

Deutsche Grundstücksauktionen AG^{*5a,7,11}

Rekordhoher Nachverkauf verbessert die Ausgangslage für das zweite Halbjahr

Branche: Immobiliendienstleistungen

Fokus: Auktionen

Gegründet: 1998

Mitarbeiter: 17

Hauptsitz: Berlin, Deutschland

Vorstand: Michael Plettner, Carsten Wohlers

Die börsennotierte Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) mit Sitz in Berlin zählt zu den führenden Immobilienauktionshäusern Deutschlands. Gemeinsam mit fünf Tochtergesellschaften deckt die Gruppe den deutschen Markt regional sowie über Online-Auktionen bundesweit ab. Das Geschäftsmodell basiert auf der Versteigerung und Vermittlung von Immobilien. Die Erlöse entstehen im Wesentlichen aus Käufer- und Verkäufercourtage sowie Maklerprovisionen. Durch die geringe Kapitalbindung ist das Geschäftsmodell grundsätzlich gut skalierbar. Die DGA verfügt über eine langjährige Marktpresenz, etablierte Marken und ein breites Netzwerk privater, gewerblicher und öffentlicher Einlieferer. Rahmenverträge mit institutionellen Auftraggebern und das wachsende Geschäft mit privaten sowie gewerblichen Kunden unterstützen einen kontinuierlichen Objektzufluss und reduzieren die Abhängigkeit von einzelnen Kundengruppen.

in Mio. €	GJ 2024	GJ 2025	GJ 2026e	GJ 2027e	GJ 2028e
Objektsatz	73,87	90,88	87,00	106,00	115,00
Ber. Nettoeinnahmen	7,43	8,05	8,50	11,00	12,00
EBITDA	-0,36	-0,28	0,31	1,50	2,48
EBIT	-0,43	-0,33	0,25	1,44	2,42
Jahresüberschuss	-0,42	-0,29	0,19	0,99	1,66
EPS	-0,26	-0,18	0,12	0,62	1,04
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ber. NE/Objektsatz	10,1%	8,9%	9,8%	10,4%	10,4%
EV/ber. Nettoeinnahmen	0,89	0,82	0,78	0,60	0,55
EV/EBITDA	-18,24	-23,99	21,25	4,41	2,67
EV/EBIT	-15,22	-19,78	26,30	4,60	2,74
KGV	-17,38	-25,59	38,59	7,43	4,42
KBV		1,51			

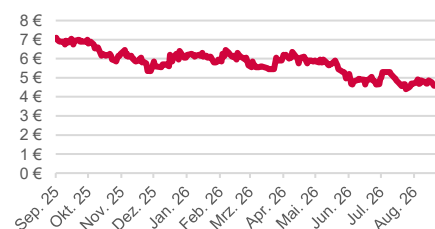
Investment Case

- **Marktposition:** Die DGA-Gruppe verfügt über bekannte regionale Auktionshäuser, langjährige Marktkenntnis und ein breites Netzwerk auf Käufer- und Verkäuferseite.
- **Attraktives Marktumfeld:** Die fortschreitende Preisfindung und eine verbesserte Finanzierungsverfügbarkeit sollten die Transaktionsbereitschaft am Immobilienmarkt schrittweise erhöhen.
- **Starke Einliefererbasis:** Die wachsende Bedeutung privater und gewerblicher Auftraggeber verbreitert die Einliefererbasis und reduziert die Abhängigkeit von öffentlichen und institutionellen Verkäufern.
- **Skalierbares Geschäftsmodell:** Das provisionsbasierte und kapitalarme Geschäftsmodell ermöglicht bei steigenden Auktionsvolumina eine überproportionale Verbesserung der Profitabilität.
- **Ergebniswende mit zusätzlichem Potenzial:** Die eingeleiteten Kostensenkungen, der starke Nachverkauf und die erwartete Marktbelebung bilden die Grundlage für eine nachhaltige Rückkehr in die Gewinnzone.

Bewertung: Kaufen

Kursziel: 12,60 € (bisher: 12,85 €)

Aktie und Stammdaten



Xetra-Kurs 15.09.26 13:17	4,58 €
Börse	MUC
ISIN	DE0005533400
WKN	553340
Anzahl der Aktien (in Mio.):	1,60
MCap (in Mio. €)	7,33
Enterprise Value (in Mio. €)	6,62

Marktsegment	m:access
Geschäftsjahr	31. Dezember
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

Streubesitz	60,6%
Management / Gründer	39,4%

Finanztermine

14.10.2026	m:access Analystenkonferenz an der Börse München
------------	--

Analysten

Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)
Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)

Letzter GBC-Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel / Bewertung

28.05.2026: RG / 12,85 / KAUFEN

29.01.2026: RG / 12,85 / KAUFEN

22.09.2025: RG / 12,85 / KAUFEN

10.06.2025: RG / 12,85 / KAUFEN

14.03.2025: RG / 12,75 / KAUFEN

12.09.2024: RG / 12,75 / KAUFEN

10.06.2024: RG / 12,75 / KAUFEN

** Die oben genannten Researchberichte können unter www.gbc-ag.de** abgerufen werden.

Fertigstellung: 17.09.2026 (10:00 Uhr)
Erste Weitergabe: 17.09.2026 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2027

*Katalog der möglichen Interessenkonflikte auf S.12

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 10.

Hinweis gemäß MiFID-II-Regulierung für Research „Geringfügige nichtmonetäre Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt nach Einschätzung der GBC AG die Voraussetzungen für die Einstufung als „geringfügige nichtmonetäre Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu finden Sie in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“.

Hinweis zu Issuer-Sponsored Research: Vorliegende Researchstudie ist Issuer-Sponsored Research und wurde in Übereinstimmung mit dem EU-Verhaltenskodex (EU Code of Conduct) für Issuer-Sponsored Research erstellt.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG H1 2026

GuV in Mio. €	H1 2023	H1 2024	H1 2025	H1 2026
Ber. Nettoeinnahmen	3,67	3,76	3,84	3,55
EBITDA	-0,82	0,03	-0,04	-0,34
EBITDA-Marge	-22,4%	0,7%	-1,0%	-9,5%
EBIT	-0,88	-0,01	-0,07	-0,36
EBIT-Marge	-24,0%	-0,2%	-1,9%	-10,0%
Netto-Ergebnis	-0,73	0,01	-0,04	-0,37
EPS in €	-0,46	0,01	-0,02	-0,23

Quellen: Deutsche Grundstücksauktionen AG; GBC AG

Rekordhoher Nachverkauf verbessert die Ausgangslage für das zweite Halbjahr.

Die DGA-Gruppe hat im ersten Halbjahr 2026 bei einem nur moderat rückläufigen Objektumsatz eine deutlich schwächere Ergebnisentwicklung verzeichnet. Der Objektumsatz sank um 3,7 % auf 36,1 Mio. €, während die bereinigten Nettoeinnahmen wegen des Transaktions- und Provisionsmixes um 7,5 % auf 3,55 Mio. € zurückgingen. Zugleich belasteten höhere Personal- und sonstige betriebliche Aufwendungen. Das Netto-Ergebnis verringerte sich auf -0,37 Mio. € nach -0,04 Mio. € im Vorjahr.

Die operative Ausgangslage für das zweite Halbjahr ist besser, als das Halbjahresergebnis vermuten lässt. Bis zur Veröffentlichung des Halbjahresberichts wurden aus den Auktionen des ersten Halbjahres 19 Objekte mit einem Volumen von rund 4,7 Mio. € nachverkauft. Daraus entstanden bereinigte Nettoeinnahmen von mehr als 0,33 Mio. €. Nach Angaben des Managements befinden sich weitere Nachverkäufe mit einem Objektvolumen von rund 2,0 Mio. € vor dem Abschluss oder der Verbuchung. Die Nachfrage ist damit vorhanden, benötigt wegen längerer Finanzierungs- und Strukturierungsprozesse aber mehr Zeit bis zur Beurkundung.

Aktuelle Lage am Immobilienmarkt

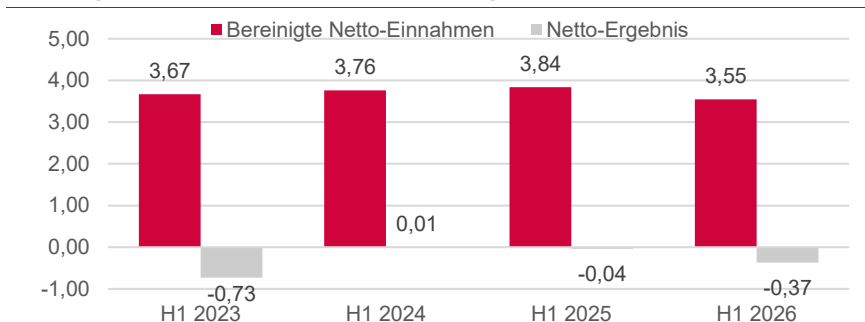
Der deutsche Immobilienmarkt setzte seine langsame Stabilisierung im ersten Halbjahr 2026 fort. Die im Halbjahresbericht zitierten Daten des Statistischen Bundesamtes zeigen für Wohnimmobilien im ersten Quartal 2026 einen Preisanstieg von 1,4 % gegenüber dem Vorjahr und 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Das knappe Wohnungsangebot, die geringe Neubautätigkeit und steigende Mieten stützen die Preise. Gleichzeitig bleiben die Finanzierungskosten deutlich über dem Niveau der Boomjahre, während geopolitische Risiken, höhere Energiepreise und wirtschaftliche Unsicherheit die Kaufbereitschaft begrenzen. Die Erholung verläuft daher regional und nach Objektqualität sehr unterschiedlich.

Für die DGA ist weniger die absolute Preisentwicklung als die Transaktionsbereitschaft entscheidend. Marktgerechte Startpreise, vollständige Objektunterlagen und eine gesicherte Finanzierung bestimmen, wie schnell Einlieferungen in Verkäufe und Provisionen umgewandelt werden. Der starke Nachverkauf nach den Sommerauktionen zeigt, dass die Preisfindung grundsätzlich funktioniert. Zugleich bestätigt er, dass Käufer für Finanzierung, Gesellschaftsgründung und Beurkundung länger benötigen. Damit verlagert sich ein Teil der wirtschaftlichen Leistung in spätere Quartale.

Ertragsentwicklung 1. HJ 2026

Das erste Halbjahr 2026 fiel ergebnisseitig schwächer aus, als es die stabile Auktionsaktivität zunächst vermuten lässt. Die DGA-Gruppe verkaufte 637 Immobilien nach 630 Immobilien im Vorjahreszeitraum, während die Verkaufsquote mit 80,0 % nach 80,3 % nahezu unverändert blieb. Der Objektumsatz sank jedoch auf 36,1 Mio. € nach 37,5 Mio. €, die bereinigten Nettoeinnahmen gingen überproportional auf 3,55 Mio. € nach 3,84 Mio. € zurück. Die Relation der bereinigten Nettoeinnahmen zum Objektumsatz verringerte sich entsprechend auf 9,8 % nach 10,2 %. Ausschlaggebend war damit weniger ein Nachfrageeinbruch als der Objekt- und Provisionsmix.

Bereinigte Netto-Einnahmen und Netto-Ergebnis (in Mio. €)



Quelle: Deutsche Grundstücksauktionen AG; GBC AG

Ein positives Gegengewicht bildete die Muttergesellschaft, die ihren Objektumsatz auf 15,00 Mio. € nach 13,00 Mio. € steigerte. Auch die Sommerauktionen lagen mit zunächst rund 9,4 Mio. € deutlich über dem Vorjahreswert von 5,0 Mio. €, verfehlten jedoch die interne Zielsetzung von mindestens 12,0 Mio. €. Der anschließend starke Nachverkauf schloss einen wesentlichen Teil dieser Lücke. Dies spricht dafür, dass die schwächere Entwicklung vor allem auf längere Finanzierungs- und Abwicklungsprozesse zurückzuführen war. Ein Teil des vermittelten Volumens wurde somit lediglich später realisiert.

Gleichzeitig setzte sich die Verschiebung des Kundenmixes fort. Private und gewerbliche Einlieferer standen bei der Muttergesellschaft für 13,13 Mio. € beziehungsweise 87,5 % des Objektumsatzes nach 9,21 Mio. € beziehungsweise 70,6 % im Vorjahr. Das Geschäft mit öffentlichen und institutionellen Auftraggebern verringerte sich dagegen auf 1,58 Mio. € nach 3,50 Mio. €. Auch auf Gruppenebene wurden für den Bund und bundeseigene Gesellschaften zwar 241 Immobilien nach 173 Immobilien verkauft, das damit erzielte Volumen sank jedoch auf 3,6 Mio. € nach 4,9 Mio. €. Die DGA konnte den Ausfall größerer institutioneller Verkäufe damit teilweise durch eine breitere private und gewerbliche Einliefererbasis kompensieren. Kurzfristig bleibt die Geschäftsentwicklung jedoch stark vom Wert einzelner Lose abhängig.

Ergebnisseitig trafen die geringeren Nettoeinnahmen auf eine höhere Kostenbasis. Das EBITDA verringerte sich nach unserer Berechnung auf rund -0,34 Mio. € nach -0,04 Mio. €, das EBIT auf -0,36 Mio. € nach -0,07 Mio. € und das Netto-Ergebnis auf -0,37 Mio. € nach -0,04 Mio. €. Bei der Muttergesellschaft blieben die Umsatzerlöse mit 1,48 Mio. € nach 1,47 Mio. € nahezu stabil. Gleichzeitig stiegen der Personalaufwand auf 0,83 Mio. € nach 0,76 Mio. € und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 0,97 Mio. € nach 0,87 Mio. €. Zusätzlich drehten die saldierten Ergebnisbeiträge der Tochtergesellschaften auf -0,03 Mio. € nach +0,16 Mio. €.

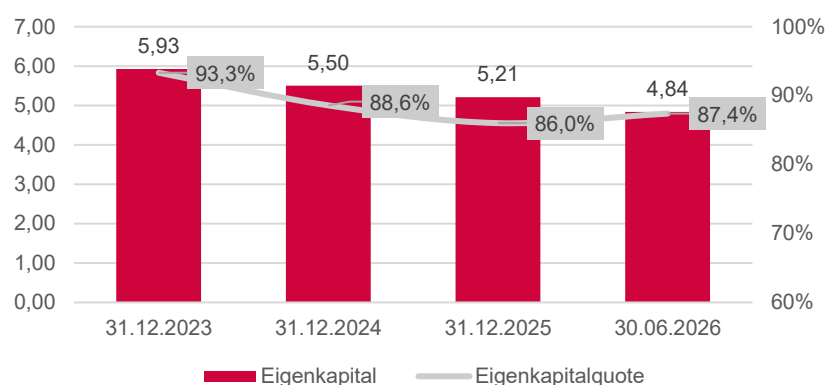
Bilanz- und Finanzlage zum 30.06.2026

in Mio. €	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	30.06.2026
Eigenkapital	5,93	5,50	5,21	4,84
EK-Quote (in %)	93,3%	88,6%	86,0%	87,4%
Operatives Anlagevermögen	2,09	2,03	1,98	1,96
Working Capital	2,02	1,78	2,06	2,21
Net Cash	1,85	1,75	1,23	0,71

Quellen: Deutsche Grundstücksauktionen AG; GBC AG

Die Bilanz bleibt trotz des Halbjahresverlusts solide. Das Eigenkapital verringerte sich gegenüber dem 31. Dezember 2025 von 5,21 Mio. € auf 4,84 Mio. €. Da die Bilanzsumme stärker auf 5,54 Mio. € zurückging, erhöhte sich die Eigenkapitalquote von 86,0 % auf 87,4 %. Die DGA verfügt weiterhin über keine zinstragenden Finanzverbindlichkeiten. Das kapitalleichte Geschäftsmodell und die hohe Eigenkapitalquote begrenzen damit das Finanzierungsrisiko.

Eigenkapital (in Mio. €) und Eigenkapitalquote (in %)



Quellen: Deutsche Grundstücksauktionen AG; GBC AG

Die Liquiditätsreserve hat sich allerdings reduziert. Wertpapiere und liquide Mittel beliefen sich zum Stichtag zusammen auf 0,71 Mio. € nach 1,23 Mio. € zum Jahresende 2025. Dem standen Rückstellungen und kurzfristige Verbindlichkeiten von zusammen rund 0,70 Mio. € gegenüber. Gleichzeitig waren 2,71 Mio. € in Forderungen und sonstigen Vermögensgegenständen gebunden.

Die hohen Nachverkäufe nach dem Bilanzstichtag sollten bei planmäßiger Abwicklung zusätzliche Mittelzuflüsse auslösen. Aufgrund der schuldenfreien Struktur sehen wir derzeit jedoch keinen unmittelbaren Finanzierungsbedarf.

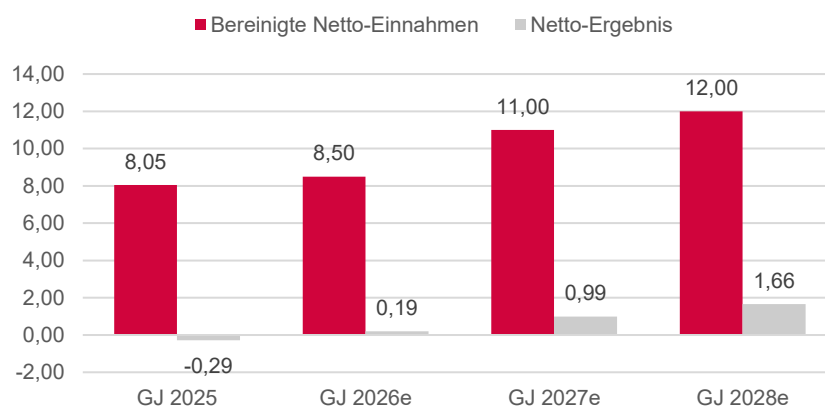
PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2025	GJ 2026e	GJ 2027e	GJ 2028e
Objektumsatz	90,88	87,00	106,00	115,00
Bereinigte Nettoeinnahmen	8,05	8,50	11,00	12,00
EBITDA	-0,28	0,31	1,50	2,48
EBITDA-Marge	-3,4%	3,7%	13,6%	20,7%
EBIT	-0,33	0,25	1,44	2,42
EBIT-Marge	-4,2%	3,0%	13,1%	20,1%
Jahresüberschuss	-0,29	0,19	0,99	1,66

Quelle: GBC AG

Vor dem Hintergrund der schwächeren Ergebnisentwicklung im ersten Halbjahr 2026 haben wir insbesondere unsere kurzfristigen Prognosen reduziert. Die grundsätzlich erwartete Erholung des Auktionsgeschäfts bleibt jedoch bestehen. Für 2026 rechnen wir unverändert mit einem Objektumsatz von 87,00 Mio. € nach 90,88 Mio. € im Geschäftsjahr 2025. Der erwartete Rückgang um 4,3 % berücksichtigt das bislang geringere Volumen größerer Einzeltransaktionen sowie die weiterhin verlängerten Finanzierungs- und Abwicklungsprozesse.

Prognose der bereinigten Nettoeinnahmen und Netto-Ergebnis (in Mio. €)



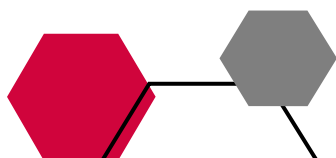
Quelle: GBC AG

Unsere Prognose der bereinigten Nettoeinnahmen reduzieren wir für 2026 von bislang 9,30 Mio. € auf 8,50 Mio. €. Gegenüber dem Vorjahreswert von 8,05 Mio. € entspricht dies dennoch einem Anstieg um 5,6 %. Die Relation der bereinigten Nettoeinnahmen zum Objektumsatz sollte sich damit auf rund 9,8 % nach 8,9 % im Geschäftsjahr 2025 verbessern, bleibt jedoch unter unserer bisherigen Annahme von 10,7 %. Damit tragen wir dem im ersten Halbjahr schwächeren Objekt- und Provisionsmix Rechnung.

Auch die Ergebnisprognosen haben wir reduziert. Für 2026 erwarten wir nun ein EBITDA von 0,31 Mio. € nach -0,28 Mio. € im Vorjahr und anstelle der bislang prognostizierten 0,82 Mio. €. Beim Jahresüberschuss rechnen wir mit 0,19 Mio. € nach -0,29 Mio. € im Geschäftsjahr 2025 und anstelle der bisherigen Prognose von 0,54 Mio. €. Der starke Nachverkauf sollte die Rückkehr in die Gewinnzone ermöglichen. Aufgrund des Halbjahresverlusts und der zeitverzögerten Wirkung der Kostensenkungen bleibt der Ergebnispufer jedoch begrenzt.

Für 2027 erwarten wir eine deutlich stärkere operative Erholung. Der Objekturnsatz sollte auf 106,00 Mio. € nach 87,00 Mio. € im Jahr 2026 steigen. Bei einer Normalisierung des Provisionsmixes prognostizieren wir bereinigte Nettoeinnahmen von 11,00 Mio. € nach 8,50 Mio. € und gegenüber bislang erwarteten 11,30 Mio. €. Das EBITDA sollte aufgrund der Skalierbarkeit des Geschäftsmodells überproportional auf 1,50 Mio. € nach 0,31 Mio. € steigen. Zuvor hatten wir ein EBITDA von 1,77 Mio. € erwartet.

Für 2028 unterstellen wir eine Fortsetzung der Normalisierung. Der Objekturnsatz sollte auf 115,00 Mio. € nach 106,00 Mio. € im Jahr 2027 und die bereinigten Nettoeinnahmen auf 12,00 Mio. € nach 11,00 Mio. € steigen. Das EBITDA erwarten wir bei 2,48 Mio. € nach 1,50 Mio. €, wodurch sich die EBITDA-Marge auf rund 20,7 % nach 13,6 % erhöhen sollte. Damit liegen unsere langfristigen Schätzungen nur leicht unter den bisherigen Prognosen von 12,30 Mio. € bei den bereinigten Nettoeinnahmen, 2,55 Mio. € beim EBITDA und 1,71 Mio. € beim Jahresüberschuss. Die Prognoseanpassung bildet somit vor allem eine langsamere Erholung in den Jahren 2026 und 2027 ab, während wir die langfristige Skalierbarkeit des Geschäftsmodells weiterhin als intakt ansehen.



Bewertung

Modellannahmen

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2026 - 2028 in Phase 1 erfolgt von 2029 bis 2033 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 20,80 % 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 1,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Deutschen 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.

Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 3,5 % (bisher: 3,0 %).

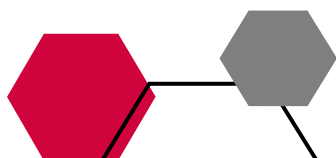
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,25.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,38 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,38 %.

Bewertungsergebnis

Aufgrund der angepassten Prognosen und des auf 3,5 % (bisher: 3,0 %) gestiegenen risikolosen Zinssatzes reduzieren wir unser Kursziel leicht von 12,85 € auf 12,60 €. Der Roll-Over-Effekt des Kursziels auf den 31.12.2027 wirkte diesen belastenden Effekten teilweise entgegen. Angesichts des weiterhin hohen Kurspotenzials bestätigen wir unser Rating KAUFEN.



Phase	estimate		consistency						final
	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	GJ 33e	
Ber. Netto-Einnahmen	8,50	11,00	12,00	12,24	12,48	12,73	12,99	13,25	
Wachstum	5,6%	29,4%	9,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%
EBITDA	0,31	1,50	2,48	2,55	2,60	2,65	2,70	2,76	
EBITDA-Marge	3,7%	13,6%	20,7%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	
EBITA	0,25	1,44	2,42	2,49	2,53	2,58	2,63	2,69	
EBITA-Marge	3,0%	13,1%	20,1%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%
NOPLAT	0,17	0,99	1,66	1,70	1,74	1,77	1,80	1,84	
Working Capital (WC)	2,08	2,10	2,13	2,17	2,21	2,25	2,30	2,35	
Anlagevermögen (OAV)	2,00	2,00	2,00	2,09	2,18	2,26	2,34	2,42	
Investiertes Kapital	4,08	4,10	4,13	4,26	4,39	4,52	4,64	4,77	
Kapitalrendite	4,2%	24,1%	40,4%	41,3%	40,8%	40,3%	40,0%	39,6%	39,2%
EBITDA	0,31	1,50	2,48	2,55	2,60	2,65	2,70	2,76	
Steuern auf EBITA	-0,08	-0,45	-0,76	-0,78	-0,80	-0,81	-0,83	-0,85	
Veränderung OAV	-0,08	-0,06	-0,06	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	
Veränderung WC	-0,02	-0,02	-0,02	-0,04	-0,04	-0,04	-0,05	-0,05	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	0,13	0,97	1,64	1,57	1,61	1,64	1,68	1,71	19,45

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	3,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,25
Eigenkapitalkosten	10,38%
Zielgewichtung	100,00%
Fremdkapitalkosten	5,50%
Zielgewichtung	0,00%
Taxshield	24,99%
WACC	10,38%

Ermittlung fairer Wert	GJ 26e	GJ 27e
Wert operatives Geschäft	17,00	17,80
Barwert expliziter FCFs	7,25	7,04
Barwert Continuing Value	9,75	10,76
Nettoschulden	-1,39	-2,36
Wert des Eigenkapitals	18,39	20,16
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	18,39	20,16
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,50	12,60

Sensitivitätsanalyse						
		WACC				
		9,8%	10,1%	10,4%	10,7%	11,0%
Kapitalrendite	38,7%	13,20	12,84	12,51	12,20	11,91
	39,0%	13,25	12,89	12,56	12,24	11,95
	39,2%	13,30	12,94	12,60	12,29	11,99
	39,5%	13,35	12,98	12,64	12,33	12,03
	39,7%	13,39	13,03	12,69	12,37	12,07

ANHANG

§1 Research unter MiFID II – geringfügige nichtmonetäre Zuwendung

- I. Zwischen der GBC AG als Researchanbieter und dem Emittenten besteht eine Vereinbarung über die unabhängige Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung von Research über den jeweiligen Emittenten. Die GBC AG wird hierfür vom Emittenten vergütet. Die bestehende Vertrags- und Vergütungsbeziehung wird in der jeweiligen Researchstudie offengelegt.
- II. Das Research wird nicht exklusiv einzelnen Wertpapierfirmen, Kunden oder Investoren zur Verfügung gestellt, sondern interessierten Wertpapierfirmen bzw. der Allgemeinheit zugänglich gemacht.
- III. Vollständig vom Emittenten vergütetes Issuer-Sponsored Research wird öffentlich und kostenfrei verfügbar gemacht.
- IV. Schriftliches Researchmaterial, das von einem Emittenten beauftragt und bezahlt wird, kann unter den Voraussetzungen des Art. 12 Abs. 3 Buchst. b der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 als zulässige geringfügige nichtmonetäre Zuwendung eingestuft werden, sofern die Vertragsbeziehung klar offengelegt wird und das Material interessierten Wertpapierfirmen oder der Allgemeinheit zugänglich gemacht wird.
- V. Vorliegendes Research erfüllt nach Einschätzung der GBC AG diese Voraussetzungen. Die abschließende regulatorische Beurteilung der Annahme und Verwendung des Research obliegt der jeweils empfangenden Wertpapierfirma unter Berücksichtigung ihrer eigenen regulatorischen Verpflichtungen und Kundenbeziehungen.
- VI. Soweit Research nicht durch einen Emittenten oder einen sonstigen Auftraggeber beauftragt wird, erfolgt die Erstellung auftragsunabhängig und ohne Beeinflussung durch Dritte.

§2 Issuer-Sponsored Research gemäß EU-Verhaltenskodex

I. Einordnung und Vergütung

Diese Researchstudie ist Issuer-Sponsored Research und wurde von der GBC AG in Übereinstimmung mit dem jeweils anwendbaren EU-Verhaltenskodex für Issuer-Sponsored Research erstellt.

Der Emittent hat die GBC AG vollständig für die Erstellung, Veröffentlichung und laufende Aktualisierung dieser Researchstudie vergütet. Die vereinbarte Vergütung ist fix. Sie ist weder direkt noch indirekt an den Inhalt der Research, die Empfehlung, das Rating, das Kursziel, die Bewertung, die Kursentwicklung, die Investorennachfrage, die Kapitalmarktreaktion oder die Zufriedenheit des Emittenten gekoppelt.

II. Öffentliche Verfügbarkeit

Diese Researchstudie ist als „öffentlich“ klassifiziert und wird der Allgemeinheit öffentlich und kostenfrei zur Verfügung gestellt. Die Studie kann über die Website der GBC AG, Researchportale, E-Mail-Verteiler, Finanzdatenplattformen, Börsenveröffentlichungssysteme, Medien, Datenanbieter und sonstige geeignete Verbreitungskanäle veröffentlicht und verbreitet werden.

III. Unabhängigkeit und Verantwortung

Analyse, Methodik, Bewertungsansatz, Annahmen, Empfehlung, Rating, Kursziel, Investment Case und Schlussfolgerungen liegen ausschließlich in der Verantwortung der GBC AG und der verantwortlichen Analysten.

Die entgeltliche oder gesponserte Natur der Research darf die Unabhängigkeit und Objektivität der Analyse nicht beeinträchtigen. Die GBC AG, ihre Analysten und sonstigen relevanten Personen versprechen dem Emittenten keine positive Coverage, keine günstige Empfehlung, kein bestimmtes Rating, kein bestimmtes Kursziel und keine bestimmte Kapitalmarktreaktion.

IV. Interessenkonflikte

Die GBC AG unterhält eine Interessenkonflikt-Policy sowie ein Interessenkonfliktregister oder eine vergleichbare dokumentierte Aufzeichnung. Relevante bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte werden in dieser Researchstudie, im Offenlegungsregister der GBC AG oder auf andere geeignete Weise offengelegt.

Die Interessenkonflikt-Policy und weitere Offenlegungen können auf der Website der GBC AG unter der Rubrik „Offenlegung“ eingesehen werden.

V. 5%-Umsatzschwelle

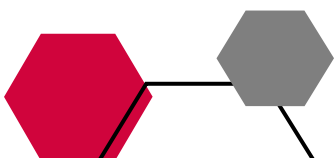
Die aus der Geschäftsbeziehung mit dem Emittenten erzielten Erlöse, einschließlich der Vergütung für Issuer-Sponsored Research und sonstiger emittentenbezogener Erlöse, überschritten im vorherigen Geschäftsjahr nicht 5 % der konsolidierten Bruttoerlöse der GBC AG.

VI. Vertrags- und Kundenbeziehung

Der Emittent ist Auftraggeber und Kunde der GBC AG. Innerhalb der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung dieser Researchstudie bestand eine vertragliche Beziehung zur entgeltlichen Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung von Research.

Weitere Vertrags- oder Kundenbeziehungen bestehen:

Teilnahme des Emittenten an einer Investorenkonferenz der GBC AG



VII. Externe Researchanalysten

An der Erstellung dieser Researchstudie hat kein externer bzw. dritter Researchanalyst wesentlich mitgewirkt.

VIII. Draft Review

Soweit dem Emittenten vor Veröffentlichung ein Entwurf der Researchstudie zur Verfügung gestellt wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung der sachlichen Richtigkeit und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Ein solcher Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion. Der Emittent hatte kein Recht, die Research freizugeben, zu ändern, zu blockieren, zu verzögern oder ihre Veröffentlichung zu verhindern. Die GBC AG entschied unabhängig, ob und in welchem Umfang sachlich oder rechtlich begründete Hinweise berücksichtigt wurden.

§3 Disclaimer/Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen dieser Studie stammen aus Quellen, welche die GBC AG für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt darauf verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Tatsachen und die dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind.

Trotz dieser Sorgfalt kann weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Gewähr oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der enthaltenen Informationen übernommen werden. Informationen können unvollständig, verkürzt oder zusammengefasst sein. Weder die GBC AG noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, die aufgrund der Nutzung dieses Dokuments, seines Inhalts oder auf andere Weise im Zusammenhang mit diesem Dokument entstehen, soweit ein Haftungsausschluss rechtlich zulässig ist.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb, zur Zeichnung, zum Halten oder zur Veräußerung eines Wertpapiers oder sonstigen Finanzinstruments dar. Es darf weder vollständig noch teilweise als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag verwendet oder in diesem Zusammenhang als alleinige oder verlässliche Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.

Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem öffentlichen oder privaten Angebot von Wertpapieren eines in dieser Publikation besprochenen Unternehmens sollte ausschließlich auf Grundlage der hierfür veröffentlichten und rechtlich maßgeblichen Angebotsunterlagen, Wertpapierprospekte oder sonstigen Verkaufsdokumente getroffen werden.

Die GBC AG übernimmt keine Gewähr dafür, dass dargestellte Prognosen, Renditeerwartungen, Kursziele, Bewertungen oder sonstige zukunftsgerichtete Aussagen eintreten. Änderungen der Annahmen, Marktbedingungen, Unternehmensentwicklung oder sonstiger Faktoren können einen wesentlichen Einfluss auf die dargestellten Ergebnisse, Prognosen und Kursziele haben.

Erträge aus Investitionen sowie die Kurse von Finanzinstrumenten unterliegen Schwankungen. Anleger können das eingesetzte Kapital teilweise oder vollständig verlieren. Anlageentscheidungen sollten unter Berücksichtigung der persönlichen Verhältnisse, Anlageziele und Risikotoleranz sowie gegebenenfalls nach Beratung durch einen entsprechend qualifizierten Anlageberater getroffen werden.

Die vorliegende Researchstudie stellt keine individuelle Anlageberatung, keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine auf die persönlichen Verhältnisse eines bestimmten Empfängers zugeschnittene Empfehlung dar.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland

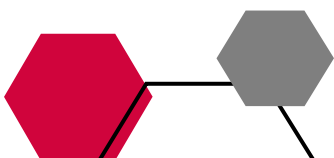
Diese Publikation darf, sofern sie im Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 in ihrer jeweils geltenden Fassung anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden im Sinne der Regeln der Financial Conduct Authority und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden, soweit dies nach den anwendbaren Vorschriften nicht zulässig ist.

Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Aufforderung und keine individuelle Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 dar.

Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevanten Personen ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen ausschließlich auf ihrer Grundlage vorzunehmen.

Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ein Verstoß gegen solche Beschränkungen kann eine Verletzung der jeweils geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze darstellen.



Durch die Entgegennahme dieses Dokuments werden die vorstehenden Haftungsbeschränkungen und Verbreitungsbeschränkungen anerkannt, soweit dies rechtlich zulässig ist.

§4 Rechtshinweise und Offenlegungen gemäß § 85 WpHG, Art. 20 MAR und der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958

I. Aktualisierung

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell nicht terminiert. Die GBC AG behält sich vor, die Analyse unangekündigt zu aktualisieren.

Bei Issuer-Sponsored Research bemüht sich die GBC AG während des relevanten Coverage-Zeitraums nach besten Kräften um eine zeitnahe Aktualisierung, wenn wichtige Informationen veröffentlicht werden, die voraussichtlich einen wesentlichen Einfluss auf die von der Research erfassten Finanzinstrumente haben. Die GBC AG entscheidet unabhängig, ob und in welchem Umfang ein Update erforderlich ist.

II. Empfehlungen/Einstufungen/Ratings

Die GBC AG verwendet seit dem 1. Juli 2006 ein dreistufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1. Juli 2007 beziehen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von mindestens sechs bis maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu zwölf Monaten.

Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß den nachfolgend beschriebenen Einstufungen anhand der erwarteten Rendite festgelegt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, können jedoch Anlass zu einer Überprüfung der ursprünglichen Empfehlung geben.

KAUFEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt mindestens +10 %.

HALTEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt mehr als -10 % und weniger als +10 %.

VERKAUFEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt höchstens -10 %.

Kursziele der GBC AG werden anhand des ermittelten fairen Werts je Aktie festgelegt. Dieser wird auf Grundlage allgemein anerkannter und verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse ermittelt, beispielsweise anhand eines Discounted-Cash-flow-Verfahrens, eines Peer-Group-Vergleichs und/oder eines Sum-of-the-Parts-Verfahrens.

Dabei werden, soweit relevant, fundamentale Faktoren und Kapitalmaßnahmen wie Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen, M&A-Aktivitäten oder Aktienrückkäufe berücksichtigt.

III. Historische Empfehlungen

Die historischen Empfehlungen der GBC AG zu der vorliegenden Analyse können im Offenlegungsregister auf der Website der GBC AG eingesehen werden.

IV. Informationsbasis

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen über den Emittenten verwendet, die die GBC AG für zuverlässig hält. Hierzu können insbesondere Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekte, Unternehmenspräsentationen sowie sonstige öffentlich verfügbare Informationen gehören. Darüber hinaus können Gespräche mit dem Management oder sonstigen Vertretern des analysierten Unternehmens geführt worden sein, um öffentlich bekannte Sachverhalte, die Geschäftsaktivitäten und die Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

Der Emittent ist verpflichtet, nicht öffentliche, vertrauliche oder potenziell als Insiderinformationen einzustufende Informationen vor ihrer Übermittlung eindeutig als solche zu kennzeichnen. Die GBC AG kann die Entgegennahme solcher Informationen ablehnen.

V. Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR

Die GBC AG und die verantwortlichen Analysten erklären, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung hinsichtlich des in der Analyse genannten Unternehmens die nachfolgend bezeichneten bestehenden oder potenziellen Interessenkonflikte vorliegen.

Eine Erläuterung der einzelnen Interessenkonflikte ist im nachfolgenden Katalog möglicher Interessenkonflikte unter § 4 (VI) 2 enthalten.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente bestehen folgende mögliche Interessenkonflikte: 5a,7,11

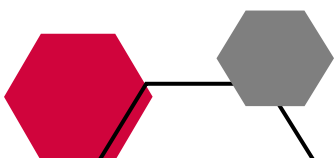
VI. Katalog möglicher Interessenkonflikte

- (1) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an dem analysierten Unternehmen oder dem analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Das analysierte Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor für Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens.
- (4) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war innerhalb der letzten zwölf Monate bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des analysierten Unternehmens federführend oder unterstützend beteiligt.
- (5a) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen oder dem Emittenten des analysierten Finanzinstruments eine Vereinbarung über die entgeltliche Erstellung von Researchberichten geschlossen. Soweit dem Emittenten vor Veröffentlichung ein Entwurf der Research zur Verfügung gestellt wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung der sachlichen Richtigkeit und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Der Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion.
- (5b) Der Entwurf der Research wurde aufgrund berechtigter sachlicher, öffentlich überprüfbarer oder rechtlicher Hinweise des Unternehmens oder Emittenten geändert. Die Entscheidung über die Berücksichtigung der Hinweise lag ausschließlich bei der GBC AG.
- (6a) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit einem Dritten eine Vereinbarung über die entgeltliche Erstellung von Researchberichten über das analysierte Unternehmen oder Finanzinstrument geschlossen. Soweit ein Entwurf vor Veröffentlichung dem Dritten und/oder dem Emittenten zugänglich gemacht wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung sachlicher Angaben und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Der Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion.
- (6b) Der Entwurf der Research wurde aufgrund berechtigter sachlicher, öffentlich überprüfbarer oder rechtlicher Hinweise des Dritten und/oder Emittenten geändert. Die Entscheidung über die Berücksichtigung der Hinweise lag ausschließlich bei der GBC AG.
- (7) Der verantwortliche Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und/oder eine sonstige an der Erstellung der Research beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an dem analysierten Unternehmen.
- (8) Der verantwortliche Analyst des analysierten Unternehmens ist Mitglied eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans dieses Unternehmens.
- (9) Der verantwortliche Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem analysierten Unternehmen vor deren öffentlicher Emission erhalten oder erworben.
- (10) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen geschlossen.
- (11) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat sonstige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen. Hierzu können insbesondere die Gewinnung oder Ausübung von Mandaten sowie die Erbringung sonstiger Dienstleistungen gehören, beispielsweise die Präsentation des Unternehmens auf Investorenkonferenzen, Roundtables oder Roadshows.
- (12) Das analysierte Unternehmen ist zum Zeitpunkt der Research Bestandteil eines von der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person betreuten oder beratenen Finanzinstruments oder Finanzprodukts, beispielsweise eines Zertifikats oder Fonds.
- (13) Die aus der Geschäftsbeziehung mit dem analysierten Unternehmen bzw. Emittenten erzielten Erlöse, einschließlich der Vergütung für Issuer-Sponsored Research und sonstiger emittentenbezogener Erlöse, überstiegen im vorherigen Geschäftsjahr 5 % der konsolidierten Bruttoerlöse der GBC AG. Der relevante Prozentsatz sowie die zur Vermeidung oder Steuerung des daraus resultierenden spezifischen Interessenkonflikts getroffenen Maßnahmen werden in der jeweiligen Researchstudie offengelegt.

VII. Compliance

Die GBC AG hat interne regulatorische und organisatorische Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte zu identifizieren, zu vermeiden oder zu steuern und bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte angemessen offenzulegen. Die GBC AG unterhält hierzu insbesondere eine Interessenkonflikt-Policy, ein Interessenkonfliktregister oder eine vergleichbare dokumentierte Aufzeichnung, interne Compliance- und Restricted-List-Prozesse sowie Regelungen zu persönlichen Wertpapiergeschäften und Freigabeverfahren.

Verantwortlich für die Überwachung der Einhaltung der einschlägigen Compliance-Regelungen ist die Compliance-Funktion der GBC AG. Anfragen können an compliance@gbc-ag.de gerichtet werden.



VIII. Verantwortlich für die Erstellung

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg.
Die GBC AG wird durch ihre Vorstände Manuel Hölzle und Jörg Grunwald vertreten.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl.-Betriebswirt (FH), stellvertretender Chefanalyst

§5. Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird dem Empfänger ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt.

Eine Vervielfältigung, Bearbeitung, Weitergabe oder sonstige Nutzung außerhalb der gesetzlichen Schranken des Urheberrechts bedarf grundsätzlich der vorherigen Zustimmung der GBC AG oder des jeweiligen Rechteinhabers.

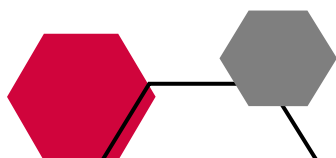
Soweit dem Emittenten vertragliche Nutzungs- oder Veröffentlichungsrechte eingeräumt wurden, darf die Research nicht verfälscht, irreführend gekürzt, aus dem Zusammenhang gerissen oder in einer Weise verwendet werden, die einen irreführenden Eindruck hervorrufen kann.

Bei einer Veröffentlichung oder Verbreitung durch den Emittenten ist die GBC AG als Researchanbieter zu nennen und auf die vollständige Researchstudie zu verweisen.

GBC AG

Halderstraße 27
86150 Augsburg Deutschland

E-Mail: compliance@gbc-ag.de





GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Deutschland

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de