

Deutsche Grundstücksauktionen AG*5a,7,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 20,20 €
(bisher: 21,20 €)

Aktueller Kurs: 12,80 €
13.09.2023 / XETRA 09:35

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005533400
WKN: 553340
Börsenkürzel: DGR

Aktienanzahl³: 1,60
Marketcap³: 20,80
Enterprise Value³: 18,65
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,60%

Transparenzlevel:
Freiverkehr

Marktsegment:
m:access

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Marcel Schaffer
schaffer@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

*Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie:
14.09.2023 (12:45 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 18.09.2023 (11:00Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

Unternehmensprofil

Branche: Immobiliendienstleistungen

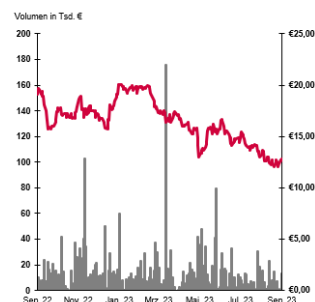
Fokus: Auktionen

Mitarbeiter: 26 (Stand: 30.06.2023)

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 ein Aufgeld vom Käufer sowie gegebenenfalls ein weiteres Aufgeld vom Verkäufer. Das Aufgeld der Käufer unterliegt einer festen Staffelung, wohingegen das der Verkäufer verhandlungsabhängig ist. 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	2022	2023e	2024e	2025e
Bereinigte Netto-Aufgelder	12,29	8,58	11,76	12,94
EBITDA	2,10	-0,44	2,27	2,71
EBIT	1,93	-0,59	2,09	2,53
Jahresüberschuss	1,30	-0,39	1,43	1,73

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,81	-0,24	0,89	1,08
Dividende je Aktie	0,60	0,00	0,66	0,81

Kennzahlen				
EV/Bereinigte Netto-Aufgelder	1,52	2,17	1,59	1,44
EV/EBITDA	8,88	neg.	8,22	6,88
EV/EBIT	9,66	neg.	8,92	7,37
KGV	16,00	neg.	14,55	12,02
KBV	2,94			

Finanztermine
04.-06.10.2023: Expo Real München
04.10.2023: 9-Monats-Zahlen
09.11.2023: Aufsichtsratssitzung

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
01.06.2023: RG / 21,20 / KAUFEN
19.01.2023: RG / 23,55 / KAUFEN
20.10.2022: RG / 27,20 / KAUFEN
06.09.2022: RG / 28,00 / KAUFEN
31.05.2022: RG / 29,65 / 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“

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2023: Schwaches erstes Halbjahr spiegelt sich in defizitärem Halbjahresergebnis wider; operative Geschäftsentwicklung leidet demnach deutlich unter der angespannten Marktlage; Prognose für 2023 herabgesetzt; Kurszielreduktion auf 20,20 € je Aktie; Rating: KAUFEN

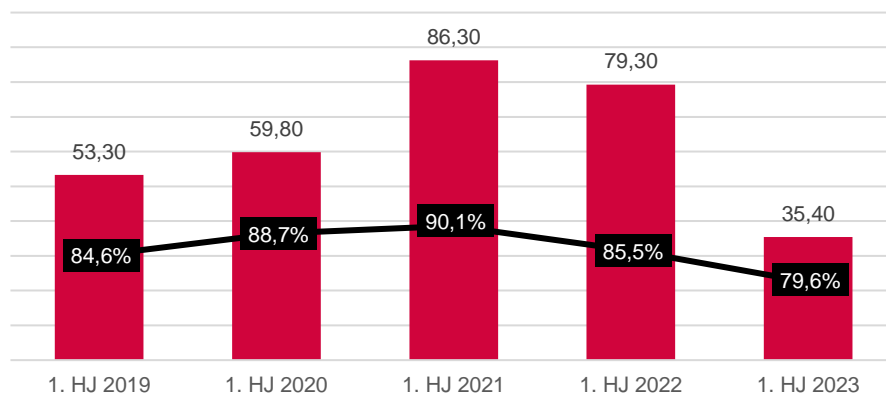
in Mio. €	1. HJ 2021	1. HJ 2022	1. HJ 2023
Bereinigte Netto-Aufgelder	7,55	7,30	3,67
EBITDA	2,34	2,01	-0,81
<i>EBITDA-Marge</i>	31,0%	27,6	-22,0%
EBIT	2,26	1,96	-0,87
<i>EBIT-Marge</i>	29,9%	26,8	-23,6%
EAT	1,54	1,38	-0,73
EPS in €	0,96	0,83	0,46

Quelle: DGA, GBC

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA AG) hat am 4. September 2023 ihren Halbjahresbericht 2023 veröffentlicht. Demnach verlief die operative Geschäftsentwicklung aufgrund der erwarteten angespannten gesamtwirtschaftlichen und finanzpolitischen Lage schwach und unter den Erwartungen des Unternehmens. Dies wird auf das verschlechterte Marktumfeld infolge gestiegener Finanzierungskosten und damit verbundener geringerer Nachfrage nach Immobilien zurückgeführt. Insgesamt wurden im ersten Halbjahr nur 568 Immobilien für 35,4 Mio. € verkauft (Vorjahr: 670 Immobilien für 79,3 Mio. €). In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass sowohl die Deutsche Grundstücksauktionen AG als auch alle mit ihr verbundenen Tochtergesellschaften Rückgänge beim Objektumsatz verzeichnet hatten. Auf Konzernebene erfolgte insgesamt ein starker Rückgang des Objektumsatzes in Höhe von -55,4 % auf 35,40 Mio. € (VJ: 79,30 Mio. €).

Analog zur deutlich rückläufigen Entwicklung der Objektumsätze lagen die bereinigten Netto-Aufgelder im ersten Halbjahr mit lediglich 3,67 Mio. € (VJ: 7,30 Mio. €) um -49,7 % unter dem Vorjahreswert. Der Rückgang der Objektumsätze ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass aufgrund der angespannten Marktsituation die Finanzierungskosten gestiegen und die Kaufpreise für Immobilien gesunken sind. Dies hatte zur Folge, dass Immobilien selektiv nachgefragt wurden und vor allem niedrigpreisige Objekte verkauft wurden, während hochpreisige Objekte nur schwer veräußert werden konnten. Die Kaufzurückhaltung und damit die angespannte Marktsituation spiegeln sich in der rückläufigen Verkaufsquote der Gesamtgruppe auf 79,6 % (Vorjahr: 85,5 %) wider.

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

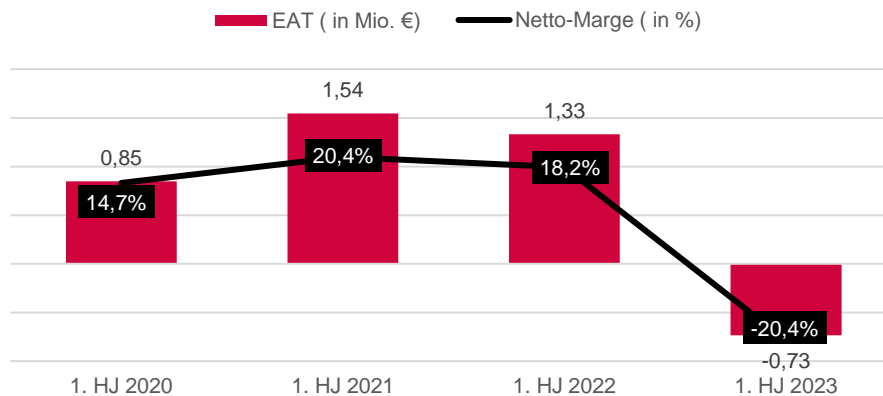


Quelle: DGA, GBC

Mit Blick auf die einzelnen DGA-Gesellschaften zeigt sich, dass alle Tochtergesellschaften eine rückläufige Objektumsatzentwicklung aufweisen. Insbesondere die Tochtergesellschaften Sächsische Grundstücksauktionen AG mit Objektumsätzen in Höhe von 5,60 Mio. € (VJ: 14,43 Mio. €) als auch die Westdeutsche Grundstücksauktionen AG mit Objektumsätzen von 3,95 Mio. € (VJ: 8,20 Mio. €) verzeichneten jeweils hohe Objektumsatzrückgänge im Vergleich zur Vorjahresperiode. Zudem haben sich auch die Objektumsätze der Einzelgesellschaft DGA AG deutlich auf 15,30 Mio. € (VJ: 41,10 Mio. €) rückläufig entwickelt.

Die bereinigten Netto-Aufgelder lagen, analog zum Rückgang beim Objektvolumen und der Anzahl verkaufter Objekte im ersten Geschäftshalbjahr, mit 3,67 Mio. € (1 HJ 2022: 7,30 Mio. €) deutlich unter Vorjahresniveau.

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



Quelle: DGA; GBC AG; *Netto-Marge bezogen auf die bereinigten Netto-Aufgelder

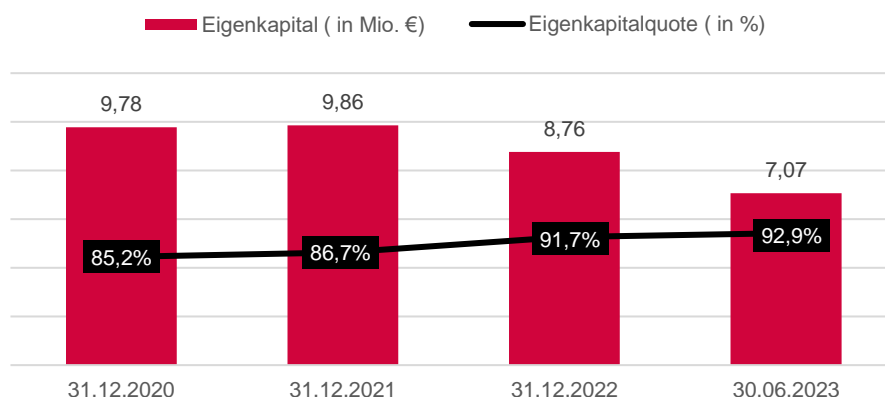
Bedingt durch die angespannte Marktsituation und die damit einhergehende rückläufige Geschäftsentwicklung der DGA-Gruppe wurde zum Halbjahr 2023 ein negatives Periodenergebnis erzielt. Abgesehen von der Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH, haben alle Tochtergesellschaften der DGA AG ein negatives Halbjahresergebnis erwirtschaftet. Dies hat zu einer Verlustübernahme für die Tochtergesellschaften in Höhe von 0,56 Mio. € (VJ: Gewinnabführung in Höhe von 0,79 Mio. €) geführt. Da die Einzelgesellschaft DGA selbst auch ein negatives Nachsteuerergebnis aufweist, liegt dieses mit insgesamt -0,73 Mio. € (VJ: 1,33 Mio. €) sichtbar unter dem Vorjahreswert.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2023

in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Eigenkapital	9,78	9,86	8,76	7,07
EK-Quote (in %)	85,2%	86,7%	91,7%	92,9%
Operatives Anlagevermögen	2,31	2,09	2,17	2,13
Working Capital	9,17	9,28	3,53	2,93
Liquide Mittel	2,84	1,85	3,08	2,09
Cashflow	2,28	2,42	1,47	-

Quelle: DGA AG; GBC AG

Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: DGA; GBC AG

Aufgrund der schwachen Geschäftsentwicklung in nahezu allen Tochtergesellschaften und der DGA AG hat das negative Halbjahres-Nachsteuerergebnis das Eigenkapital gemindert. Dementsprechend ist das Eigenkapital zum Bilanzstichtag 30.06.2023 auf 7,07 Mio. € (31.12.2022: 8,76 Mio. €) gesunken. Mit einer weiterhin hohen Eigenkapitalquote in Höhe von 92,9 % (31.12.2022: 91,7 %) verfügt die Gesellschaft aber weiterhin über eine komfortable Eigenkapitalausstattung. Aufgrund der starken Marktposition und der starken Kapitalstruktur refinanziert sich die Gesellschaft in der Regel aus dem operativen Cashflow und ist somit nicht auf Fremdkapital angewiesen. In diesem Zusammenhang ist zu konstatieren, dass das Geschäftsmodell der DGA AG mit einem grundsätzlich geringen Investitionsbedarf einhergeht, was die schlanke Bilanzstruktur erklärt. Darüber hinaus verfügt das Unternehmen über einen soliden Cashbestand, welcher es u.a. ermöglicht, die ausschüttungsfreundliche Dividendenpolitik auch zukünftig fortzusetzen (liquide Mittel per 30.06.22: 2,09 Mio. €).

Prognose für 2023, 2024 und 2025

GuV (in Mio. €)	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)	GJ 24e	GJ 25e
Bereinigte Netto-Aufgelder	9,80	8,58	11,76	12,94
EBITDA	1,75	-0,44	2,27	2,71
EBIT	1,58	-0,59	2,09	2,53
Jahresüberschuss	1,08	-0,39	1,43	1,73
EPS in €	0,64	-0,24	0,88	1,08
Dividende je Aktie in €	0,38	0,00	0,66	0,81

Quelle: GBC

Basierend auf dem zurückhaltenden Geschäftsausblick sowie nach dem schwachen ersten Geschäftshalbjahr passen wir unsere Schätzung für 2023 an. Der DGA-Vorstand hat zwar für das laufende Geschäftsjahr 2023 das Objektumsatzziel von 100 Mio. € nicht revidiert, sieht aber aufgrund der aktuell herausfordernden Lage sowie angesichts des deutlich unter dem Vorjahr liegenden Objektumsatzes im ersten Halbjahr 2023 dieses Ziel als ambitioniert an. Im ersten Halbjahr 2023 wurden lediglich Immobilien im Gegenwert von 35,40 Mio. € (1. HJ 79,30 Mio. €) umgesetzt, dies entspricht einem deutlichen Rückgang auf Objektumsatzbasis von rund -68,0 %. Mit erwirtschafteten Netto-Aufgeldern in Höhe von lediglich 3,60 Mio. € (1. HJ 2022: 7,31 Mio. €) lag die Halbjahresentwicklung deutlich unter den Erwartungen.

Angesichts der aktuell für die DGA AG unveränderten schwierigen Rahmenbedingungen, welche von ungünstigen Finanzierungsbedingungen und einer eingebremsten Investitionsbereitschaft geprägt sind, nehmen wir für das laufende Geschäftsjahr 2023 deutliche Anpassungen vor. Angelehnt an die tendenziell rückläufige Entwicklung der vergangenen Quartale rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit einem Objektumsatz von rund 85 Mio. € (bisherige Prognose: 100 Mio. €). Die Schätzung für Geschäftsjahre 2024 und 2025 behalten wir jedoch unverändert bei. Für das Geschäftsjahr 2024 erwarten wir weiterhin Objektumsätze in Höhe von 120 Mio. € und für 2025 prognostizieren wir einen weiteren Anstieg auf 132 Mio. € und damit sollte wieder das 2022er Objektumsatzniveau erreicht werden. Analog zur Anpassung der Objektumsätze reduzieren wir die prognostizierten Netto-Aufgelder für 2023 auf 8,58 Mio. € (bisherige Prognose: 9,80 Mio. €). Die Schätzung der Netto-Aufgelder für 2024 und 2025 bleiben unverändert. Für 2024 schätzen wir Netto-Aufgelder in Höhe von rund 11,76 Mio. € und für 2025 erwarten wir weiterhin ein Nettoaufgeld in Höhe von 12,94 Mio. €.

Die rückläufige Umsatzentwicklung wird sich, unseren Erwartungen zur Folge, auch in der Ergebnisentwicklung widerspiegeln. Für das Gesamtjahr 2023 rechnen wir daher mit einem Jahresfehlbetrag in Höhe von -0,39 Mio. € (bisher: 1,08 Mio. €), bevor in den kommenden Geschäftsjahren 2024 und 2025 wieder mit einem steigenden Jahresüberschuss zu rechnen ist.

Die Reduktion unserer Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2023 wirkt sich kurszielmindernd aus. Demgegenüber hat der turnusmäßige Roll-Over-Effekt einen kurszielerhöhenden Effekt. Letztlich überwiegt der Effekt der Prognoseherabsetzung, was zu einer Kurszielanpassung auf 20,20 € (bisher: 21,20 €) geführt hat. Ausgehend von einem aktuellen Aktienkurs in Höhe von 12,80 € vergeben wir 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 2023, 2024 und 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 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 21,50 % (bisher: 22,5 %) 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. Der von uns verwendete risikolose Zinssatz beträgt 2,00%.

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 1,00.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,50% (bisher: 7,50%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,50 % (bisher: 7,50%).

Bewertungsergebnis

Wir haben unsere Prognosen aufgrund der schwierigen Marktbedingungen und der schwachen Geschäftsentwicklung zum Halbjahr für das Geschäftsjahr 2023 nach unten angepasst, was sich kurzzielmindernd ausgewirkt hat. Demgegenüber hat der turnusmäßige Roll-Over-Effekt einen kurzzielerhöhenden Effekt. Letztlich überwiegt der kurzzielreduzierende Effekt, wodurch sich eine Kurszielanpassung auf 20,20 € (bisher: 21,20 €) ergibt.

DCF-Modell

Deutsche Grundstücksauktion - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	1,5%
EBITDA-Marge	21,5%	ewige EBITA - Marge	20,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,3%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	30,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Bereinigtes Netto-Aufgeld	8,58	11,76	12,94	13,20	13,46	13,73	14,01	14,29	
US Veränderung	-30,2%	37,1%	10,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	3,94	5,35	5,96	6,17	6,37	6,58	6,79	6,99	
EBITDA	-0,44	2,27	2,71	2,84	2,89	2,95	3,01	3,07	
EBITDA-Marge	-5,1%	19,3%	21,0%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	
EBITA	-0,59	2,09	2,53	2,66	2,72	2,78	2,84	2,90	
EBITA-Marge	-6,9%	17,8%	19,6%	20,1%	20,2%	20,2%	20,3%	20,3%	20,3%
Steuern auf EBITA	0,18	-0,66	-0,80	-0,84	-0,86	-0,87	-0,89	-0,91	
zu EBITA	31,0%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,0%
EBI (NOPLAT)	-0,41	1,43	1,73	1,82	1,86	1,90	1,94	1,99	
Kapitalrendite	-7,1%	25,7%	30,7%	30,7%	30,5%	30,9%	31,3%	31,7%	32,1%
Working Capital (WC)	3,40	3,45	3,75	3,96	4,04	4,12	4,20	4,29	
WC zu Umsatz	39,6%	29,3%	29,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Investitionen in WC	0,13	-0,05	-0,30	-0,21	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,18	2,20	2,17	2,14	2,11	2,09	2,06	2,04	
AFA auf OAV	-0,15	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	-0,17	-0,17	
AFA zu OAV	6,9%	8,1%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	
Investitionen in OAV	-0,16	-0,20	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	
Investiertes Kapital	5,58	5,65	5,92	6,10	6,15	6,21	6,27	6,33	
EBITDA	-0,44	2,27	2,71	2,84	2,89	2,95	3,01	3,07	
Steuern auf EBITA	0,18	-0,66	-0,80	-0,84	-0,86	-0,87	-0,89	-0,91	
Investitionen gesamt	-0,03	-0,25	-0,45	-0,36	-0,23	-0,23	-0,23	-0,23	
Investitionen in OAV	-0,16	-0,20	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	
Investitionen in WC	0,13	-0,05	-0,30	-0,21	-0,08	-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	-0,28	1,36	1,46	1,64	1,81	1,85	1,88	1,92	32,27

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	28,33	29,09
Barwert expliziter FCFs	8,88	8,18
Barwert des Continuing Value	19,45	20,91
Nettoschulden (Net debt)	-1,87	-3,23
Wert des Eigenkapitals	30,20	32,33
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	30,20	32,33
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	18,88	20,20

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,00
Eigenkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%

WACC **7,5%**

Kapitalrendite	WACC				
	6,9%	7,2%	7,5%	7,8%	8,1%
31,6%	21,91	20,90	19,99	19,18	18,44
31,8%	22,03	21,01	20,10	19,28	18,53
32,1%	22,15	21,12	20,20	19,38	18,63
32,3%	22,28	21,24	20,31	19,48	18,72
32,6%	22,40	21,35	20,42	19,58	18,81

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, 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:

Marcel Schaffer, 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