

Deutsche Grundstücksauktionen AG*5a,7,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 18,50 €
(bisher: 17,40 €)

Aktueller Kurs: 13,10
 10.09.2020 / XETRA 14:11

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005533400
 WKN: 553340
 Börsenkürzel: DGR
 Aktienanzahl³: 1,60
 Marketcap³: 20,96
 Enterprise Value³: 17,70
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 11

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie:
 14.09.2020 (12:00 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 15.09.2020
 (09:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis
 max. 31.12.2021

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 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	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e
Bereinigte Netto-Courtage	12,00	10,07	11,00	11,40
EBITDA	2,53	0,96	2,28	2,37
EBIT	2,37	0,76	2,09	2,19
Jahresüberschuss	1,59	0,49	1,43	1,50

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,00	0,31	0,90	0,94
Dividende je Aktie	1,00	0,15	1,00	0,93

Kennzahlen

EV/Bereinigte Netto-Courtage	1,47	1,76	1,61	1,55
EV/EBITDA	6,99	18,39	7,76	7,46
EV/EBIT	7,46	23,19	8,46	8,07
KGV	13,15	42,38	14,63	13,95
KBV		2,63		

Finanztermine

19.10.2020: 9-Monats-Zahlen
 08 - 09.12.2020: MKK
 Münchner Kapitalmarkt Konferenz

****letzter Research von GBC:**

20.05.2020: RG / 17,40 / KAUFEN
 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

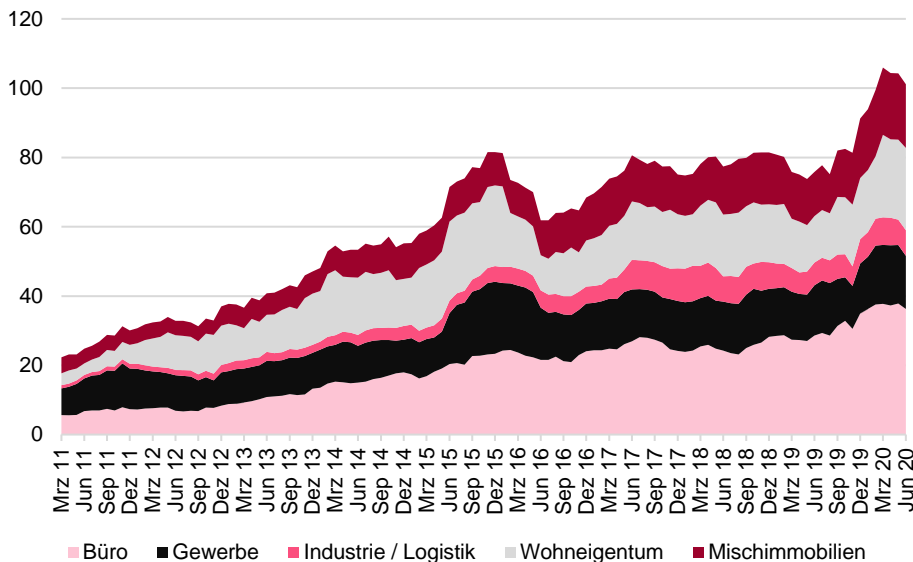
Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Der Transaktionsmarkt bewegt sich weiterhin auf sehr hohem Niveau, mit nur einem leichten Rückgang insbesondere bei den sehr großen Portfolios.

Nach einer deutlich unterdurchschnittlichen Investitionstätigkeit im April und Mai 2020 kam es zuletzt zu einer Erholungstendenz. Gemäß Savills belief sich im Juni das Transaktionsvolumen im Juni auf dem deutschen Immobilien-Investmentmarkt auf rund 5,4 Mrd. €.

Das rollierende Transaktionsvolumen der letzten zwölf Monate lag weiterhin bei mehr als 100 Mrd. €. In der ersten Jahreshälfte belief sich das gesamte Transaktionsvolumen auf rund 41,7 Mrd. €. Davon entfielen 29,2 Mrd. € auf gewerbliche Immobilien, das sind 15% mehr als im Vorjahr. Das Transaktionsvolumen bei Wohnimmobilien belief sich auf 12,5 Mrd. € und war damit fast doppelt so hoch (+96%) wie im gleichen Zeitraum des Vorjahres.

Transaktionsvolumen Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: Savills / *nur Wohntransaktionen mit mindestens 50 Einheiten

Ein detaillierter Blick auf die Halbjahreszahlen zeigt jedoch die Belastungen der Covid-19-Pandemie auf das Transaktionsvolumen. Dieses war im zweiten Quartal mit 9,8 Mrd. € nur etwa halb so hoch wie in den ersten drei Monaten des Jahres. Dies war das schwächste Quartal seit vier Jahren. Auf dem Investmentmarkt für Wohnimmobilien wechselten im zweiten Quartal Immobilien im Wert von 3,2 Mrd. € den Besitzer, weniger als der Quartalsdurchschnitt der letzten fünf Jahre von rund 4,1 Mrd. €. Die Folgen von Kontakt- und Reisebeschränkungen zeigen sich besonders deutlich in der Zahl der Transaktionen. Zu bedenken ist auch, dass die Marktzahlen aufgrund ihrer zeitlichen Verzögerung gegenüber dem tatsächlichen Marktgeschehen noch nicht das volle Ausmaß der Krise widerspiegeln - die Talsohle der Krise dürfte noch vor uns liegen. Hinsichtlich des Marktgeschehens ist jedoch seit einigen Wochen zu beobachten, dass weitere Verkaufsprozesse begonnen bzw. wieder aufgenommen wurden.

Die Tatsache, dass das Transaktionsvolumen in der ersten Jahreshälfte so hoch war, ist auch darauf zurückzuführen, dass eine Reihe von großen Portfolios in ungewöhnlich hohem Maße zum Transaktionsvolumen beigetragen haben. Rund 55% des Gesamtvolumens in der ersten Jahreshälfte entfielen auf den Verkauf von Portfolios (10-Jahres-Durchschnitt: 43%). Die größten davon - die Übernahme von Adler Real Estate durch

Ado Properties, die TLG-Übernahme durch Aroundtown und die Godewind-Akquisition durch Covivio - waren Unternehmensinvestitionen oder -übernahmen.

Obwohl insbesondere ausländische Investoren ohne lokale Präsenz vom deutschen Markt bis zu einem gewissen Grad abgeschnitten waren und es teilweise immer noch sind, ist der Markt zumindest im Kernsegment nach wie vor durch einen Nachfrageüberhang gekennzeichnet. Mit Ausnahme von Hotels und Einkaufszentren blieben die Spitzenrenditen daher auch im zweiten Quartal auf ihrem historisch niedrigen Niveau. Die weitere Entwicklung wird davon abhängen, wie stark sich die Rezession auf die Mietmärkte auswirkt. Das Bild ist hier noch uneinheitlich.

Diese Entwicklung lässt sich nicht vollständig auf die Deutsche Grundstücksauktionen AG übertragen, die ein sehr gutes erstes Halbjahr 2020 und einen vielversprechenden Beginn des dritten Quartals präsentieren konnte. Innerhalb des deutschen Transaktionsmarktes zeigt insbesondere der Wohnimmobilienmarkt eine unverändert hohe Dynamik auf, wovon auch die DGA profitieren konnte.

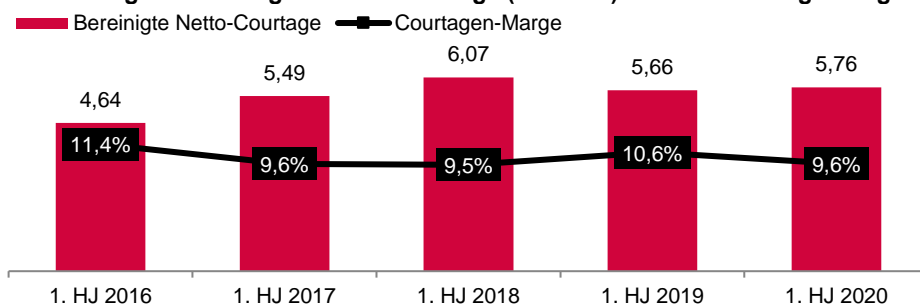
Sehr erfolgreiches erstes Halbjahr 2020 mit bereits sehr guten ersten Zahlen für das dritte Quartal 2020 erreicht. Wir heben unsere Prognose an und erhöhen das Kursziel auf 18,50 € (bisher: 17,40 €) und vergeben erneut das Rating KAUFEN.

in Mio. €	1. HJ 2018	1. HJ 2019	1. HJ 2020
Bereinigte Netto-Courtage	6,07	5,66	5,76
EBITDA	1,33	1,29	1,35
EBITDA-Marge	22,0%	22,7%	23,5%
EBIT	1,26	1,19	1,24
EBIT-Marge	20,7%	21,1%	21,5%
EAT	0,89	0,81	0,85
EPS in €	0,55	0,51	0,53

Quelle: DGA, GBC

Das erste Halbjahr 2020 verlief sehr gut mit einer Steigerung der bereinigten Netto-Courtage um 1,8% auf 5,76 Mio. € (VJ: 5,66 Mio. €), was deutlich über dem 5-Jahresdurchschnitt von 5,52 Mio. € lag. Somit wurde trotz der Corona-Krise eine Steigerung aller relevanten Kennzahlen erzielt.

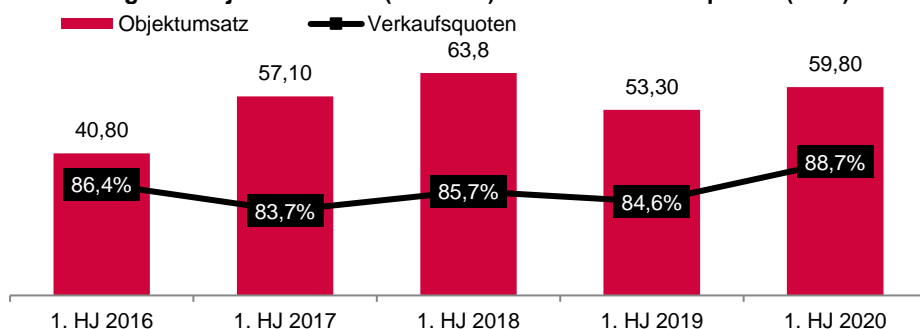
Entwicklung der bereinigten Netto-Courtage (in Mio. €) und der Courtage-Marge*



Quelle: DGA, GBC, *Courtagen-Marge bezieht sich auf die Bereinigte Netto-Courtage relativ zum Objektsatz

In unserem Research-Report vom 20.05.2020 hatten wir noch mit einer schwächeren Entwicklung gerechnet. Es zeigt sich jedoch, dass der Immobilientransaktionsmarkt weiterhin eine hohe Nachfrage aufweist und dass die betroffenen Marktsegmente für die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) nur eine untergeordnete Rolle spielen. So wurden durch die Corona-Krise insbesondere ausländische Investoren ohne lokale Präsenz vom deutschen Markt abgeschnitten und es wurden zudem sehr große Portfoliotransaktionen ausgebremst. Weiterhin war die DGA bereits vor der Corona-Krise sehr gut auf die neuen Rahmenbedingungen vorbereitet. So wurde bereits seit vielen Jahren die Möglichkeit zur telefonischen Teilnahme an der Auktion eingeräumt. Hierdurch war die Verschiebung zu Auktionen mit Live-Stream und Telefongeboten keine Herausforderung für das Unternehmen.

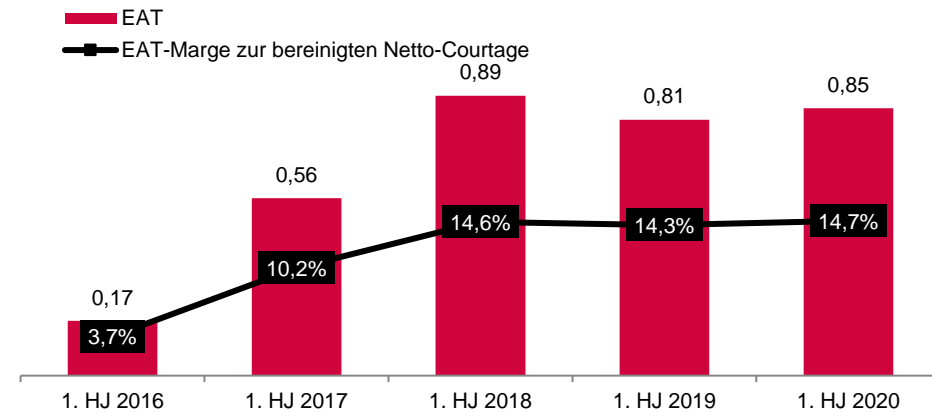
Entwicklung des Objektsatzes (in Mio. €) und der Verkaufsquoten (in %)



Quelle: DGA, GBC

Die hohe Nachfrage spiegelt sich auch im Objektumsatz wider. Der Objektumsatz wurde trotz der Corona-Krise um 12,2% auf 59,80 Mio. € (VJ: 53,30 Mio. €) gesteigert, was ebenfalls deutlich über dem 5-Jahresdurchschnitt von 54,96 Mio. € lag. Darüber hinaus erzielte auch die Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH (DIIA) im Rahmen einer Sonderauktion für land- und forstwirtschaftliche Grundstücke einen zusätzlichen Objektumsatz in Höhe von 0,82 Mio. €, was für die DIIA den bislang höchsten Objektumsatz darstellt. Auch die Verkaufsquoten lagen mit insgesamt 88,7% (VJ: 84,6%) auf ein sehr hohes Niveau. Die Anzahl der umgesetzten Objekte reduzierte sich merklich um 11,8% auf 697 (VJ: 790). Hier zeigt sich jedoch, dass der Trend zu deutlich größeren und steigerungsfähigen Objekten geht. Beispielhaft hierfür ist die hervorragende Herbst-Auktion 2020 der Sächsische Grundstücksauktionen AG (SGA), welche das teuerste Objekt der SGA-Unternehmensgeschichte, ein Schloss in Radebeul, für 3,50 Mio. € versteigert hat. Gleichfalls wurden in der besagten Herbst-Auktion 2020 signifikante Steigerungen aus dem Bestand der BVVG erzielt von unter anderem 15.000 € auf 0,31 Mio. € und von 0,23 Mio. € auf 1,27 Mio. €. Somit wurde trotz einer geringeren Anzahl an Objekten eine Umsatz-, Courtag- und Ergebnisverbesserung erzielt.

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



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

Diese sehr gute Entwicklung spiegelte sich auch im Periodenergebnis wider. Das EAT stieg auf um 4,5% auf 0,85 Mio. € (VJ: 0,81 Mio. €) an und lag damit auch deutlich über dem 5-Jahresdurchschnitt von 0,66 Mio. €. Die EAT-Marge (relativ zur bereinigten Netto-Courtag) stieg auf ein Rekordniveau der jüngeren Unternehmensgeschichte von 14,7% (VJ: 14,3%). Somit konnte ein sehr gutes erstes Halbjahr 2020 abgeschlossen werden und trotz der Corona-Krise mussten kaum Einbußen hingenommen werden.

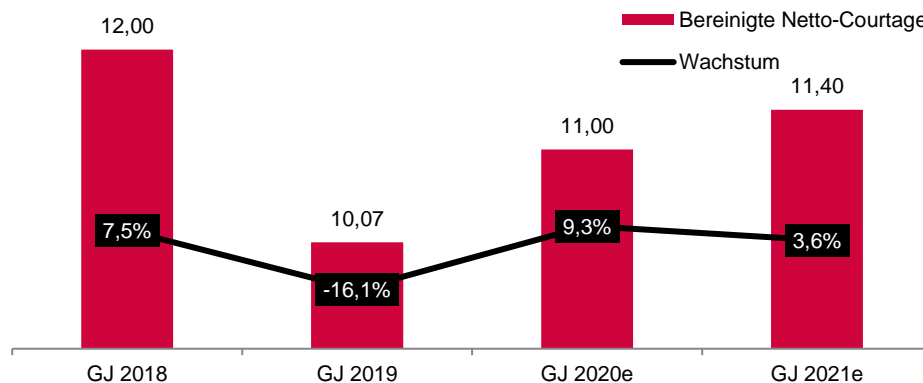
Prognose für 2020 und 2021

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e	(GJ 2020e alt)	GJ 2021e	(GJ 2021e alt)
Bereinigte Netto-Courtage	10,07	11,00	10,03	11,40	10,70
EBITDA	0,96	2,28	0,91	2,37	1,27
EBITDA-Marge	9,6%	20,7%	9,1%	20,8%	11,9%
EBIT	0,76	2,09	0,72	2,19	1,09
EBIT-Marge	7,6%	19,0%	7,2%	19,2%	10,2%
Jahresüberschuss	0,49	1,43	0,49	1,50	0,75
EPS in €	0,31	0,90	0,31	0,94	0,47

Quelle: GBC

Das erste Halbjahr 2020 ist sehr gut für die Deutsche Grundstücksauktion AG verlaufen und auch das angelaufene dritte Quartal scheint sich hervorragend zu entwickeln. Bereits am 21.07.2020 vermeldete das Unternehmen ein Rekord-Einlieferungsvolumen von über 13,4 Mio. € für die Sächsische Grundstücksauktionen AG. Der bisherige Rekord lag bei 7,2 Mio. € (Winter 2018). Dies zeigt den enormen Umfang, da der letzte Rekord nahezu verdoppelt wurde. Schlussendlich wurden 12,21 Mio. € erzielt. Vor dem Hintergrund des sehr guten ersten Halbjahres und der bereits hervorragenden Einlieferungen für den Herbst, haben wir unsere Prognosen deutlich angehoben.

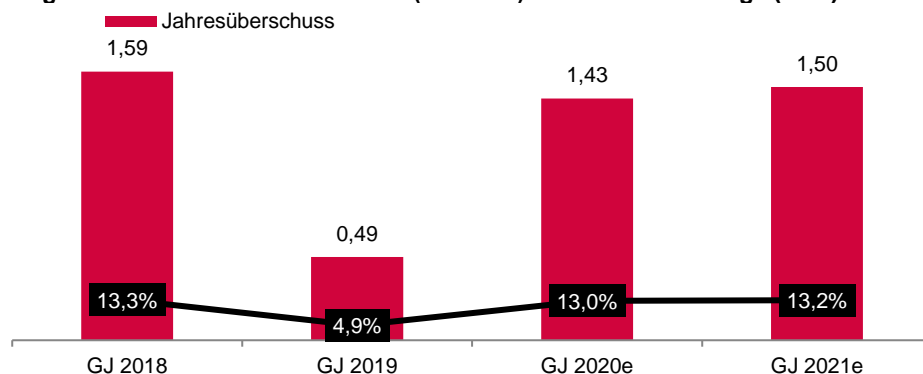
Prognose der bereinigten Netto-Courtage (in Mio. €) und des Wachstums der bereinigten Netto-Courtage (in %)



Quelle: GBC

Entsprechend erwarten wir nun eine bereinigte Netto-Courtage in Höhe von 11,00 Mio. € für das laufende Geschäftsjahr 2020 und von 11,40 Mio. € für das Geschäftsjahr 2021. Somit wäre dies eine deutliche Steigerung gegenüber dem abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 aber noch unter den sehr hohen Niveaus von 2018. Unsere Prognose steht noch insbesondere unter dem Vorbehalt eines ausgeglichenen vierten Quartals.

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



Quelle: GBC

Insgesamt scheint der Markt weiterhin zu funktionieren und es scheint eine hohe Nachfrage vorzuherrschen. Die DGA konnte dabei mit Telefongeboten und Live-Auktionen der Krise gut gewappnet entgegentreten. Wir gehen davon aus, dass sich die Einschränkungen nur wenig bemerkbar machen und erwarten ein ebenfalls gutes zweites Halbjahr 2020. Folglich erwarten wir einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,43 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr 2020, bzw. 1,50 Mio. € im Geschäftsjahr 2021. Hier stellt sich die Frage, wie sich die Dividende in den kommenden Jahren entwickeln wird. Unserer Ansicht nach hängt die Ausschüttungspolitik der Gesellschaft stark vom Verlauf der Corona-Krise ab. So wurde in der letzten Hauptversammlung nur rund die Hälfte des Bilanzgewinns ausgeschüttet (0,24 Mio. €) und der Rest auf neue Rechnung vorgetragen (0,27 Mio. €). Aktuell gehen wir davon aus, dass sich die Krise im Jahr 2021 entweder weiter abschwächt oder stabil bleibt, was dem Unternehmen ermöglichen könnte, den einbehaltenen Betrag als Sonderdividende auszuschütten. Somit erwarten wir in Summe eine Dividende in Höhe von 1,00 € je Aktie für das Jahr 2020, wovon 0,17 € aus dem Jahr 2019 stammen. Dies würde zum aktuellen Kurs (13,10 € Xetra 10.09.20 14:11) einer sehr hohen Dividendenrendite von 7,6% entsprechen.

Vor dem Hintergrund des sehr guten ersten Halbjahres 2020 und der guten Einlieferungen für den Herbst 2020 haben wir unsere Prognosen angehoben. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein Kursziel in Höhe von 18,50 € (bisher: 17,40 €) ermittelt 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 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 2021 entspricht als Kursziel 18,50 € (bisher: 17,40 €).

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	37,1%		

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	11,00	11,40	11,62	11,85	12,08	12,32	12,56	12,80	
US Veränderung	9,3%	3,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,78	4,83	4,92	5,02	5,12	5,22	5,32	5,42	
EBITDA	2,28	2,37	2,12	2,16	2,20	2,24	2,29	2,33	
EBITDA-Marge	20,7%	20,8%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	
EBITA	2,09	2,19	2,04	2,08	2,12	2,16	2,20	2,25	
EBITA-Marge	19,0%	19,2%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,6%	17,6%	17,6%
Steuern auf EBITA	-0,66	-0,69	-0,64	-0,65	-0,67	-0,68	-0,69	-0,71	
zu EBITA	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%
EBI (NOPLAT)	1,43	1,50	1,39	1,42	1,45	1,48	1,51	1,54	
Kapitalrendite	30,2%	31,3%	29,9%	21,3%	21,5%	21,6%	21,8%	22,0%	22,1%
Working Capital (WC)	2,50	2,30	4,31	4,39	4,48	4,57	4,65	4,75	
WC zu Umsatz	22,7%	20,2%	37,1%	37,1%	37,1%	37,1%	37,1%	37,1%	
Investitionen in WC	-0,13	0,20	-2,01	-0,08	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09	
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	
Investiertes Kapital	4,80	4,66	6,67	6,75	6,84	6,93	7,01	7,11	
EBITDA	2,28	2,37	2,12	2,16	2,20	2,24	2,29	2,33	
Steuern auf EBITA	-0,66	-0,69	-0,64	-0,65	-0,67	-0,68	-0,69	-0,71	
Investitionen gesamt	-0,24	-0,04	-2,09	-0,16	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	
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	-2,01	-0,08	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,38	1,64	-0,61	1,34	1,37	1,39	1,42	1,45	30,12

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	25,11	25,16
Barwert expliziter FCFs	6,04	4,80
Barwert des Continuing Value	19,07	20,36
Nettoschulden (Net debt)	-4,40	-4,44
Wert des Eigenkapitals	29,51	29,60
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	29,51	29,60
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	18,44	18,50

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%
21,6%	20,47	19,25	18,18	17,25	16,43
21,9%	20,66	19,42	18,34	17,40	16,56
22,1%	20,84	19,59	18,50	17,54	16,70
22,4%	21,03	19,76	18,66	17,69	16,83
22,6%	21,22	19,93	18,82	17,84	16,97

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>

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>

§ 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>

§ 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