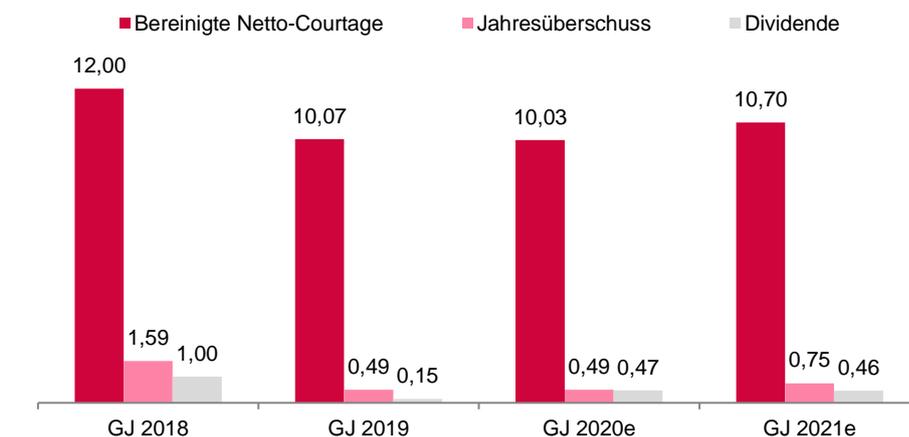
Weiterhin sollten auch die Einlieferungsrahmenverträge dem Unternehmen weitere Objekte zuführen. So hat die DGA im Dezember 2019 den Zuschlag für die Vergabe eines Rahmenvertrages über die Durchführung von Immobilienauktionen für die Bundesanstalt für Immobilienaufgaben und die bundeseigene BVVG Bodenverwertungs- und -verwaltungs GmbH erhalten.

Der Mietpreisdeckel in Berlin sollte mittelfristig zu einem sichtbaren Rückgang bei den Transaktionen von Mehrfamilienhäusern führen. Häufig wurden hier Investitionen getätigt, in denen Mietpreissteigerungen eingeplant waren. Somit können Eigentümer dieser Objekte nun nur deutlich unter dem Einkaufspreis verkaufen. Es wird sich zeigen, wie lange es dauern wird, um Käufer und Verkäufer zu einem neuen Marktpreis zusammenzubringen. Dennoch wird die Mietpreisdeckelung nachhaltige Transaktionsschäden in Berlin verursacht haben. Denn auch nach Ablauf des Gesetzes wird dieses Segment mit einer hohen Unsicherheit behaftet bleiben und wahrscheinlich nicht mehr zu dem ursprünglichen hohen Niveau zurückkehren. Somit rechnen wir damit, dass der DGA deutlich weniger Objekte aus diesem Bereich zugetragen werden.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass das laufende Geschäftsjahr 2020 auf Vorjahresniveau verbleiben wird, vornehmlich verursacht durch die Berliner Mietpreisdeckelung. Aktuell erwarten wir, dass die Corona-Krise sich nicht sonderlich stark auf das Geschäftsmodell der DGA auswirken wird. Entsprechend prognostizieren wir einen sehr leichten Rückgang der Netto-Courtage auf 10,03 Mio. € (VJ: 10,07 Mio. €) und einen stabilen Jahresüberschusses in Höhe von 0,49 Mio. € (VJ: 0,49 Mio. €). Unseres Erachtens sollte der Effekt zwischen 2019 und 2020 nicht sehr stark ausfallen, da die Ankündigung einer Mietpreisbremse Mitte 2019 dieses Segment bereits vollständig stillgelegt hat und wir keine weitere Verschlechterung in 2020 erwarten.

Darüber hinaus erwarten wir, dass das Unternehmen den vollen Bilanzgewinn im Geschäftsjahr 2020 ausschütten wird. Das bedeutet, dass der einbehaltenen Bilanzgewinn vom Geschäftsjahr 2019 (sofern die Hauptversammlung die vorgeschlagene Dividende für 2019 beschließt) in Höhe von 0,27 Mio. € (0,17 € je Aktie) zusätzlich zum Gewinn des Geschäftsjahres 2020 ausgeschüttet wird. Entsprechend prognostizieren wir eine Dividende in Höhe von 0,47 € je Aktie für das Geschäftsjahr 2020.

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



Quelle: GBC AG

Zudem sollte sich die DGA, als Marktführer, weiterhin gut behaupten und als primärer Anlaufpunkt für zu versteigernde Objekte dienen. Unseres Erachtens hat sich die deutsche Bevölkerung mit den Maßnahmen der Corona-Krise weitestgehend arrangiert und die notwendige Sensibilisierung hat stattgefunden. Die Geschäftstätigkeit kann in vielen Bereichen nahezu vollständig fortgeführt werden.

Vor dem Hintergrund der reduzierten Prognosen für 2020 und 2021 reduzieren wir unser Kursziel auf 17,40 € (bisher: 19,70 €) und vergeben vor dem Hintergrund des sehr hohen Upsidepotentials 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 2020 bis 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2027 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: 1,00%).

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

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

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: 6,75%).

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 2020 entspricht als Kursziel 17,40 € (bisher: 19,70 €). Bedingt durch die Reduktion der Prognosen für 2020 und 2021 reduziert sich das Kursziel.**

DCF-Modell

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	18,2%	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 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
Bereinigte Netto-Courtage	10,03	10,70	10,91	11,12	11,34	11,56	11,78	12,01	
US Veränderung	-0,4%	6,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,36	4,53	4,62	4,71	4,80	4,90	4,99	5,09	
EBITDA	0,91	1,27	1,99	2,02	2,06	2,10	2,14	2,19	
EBITDA-Marge	9,1%	11,9%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	
EBITA	0,72	1,09	1,91	1,94	1,98	2,02	2,06	2,11	
EBITA-Marge	7,2%	10,2%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,6%
Steuern auf EBITA	-0,23	-0,34	-0,60	-0,61	-0,62	-0,64	-0,65	-0,66	
zu EBITA	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%
EBI (NOPLAT)	0,49	0,75	1,31	1,33	1,36	1,39	1,41	1,44	
Kapitalrendite	10,4%	15,6%	28,0%	25,1%	25,3%	25,5%	25,8%	26,0%	26,3%
Working Capital (WC)	2,50	2,30	2,95	3,01	3,07	3,13	3,19	3,25	
WC zu Umsatz	24,9%	21,5%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	
Investitionen in WC	-0,13	0,20	-0,65	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,30	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	
AFA auf OAV	-0,19	-0,18	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	
AFA zu OAV	8,2%	7,6%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	
Investitionen in OAV	-0,12	-0,24	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08
Investiertes Kapital	4,80	4,66	5,31	5,37	5,43	5,49	5,55	5,61	
EBITDA	0,91	1,27	1,99	2,02	2,06	2,10	2,14	2,19	
Steuern auf EBITA	-0,23	-0,34	-0,60	-0,61	-0,62	-0,64	-0,65	-0,66	
Investitionen gesamt	-0,24	-0,04	-0,73	-0,14	-0,14	-0,14	-0,14	-0,14	
Investitionen in OAV	-0,12	-0,24	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	
Investitionen in WC	-0,13	0,20	-0,65	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,44	0,89	0,66	1,27	1,30	1,33	1,35	1,38	28,72

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	24,39	25,14
Barwert expliziter FCFs	6,20	5,73
Barwert des Continuing Value	18,18	19,41
Nettoschulden (Net debt)	-3,46	-3,87
Wert des Eigenkapitals	27,85	29,01
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	27,85	29,01
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	17,40	18,13

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%
25,8%	19,29	18,16	17,17	16,31	15,54
26,0%	19,43	18,29	17,29	16,41	15,64
26,3%	19,57	18,41	17,40	16,52	15,74
26,5%	19,71	18,54	17,52	16,63	15,84
26,8%	19,85	18,67	17,64	16,74	15,94

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 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, Karin Jaegg, Email: jaegg@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