

Deutsche Grundstücksauktionen AG*5a,7,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 29,50 €
(bisher: 29,25 €)

Aktueller Kurs: 23,00 €
 07.09.2021 / XETRA 09:02

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005533400
 WKN: 553340
 Börsenkürzel: DGR

Aktienanzahl³: 1,60
 Marketcap³: 36,80
 Enterprise Value³: 33,25
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,60%

Transparenzlevel:
 Freiverkehr

Marktsegment:
 SCALE

Rechnungslegung:
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Felix Haugg
 haugg@gbc-ag.de

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

*Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie:
 07.09.2021 (14:46 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 07.09.2021
 (15:15 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis
 max. 31.12.2022

Unternehmensprofil

Branche: Immobiliendienstleistungen

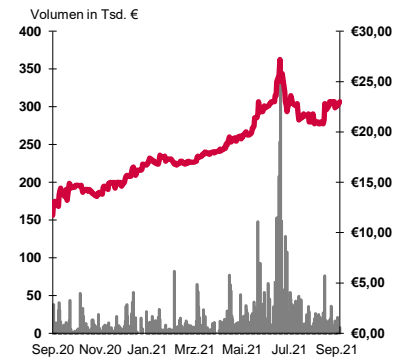
Fokus: Auktionen

Mitarbeiter: 34 (Stand: 31.12.2020)

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 35 Jahre erfolgreicher Unternehmenshistorie zurückblicken. Die Gesellschaft und ihre Tochterunternehmen erhalten 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	2020	2021e	2022e	2023e
Bereinigte Netto-Courtage	12,71	13,50	13,95	14,40
EBITDA	3,21	3,91	3,43	3,51
EBIT	2,98	3,68	3,21	3,30
Jahresüberschuss	2,05	2,52	2,20	2,26

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,28	1,57	1,37	1,41
Dividende je Aktie	1,35	1,50	1,30	1,35

Kennzahlen				
EV/Bereinigte Netto-Courtage	2,69	2,53	2,45	2,38
EV/EBITDA	10,66	10,53	9,97	9,75
EV/EBIT	11,48	11,33	10,66	10,37
KGV	18,42	18,24	17,16	16,71
KBV	4,12			

Finanztermine
19.10.2021: 9-Monats-Zahlen
10.11.2021: Aufsichtsratssitzung

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
06.07.2021: RG / 29,25 / KAUFEN
17.05.2021: RG / 24,30 / KAUFEN
30.04.2021: RG / 23,00 / KAUFEN
11.01.2021: RG / 19,50 / KAUFEN
07.12.2020: RG / 18,75 / 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“

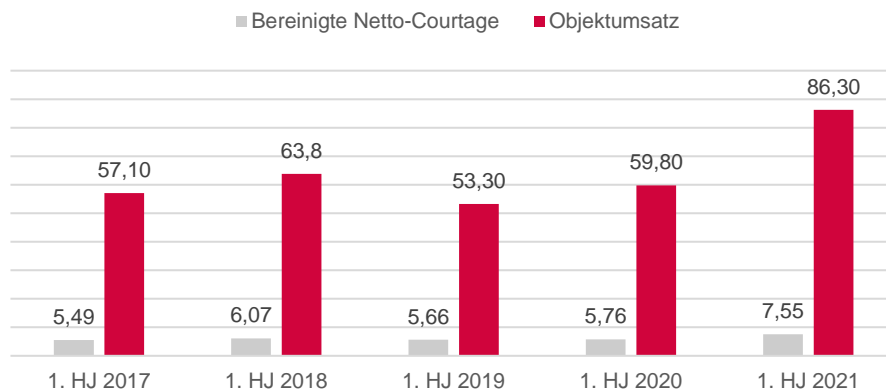
1. HJ 2021: Bestes Halbjahr in der langjährigen Unternehmensgeschichte; Objektumsatz und bereinigte Netto-Courtage deutlich über Vorjahresniveau; Kursziel in Höhe von 29,50 € je Aktie und Rating Kaufen bestätigt

in Mio. €	1. HJ 2019	1. HJ 2020	1. HJ 2021
Bereinigte Netto-Courtage	5,66	5,76	7,55
EBITDA	1,29	1,35	2,34
EBITDA-Marge	22,7%	23,5%	31,0%
EBIT	1,19	1,24	2,26
EBIT-Marge	21,1%	21,5%	29,9%
EAT	0,81	0,85	1,54
EPS in €	0,51	0,53	0,96

Quelle: DGA, GBC

Der anhaltende positive Trend der Deutschen Grundstücksauktionen AG (kurz: DGA) der vergangenen Quartale setzte sich im ersten Halbjahr 2021 weiter fort und spiegelt sich in den erhöhten Objektumsätzen und der bereinigten Netto-Courtage wider. Im Zeitraum Januar – Juni 2021 wurden insgesamt 680 Objekte (VJ: 697 Objekte) erfolgreich für rund 86,30 Mio. € (VJ: 59,80 Mio. €) verkauft. Folglich erhöhte sich die bereinigte Netto-Courtage ebenfalls deutlich um 31,1 % auf 7,55 Mio. € (VJ: 5,76 Mio. €), was einer Courtage-Marge von 8,7% (VJ: 9,6 %) entspricht. Der Objektumsatz und die bereinigte Netto-Courtage stellen jeweils einen neuen Rekordwert für ein Halbjahr der DGA dar. Der weiter steigende Objektumsatz zeigt, dass das Interesse der Investoren an Immobilien ungebrochen auf einem hohen Niveau liegt.

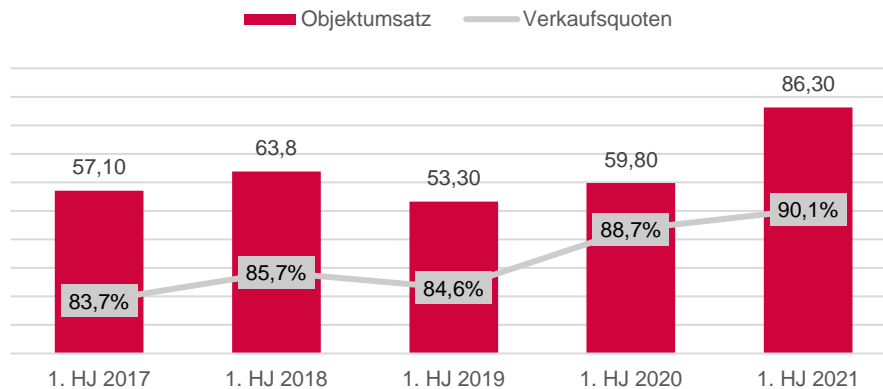
Netto-Courtage und Objektumsatz (in Mio. €)



Quelle: DGA; GBC AG

Zu der anhaltend positiven Unternehmensentwicklung haben, neben der Deutschen Grundstücksauktionen AG, auch die Tochtergesellschaften beigetragen. Die Muttergesellschaft DGA konnte im ersten Halbjahr 2021 den Objektumsatz um 20,7 % auf 32,00 Mio. € steigern. Des Weiteren haben insbesondere die Westdeutsche Grundstücksauktionen AG mit 16,55 Mio. € (+228,8 %) und die Norddeutsche Grundstücksauktionen AG mit 9,81 Mio. € (+94,6 %) zu dem Rekordobjektumsatz beigetragen. Insgesamt haben die gestiegenen Objektumsätze aller Tochtergesellschaften zu dem neuen Rekordwert beigetragen.

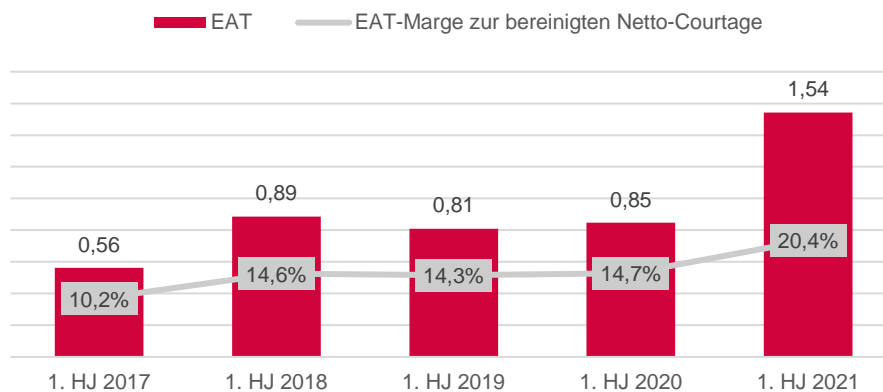
Entwicklung des Objektumsatzes (in Mio. €) und der Verkaufsquoten (in %)



Quelle: DGA, GBC AG

Trotz der anhaltenden Corona-Krise und der daraus folgenden Einschränkungen bei Immobilientransaktionen, insbesondere bei Versteigerungen, befindet sich die Nachfrage nach Immobilien in Deutschland unverändert auf einem sehr hohen Niveau. Diese Entwicklung spiegelt sich, neben den steigenden Preisen für Wohnimmobilien, auch in den steigenden Objektumsätzen der DGA wider. Laut Statistisches Bundesamt erhöhten sich dabei die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland um 9,4 % im Vergleich zum Quartal des Vorjahres. Durch die langjährige Erfahrung von telefonischen Teilnahmen an Auktionen, konnte sich die DGA schnell an die neuen Rahmenbedingungen anpassen und hat alle Präsenzveranstaltungen in reine Online-Auktionen mit Live-Stream und Telefon- und Online-Angebot umgestellt. Folglich hatte die Corona-Pandemie auch in den ersten sechs Monaten 2021 keine gravierenden negativen Folgen auf den Geschäftserfolg der DGA.

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



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

Die positive Entwicklung des Objektumsatzes spiegelt sich auch im Ergebnis der DGA wider. Das EAT erhöhte sich ebenfalls deutlich um 81,2 % im Vergleich zum Vorjahreszeitraum auf 1,54 Mio. € (VJ: 0,85 Mio. €). Daraus basierend stieg die EAT-Marge (relativ zur bereinigten Netto-Courtage) auf einen neuen Rekordwert in der über 35-jährigen Unternehmensgeschichte von 20,4 % (VJ: 14,7 %).

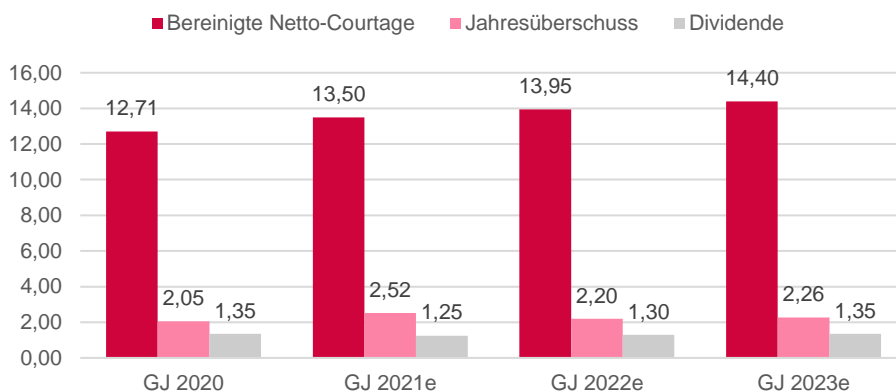
Prognose für 2021 und 2022, 2023

GuV (in Mio. €)	2021e (alt)	2021e (neu)	2022e	2023e
Bereinigte Netto-Courtage	13,50	13,50	13,95	14,40
EBITDA	3,25	3,91	3,43	3,51
EBITDA-Marge	24,1%	28,9%	24,6%	24,4%
EBIT	3,02	3,68	3,21	3,30
EBIT-Marge	22,4%	27,2%	23,0%	22,9%
Jahresüberschuss	2,07	2,52	2,20	2,26
EPS in €	1,29	1,57	1,37	1,41

Quelle: GBC

Nach Abschluss der Frühjahrs- und Sommer-Auktionen und den erzielten Rekordwerten im ersten Halbjahr 2021 hatte der Vorstand bereits am 25.06.2021 die Objektumsatz-Prognose auf 135 Mio. € für das laufende Geschäftsjahr 2021 erhöht und im Zuge der Veröffentlichung des Halbjahresberichts bestätigt.

Erwartete Entwicklung bereinigten Netto-Courtage (in Mio. €), Jahresüberschuss (in Mio. €) und Dividende



Quelle: DGA, GBC AG

Die Entwicklung der bereinigten Netto-Courtage liegt im ersten Halbjahr 2021 im Rahmen unserer Erwartungen. Darauf basierend prognostizieren wir unverändert eine Netto-Courtage in Höhe von 13,50 Mio. € im Jahr 2021, was in etwa der Unternehmens-Guidance entspricht. Durch die sehr hohen Auktionserlöse im ersten Halbjahr 2021 und einem akquirierten Einlieferungsvolumen in Höhe von 40,70 Mio. € für das dritte Quartal 2021, sollte unsere Prognose problemlos zu erreichen sein. Basierend auf der außergewöhnlich hohen Profitabilität (Netto-Marge: 20,4 %) des ersten Halbjahres 2021 erscheint uns unsere bisherige Ergebnisprognose jedoch zu niedrig und daher prognostizieren wir für das Gesamtjahr 2021 nun einen Jahresüberschuss in Höhe von 2,52 Mio. € (bisher: 2,07 Mio. €). Da wir aktuell keine Sichtbarkeit zu den Einlieferungen der kommenden Geschäftsjahre haben, behalten wir unsere Prognosen für die folgenden Jahre unverändert bei.

Angesichts der stabilen Nachfrage nach Immobilien in Deutschland sowie des guten Einlieferungsvolumens für die Herbstauktionen sollte die DGA auch in Zukunft an der positiven Entwicklung des Immobilienmarktes partizipieren können. Auf Basis der vorgelegten Halbjahreszahlen erhöhen wir unsere Jahresüberschussprognose auf 2,52 Mio. € (bisher: 2,07 Mio. €) und unser Kursziel auf 29,50 € (bisher: 29,25 €) und vergeben weiterhin 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 2021, 2022 und 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 1,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 24,0 % 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 1,5 %.

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 von uns verwendete risikolose Zinssatz beträgt 0,25% (bisher: 0,25%).

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 1,00.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 5,75% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,75 % (bisher: 5,75%).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 29,50 € (bisher: 29,25 €) ermittelt. Die leichte Kurszielsteigerung basiert auf der Prognoseanhebung des Jahresüberschusses für das Jahr 2021.

DCF-Modell

Deutsche Grundstücksauktion - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	1,5%	ewiges Umsatzwachstum	1,5%
EBITDA-Marge	24,0%	ewige EBITA - Marge	19,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,7%	effektive Steuerquote im Endwert	31,5%
Working Capital zu Umsatz	34,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
Bereinigte Netto-Courtage	13,50	13,95	14,40	14,62	14,84	15,06	15,28	15,51	
US Veränderung	6,2%	3,3%	3,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	5,87	5,96	6,05	6,11	6,10	6,10	6,10	6,12	
EBITDA	3,90	3,43	3,51	3,51	3,56	3,61	3,67	3,72	
EBITDA-Marge	28,9%	24,6%	24,4%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	
EBITA	3,67	3,21	3,30	3,30	3,35	3,40	3,45	3,50	
EBITA-Marge	27,2%	23,0%	22,9%	22,6%	22,6%	22,6%	22,6%	22,6%	19,0%
Steuern auf EBITA	-1,16	-1,01	-1,04	-1,04	-1,06	-1,07	-1,09	-1,10	
zu EBITA	31,6%	31,6%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%
EBI (NOPLAT)	2,52	2,20	2,26	2,26	2,30	2,33	2,36	2,40	
Kapitalrendite	38,6%	31,9%	31,9%	31,1%	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%	26,3%
Working Capital (WC)	4,59	4,74	4,90	4,97	5,04	5,12	5,20	5,27	
WC zu Umsatz	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	
Investitionen in WC	-0,39	-0,15	-0,15	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08	-0,08	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,30	2,34	2,38	2,39	2,43	2,47	2,50	2,54	
AFA auf OAV	-0,23	-0,22	-0,21	-0,21	-0,21	-0,21	-0,22	-0,22	
AFA zu OAV	10,0%	9,3%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	
Investitionen in OAV	-0,22	-0,26	-0,25	-0,22	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	
Investiertes Kapital	6,89	7,08	7,28	7,36	7,48	7,59	7,70	7,81	
EBITDA	3,90	3,43	3,51	3,51	3,56	3,61	3,67	3,72	
Steuern auf EBITA	-1,16	-1,01	-1,04	-1,04	-1,06	-1,07	-1,09	-1,10	
Investitionen gesamt	-0,61	-0,41	-0,40	-0,29	-0,32	-0,33	-0,33	-0,33	
Investitionen in OAV	-0,22	-0,26	-0,25	-0,22	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	
Investitionen in WC	-0,39	-0,15	-0,15	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08	-0,08	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,14	2,00	2,07	2,17	2,18	2,22	2,25	2,29	45,49

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	42,92	43,38
Barwert expliziter FCFs	12,16	10,86
Barwert des Continuing Value	30,76	32,52
Nettoschulden (Net debt)	-3,81	-3,81
Wert des Eigenkapitals	46,73	47,20
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	46,73	47,20
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	29,21	29,50

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,00
Eigenkapitalkosten	5,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	5,8%

Kapitalrendite	WACC				
	5,2%	5,5%	5,8%	6,1%	6,4%
25,8%	33,17	30,97	29,09	27,46	26,04
26,0%	33,41	31,19	29,29	27,65	26,21
26,3%	33,66	31,42	29,50	27,84	26,39
26,5%	33,91	31,64	29,70	28,03	26,56
26,8%	34,16	31,87	29,91	28,21	26,74

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.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>

§ 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 Heinzlbecker, Email: heinzlbecker@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:

Felix Haugg, B.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