

## Deutsche Grundstücksauktionen AG<sup>\*5a,7,11</sup>

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 12,75 €**  
**(bisher: 15,75 €)**

Aktueller Kurs: 9,30 €  
 07.06.2024 / XETRA/ 17:36

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005533400  
 WKN: 553340  
 Börsenkürzel: DGR

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 1,60  
 Marketcap<sup>3</sup>: 14,00  
 Enterprise Value<sup>3</sup>: 12,15  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,6 %

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 11

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie:  
 10.06.2024 (09:55 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 10.06.2024 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

### Unternehmensprofil

Branche: Immobiliendienstleistungen

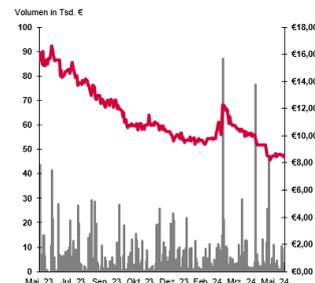
Fokus: Auktionen

Mitarbeiter: 32 (Stand: 31.12.2023)

Gründung: 1998

Firmensitz: Berlin, Deutschland

Vorstandsvorsitzender: Michael Plettner, Carsten Wohlers



Das Kerngeschäft der Deutsche Grundstücksauktionen AG (kurz: 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 eine nahezu 40-jährige (erste Auktion im September 1985) erfolgreiche 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 Verkäuercourtagen 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	2023	2024e	2025e	2026e
Bereinigte Netto-Aufgelder	7,07	8,02	10,02	12,22
EBITDA	-2,11	0,59	0,77	1,50
EBIT	-2,20	0,44	0,59	1,32
Jahresüberschuss	-1,88	0,32	0,40	0,91

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-1,18	0,20	0,25	0,57
-----------------	-------	------	------	------

### Kennzahlen

EV/Bereinigte Netto-Aufgelder	1,72	1,51	1,21	0,99
EV/EBITDA	-5,76	20,59	15,78	8,10
EV/EBIT	-5,52	27,61	20,59	9,20
KGV	-7,45	43,75	35,00	15,38
KBV	2,36			

### Finanztermine

25.06.2024: Hauptversammlung
02.09.2024: Halbjahresbericht
02.10.2024: 9-Monats-Zahlen

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
06.02.2024: RG / 15,75 / KAUFEN
18.09.2023: RG / 20,20 / KAUFEN
01.06.2023: RG / 21,20 / KAUFEN
19.01.2023: RG / 23,55 / KAUFEN
20.10.2022: RG / 27,20 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien<sup>09</sup> können unter [www.gbc-ag.de](http://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“

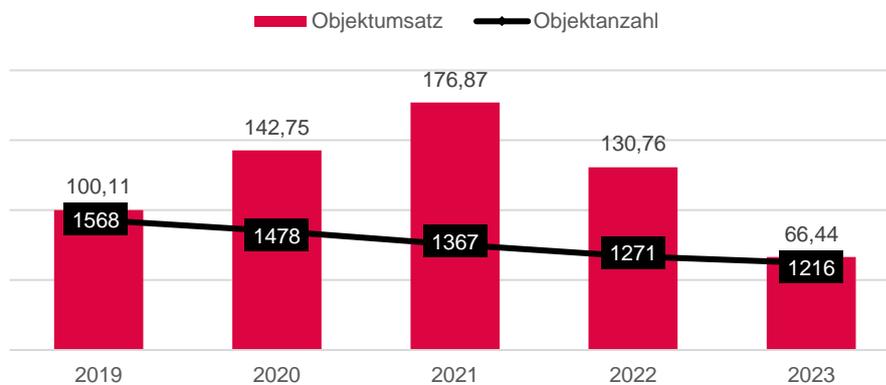
**Geschäftsjahr 2023: Rückläufige Geschäftsentwicklung aufgrund der angespannten Marktlage im Immobiliensektor; Erholungstendenzen im Rahmen von starken Auktionsergebnissen bei Frühjahres- und Sommerauktionen sichtbar; Kursziel auf 12,75 € (bisher: 15,75 €) reduziert; Rating: KAUFEN**

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023
Bereinigte Netto-Aufgelder	14,53	12,29	7,07
EBITDA	3,47	2,10	-2,11
EBITDA-Marge	23,9%	17,1%	-29,8%
EBIT	3,30	1,93	-2,20
EBIT-Marge	22,7%	15,7%	-31,3%
Jahresüberschuss	2,24	1,30	-1,88
Dividende je Aktie in €	1,50	0,60	-

Quelle: DGA, GBC AG

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG (kurz: DGA) hat das Geschäftsjahr aufgrund eines herausfordernden Marktumfeldes und einer damit einhergehenden rückläufigen Geschäftsentwicklung schwach abgeschlossen. Dabei wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr insgesamt 1.216 Immobilien (Vorjahr: 1.271 Immobilien) mit einem Gesamtvolumen von lediglich 66,44 Mio. € (Vorjahr: 130,76 Mio. €) versteigert, was nahezu einer Halbierung entspricht. In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass die Unternehmensguidance mit einem avisierten Objektumsatzvolumen in Höhe von 100 Mio. € deutlich verfehlt wurde.

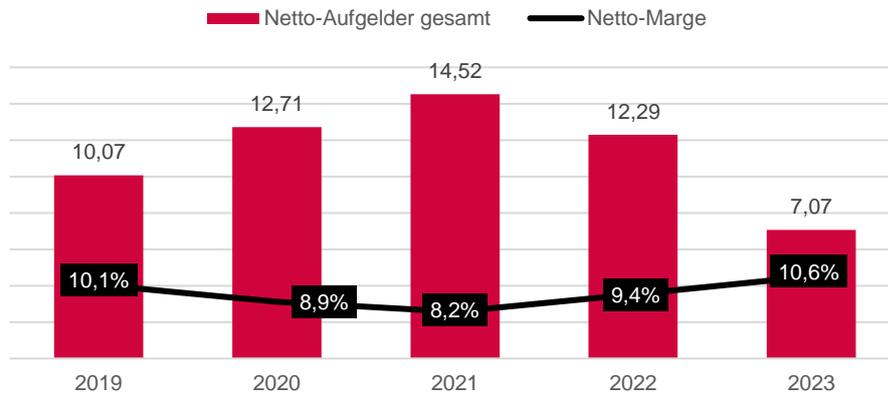
**Entwicklung des Objektumsatzes (in Mio. €) sowie Anzahl versteigerten Objekte**



Quelle: DGA, GBC AG

Das geringe Objektumsatzvolumen steht im Zusammenhang mit einer Kaufzurückhaltung sowie erschwerten Finanzierungsbedingungen und damit einem generell herausfordernden Marktumfeld. Im Rahmen der Auktionen wurden überwiegend niedrigpreisige Objekte verkauft. Die großvolumigen Einlieferungen konnten demgegenüber größtenteils nicht vermarktet werden, da einige Verkäufer die niedrigeren Preisniveaus aufgrund des Immobilienpreisverfalls nicht akzeptierten und somit weniger Transaktionen zwischen Verkäufern und Kaufinteressenten zustande kamen. Diese Diskrepanz spiegelt sich auch in der Entwicklung des akquirierten Einlieferungsvolumens als Indikator für den deutlichen Rückgang des Objektumsatzes wider. So wurden im Konzern im Geschäftsjahr 2023 1.479 Objekte (Vorjahr: 1.512 Immobilien) eingeliefert. Insgesamt hat sich das akquirierte Einlieferungsvolumen der DGA-Gruppe von 200,57 Mio. € auf 105,76 Mio. € deutlich rückläufig entwickelt.

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

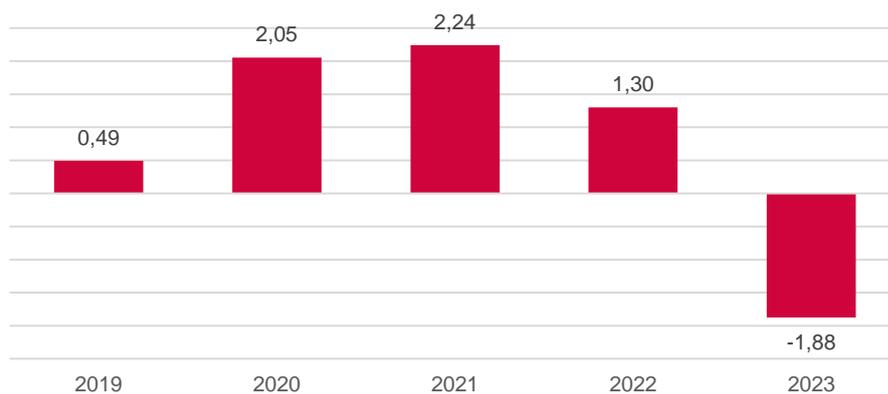


Quelle: DGA, GBC AG

Analog zum Rückgang des Objektvolumens aufgrund der angespannten Marktsituation und der damit einhergehenden Kaufzurückhaltung lagen die bereinigten Nettoaufgelder mit 7,07 Mio. € deutlich unter dem Vorjahreswert (VJ: 12,29 Mio. €). Die Netto-Aufgelder (Courtage) stellen die um Maklerprovisionen und Verwaltungshonorare bereinigten Nettoeinnahmen der Gesellschaften aus den Auktions-Einnahmen dar. Hier hatten wir mit einem deutlichen Rückgang gerechnet (GBC-Prognose bisher: 8,58 Mio. €), dieser ist letztlich stärker als von uns erwartet ausgefallen.

Der deutliche Rückgang der realisierten Objektumsätze bei konstanter Kostenbelastung führte letztlich zu einem Rückgang des Nachsteuerergebnisses auf -1,88 Mio. € (VJ: 1,30 Mio. €). Mit Ausnahme der Deutsche Internet Immobilien GmbH, die einen Jahresüberschuss in Höhe von 0,11 Mio. € (VJ: 0,15 Mio. €) erzielen konnte, erwirtschafteten alle Tochtergesellschaften, einschließlich der DGA AG, einen Jahresfehlbetrag. Aufgrund des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages führte dies zu einer Verlustübernahme der DGA AG.

**Entwicklung des Nachsteuerergebnisses (in Mio. €)**



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

Zur Verbesserung des Ergebnisses wurden bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 Kostensenkungsmaßnahmen eingeleitet, die ab 2024 zu Kosteneinsparungen führen sollen. Dies mit dem Ziel, zukünftig wieder ein positives Jahresergebnis zu erwirtschaften.

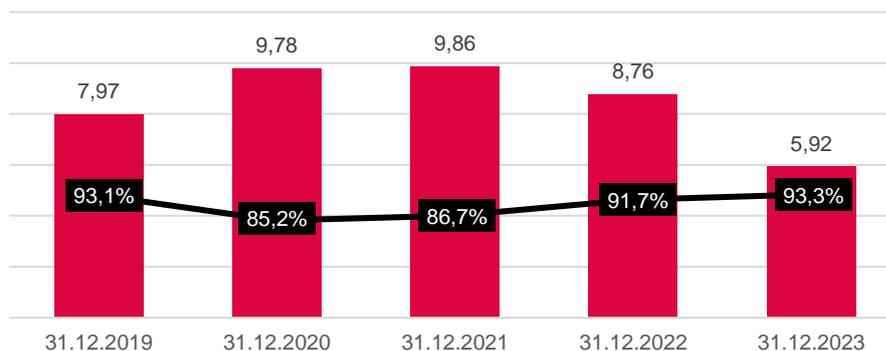
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2023

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Eigenkapital	9,86	8,76	5,92
EK-Quote (in %)	86,7%	91,7%	93,3%
Operatives Anlagevermögen	2,09	2,17	2,09
Working Capital	4,55	3,53	2,02
Liquide Mittel	3,30	3,08	1,47
Cashflow	2,42	1,47	-1,77

Quelle: DGA AG; GBC AG

Trotz des Jahresfehlbetrages im abgelaufenen Geschäftsjahr weist die DGA weiterhin eine solide Kapitalstruktur auf. Allerdings hat sich das Eigenkapital durch den Jahresfehlbetrag in Höhe von 1,88 Mio. € auf 5,92 Mio. € (31.12.2022: 8,76 Mio. €) reduziert. Unter Einbeziehung des Gewinnvortrags aus dem Vorjahr in Höhe von 0,35 Mio. € ergibt sich nach Verrechnung mit dem erwirtschafteten Jahresfehlbetrag ein Bilanzverlust in Höhe von -1,53 Mio. € (31.12.2022: Bilanzgewinn in Höhe von 1,31 Mio. €). Insgesamt verfügt die Gesellschaft weiterhin über eine solide Eigenkapitalausstattung. Dies spiegelt sich in einer außerordentlich hohen Eigenkapitalquote von 93,3 % (31.12.2022: 91,7 %) wider.

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



Quelle: DGA; GBC AG

Das negative Jahresergebnis führte letztlich zu einem negativen Cashflow in Höhe von -1,77 Mio. € (Vorjahr: 1,47 Mio. €). Damit reduzierten sich die liquiden Mittel zum Bilanzstichtag 31.12.2023 auf nunmehr 1,47 Mio. € (Vorjahr: 3,08 Mio. €). Aufgrund der defizitären Ergebnisentwicklung hat die DGA AG bereits am 18.04.2024 per Corporate News mitgeteilt, dass Vorstand und Aufsichtsrat in der diesjährigen Frühjahrssitzung beschlossen haben, der Hauptversammlung für das Geschäftsjahr 2023 keine Dividendenzahlung vorzuschlagen. Mit der Rückkehr in die Gewinnzone ist mit einer Wiederaufnahme der ausschüttungsfreundlichen Dividendenpolitik zu rechnen.

## Prognose für 2024 - 2026

GuV (in Mio. €)	GJ 24e (alt)	GJ 24e	GJ 25e (alt)	GJ 25e	GJ 26e
Bereinigte Netto-Aufgelder	8,25	8,02	10,30	10,02	12,22
EBITDA	0,27	0,59	0,89	0,77	1,50
EBIT	0,09	0,44	0,71	0,59	1,32
Jahresüberschuss	0,06	0,32	0,49	0,40	0,91

Quelle: DGA

Laut Geschäftsbericht 2023 rechnet die DGA AG für das laufende Geschäftsjahr 2024 mit einem Objektumsatz in Höhe von 80,00 Mio. €. Wichtig für einen positiven Verlauf des laufenden Geschäftsjahres ist nach Ansicht des DGA-Vorstands die einsetzende Erholung des Immobilienmarktes. Die Stabilisierung der Preisniveaus in Verbindung mit einer verbesserten Finanzierungssituation infolge der Zinssenkungen im Jahresverlauf sollte zu einer nachhaltigen Stimulierung der Investitionsbereitschaft der Investoren und letztlich zu einer Belebung der Liquidität bei Immobilientransaktionen führen. Diese Faktoren könnten zu einer Verbesserung der Marktlage und damit auch zu einer Erholung der operativen Geschäftsentwicklung der DGA führen.

Erste leichte Erholungstendenzen sind mit Blick auf den Verlauf des 1. Quartals 2024 erkennbar, in dem der Objektumsatz im Vergleich zum Vorjahr um rund 2,5 % gesteigert wurde. Das erwirtschaftete Nettoergebnis der DGA-Gruppe lag mit rd. 1,55 Mio. € in etwa auf dem Niveau des Vorjahres (1,62 Mio. €). Damit deuten erste Indikatoren auf eine Erholung hin: es wurden mehr Immobilien verkauft als im 1. Quartal 2023 (+ 56) und eine deutlich verbesserte Verkaufsquote von 85,1 % (Vorjahr: 78,2 % im Vorjahr) erzielt. Vor allem preisgünstige Immobilienangebote sind weiterhin stark nachgefragt und sorgten für den Anstieg des Objektumsatzes.

Erwähnenswert ist auch der starke Auftakt der Sommerauktionen der Sächsischen Grundstücksauktionen AG, die am 24.05. und 29.05. mit einem sehr guten Ergebnis abgeschlossen werden konnten. Bei einem Einlieferungsvolumen für die Sommerauktionen von rund 6,9 Mio. € wurden insgesamt 98 Immobilien mit einem Objektvolumen von 7,9 Mio. € versteigert bzw. seit der Frühjahrsauktion verkauft. Dieses Auktionsergebnis ist das beste der Sächsischen Grundstücksauktionen AG seit der Frühjahrsauktion 2022, also seit acht Quartalen. Zudem war es die beste Sommerauktion in der 25-jährigen Unternehmensgeschichte hinsichtlich des realisierten Objektumsatzes sowie bei den erzielten Netto-Aufgeldern.

### Erwarte Objektumsatzentwicklung (in Mio. €)

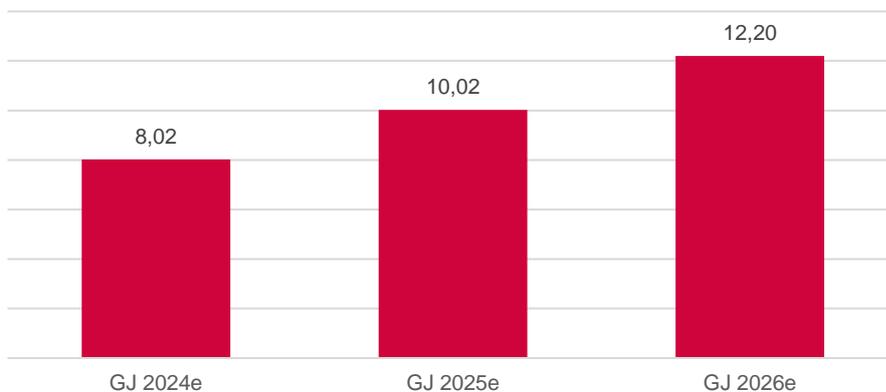


Quelle: GBC AG

Wir passen unsere Prognosen an die Unternehmens-Guidance (Unternehmensprognose Objektumsatz: 80,00 Mio. €) an. Die rückläufige Geschäftsentwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr sowie das weiterhin herausfordernde Marktumfeld führen zu einer Korrektur unserer Prognoseannahmen hinsichtlich der erzielbaren Objektumsätze der DGA-Gruppe. Konkret erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr nunmehr Objektumsätze in Höhe von 80,00 Mio. € (bisherige Prognose: 85,00 Mio. €).

In den Folgejahren gehen wir von einer Normalisierung der Marktsituation und einer entsprechend positiven Geschäftsentwicklung der DGA aus, so dass die Objektumsatzerlöse wieder die Marke von 100 Mio. € erreichen werden. Konkret gehen wir für die Jahre 2025 und 2026 von Objektumsätzen in Höhe von 100,00 Mio. € (bisherige Prognose: 120,00 Mio. €) bzw. 120,00 Mio. € im letzten konkreten Schätzzjahr aus.

### Erwartete Entwicklung der Netto-Aufgelder (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Aufgrund der reduzierten Annahmen für die Objektumsätze in den Geschäftsjahren 2024 und 2025 reduzieren wir die Schätzung der Netto-Aufgelder. Demnach erwarten wir für 2024 Netto-Aufgelder in Höhe von 8,02 Mio. € (bisher: 8,25 Mio. €) und für 2025 in Höhe von 10,02 Mio. € (bisher: 10,30 Mio. €). Für das letzte Schätzzjahr 2026 rechnen wir mit einem Anstieg der Netto-Aufgelder auf 12,22 Mio. € und unterstellen damit eine Rückkehr auf das Niveau des Geschäftsjahres 2022 und damit eine positive zukünftige Geschäftsentwicklung der DGA AG.

Die DGA AG hat bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr ein umfassendes Kostensenkungsprogramm zur Effizienzsteigerung bzw. Kostenreduzierung initiiert. Diese Maßnahmen beinhalten die Optimierung des Katalogvertriebs durch die Umstellung von Printversionen auf elektronische Kataloge. Durch diese Digitalisierungs- bzw. Umstellungsmaßnahmen ergibt sich schätzungsweise ein Einsparpotenzial bei den Druck- und Versandkosten in der Größenordnung von 0,60 Mio. € pro Jahr.

Darüber hinaus wurden weitere Kosteneinsparpotenziale im Bereich Marketing und Kapitalmarktkosten identifiziert und gehoben. Zusätzlich wurden Personaleinsparungen vorgenommen. All diese Maßnahmen zielen darauf ab, die Kostenbasis der DGA deutlich zu reduzieren und in Verbindung mit einem angenommenen steigenden Objektumsatzvolumen bereits ab dem Geschäftsjahr 2024 eine Ergebnisverbesserung zu erzielen. Damit wurde bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr die Trendwende eingeleitet, um nach einem defizitären Jahresergebnis wieder ein positives Jahresergebnis zu erzielen.

Dementsprechend gehen wir für das Geschäftsjahr 2024 von einer Rückkehr in die Gewinnzone aus und unterstellen ein positives Jahresergebnis in Höhe von 0,32 Mio. € (VJ: -1,88 Mio. €). In den Folgejahren gehen wir von einer profitablen und somit positiven

Geschäftsentwicklung aus und unterstellen einen Anstieg des Nachsteuerergebnisses auf 0,40 Mio. € (GJ25e) bzw. 0,91 Mio. € (GJ26e).

Die Herabsetzung unserer Annahmen für die konkrete Schätzperiode 2024 bis 2026 sowie die Erhöhung des risikolosen Zinssatzes auf nun 2,5% (bisher: 2,0%) führen zu einem Anstieg der Kapitalkosten und somit zur Reduktion des Kursziels auf 12,75 € (bisher: 15,75 €). Ausgehend von einem aktuellen Aktienkurs in Höhe von 9,30 € 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 2024, 2025 und 2026 in Phase 1, erfolgt von 2027 bis 2031 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 17,0 % (bisher: 21,0%) 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. Der von uns verwendete risikolose Zinssatz beträgt 2,50% (bisher: 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 8,00% (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 8,00 % (bisher: 7,50%).

### ***Bewertungsergebnis***

Wir haben unsere Prognosen aufgrund der weiterhin anhaltenden schwierigen Marktbedingungen und der rückläufigen Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 2023 nach unten angepasst. Zudem haben wir eine marktbedingte Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 2,5% (bisher: 2,00 %) vorgenommen, wodurch sich die Kapitalkosten auf 8,00 % (bisher: 7,50 %) erhöht haben. Die beiden kurszielreduzierenden Faktoren führen letztlich zu einer Kurszielanpassung auf 12,75 € (bisher: 15,75 €).

## DCF-Modell

### Deutsche Grundstücksauktion AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	1,5%
EBITDA-Marge	17,0%	ewige EBITA - Marge	15,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,3%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	19,3%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ31e	
Bereinigtes Netto-Aufgeld	8,02	10,02	12,20	12,45	12,70	12,95	13,21	13,47	
US Veränderung	13,4%	25,0%	21,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	3,82	4,77	5,81	6,00	6,18	6,37	6,56	6,75	
EBITDA	0,59	0,77	1,50	2,12	2,16	2,20	2,25	2,29	
EBITDA-Marge	7,4%	7,6%	12,3%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
EBITA	0,44	0,59	1,32	1,94	1,99	2,03	2,08	2,12	
EBITA-Marge	5,5%	5,9%	10,9%	15,6%	15,6%	15,7%	15,7%	15,8%	15,8%
Steuern auf EBITA	-0,14	-0,19	-0,42	-0,61	-0,63	-0,64	-0,65	-0,67	
zu EBITA	32,1%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,0%
EBI (NOPLAT)	0,30	0,40	0,91	1,33	1,36	1,39	1,42	1,45	
Kapitalrendite	7,3%	9,5%	20,9%	29,9%	30,4%	30,9%	31,4%	31,9%	32,4%
Working Capital (WC)	2,15	2,25	2,35	2,40	2,45	2,49	2,54	2,60	
WC zu Umsatz	26,8%	22,4%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	
Investitionen in WC	-0,13	-0,10	-0,10	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,10	2,10	2,10	2,08	2,05	2,03	2,01	2,00	
AFA auf OAV	-0,15	-0,18	-0,18	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	
AFA zu OAV	7,1%	8,5%	8,6%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	
Investitionen in OAV	-0,16	-0,18	-0,18	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	
Investiertes Kapital	4,25	4,35	4,45	4,47	4,50	4,53	4,56	4,59	
EBITDA	0,59	0,77	1,50	2,12	2,16	2,20	2,25	2,29	
Steuern auf EBITA	-0,14	-0,19	-0,42	-0,61	-0,63	-0,64	-0,65	-0,67	
Investitionen gesamt	-0,29	-0,28	-0,28	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	
Investitionen in OAV	-0,16	-0,18	-0,18	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	
Investitionen in WC	-0,13	-0,10	-0,10	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,16	0,30	0,81	1,31	1,33	1,36	1,39	1,42	21,82

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	18,36	19,52
Barwert expliziter FCFs	5,62	5,77
Barwert des Continuing Value	12,73	13,75
Nettoschulden (Net debt)	-2,05	-2,35
Wert des Eigenkapitals	20,40	21,87
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	20,40	21,87
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>12,75</b>	13,67

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,00
Eigenkapitalkosten	8,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%

WACC **8,0%**

Kapitalrendite	WACC				
	7,4%	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%
31,9%	13,76	13,16	12,62	12,13	11,69
32,1%	13,84	13,23	12,69	12,19	11,75
32,4%	13,91	13,30	<b>12,75</b>	12,25	11,80
32,6%	13,98	13,37	12,82	12,31	11,86
32,9%	14,06	13,44	12,88	12,37	11,92

## 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, M.Sc., 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)