

Deutsche Grundstücksauktionen AG*5a,7,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 21,20 €
(bisher: 23,55 €)

Aktueller Kurs: 15,80 €
 31.05.2023 / XETRA/ 11:31

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005533400
 WKN: 553340
 Börsenkürzel: DGR

Aktienanzahl³: 1,60
 Marketcap³: 25,28
 Enterprise Value³: 22,20
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,60%

Transparenzlevel:
 Freiverkehr

Marktsegment:
 SCALE

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:
 31.05.2023 (16:15 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 01.06.2023
 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis
 max. 31.12.2023

Unternehmensprofil

Branche: Immobiliendienstleistungen

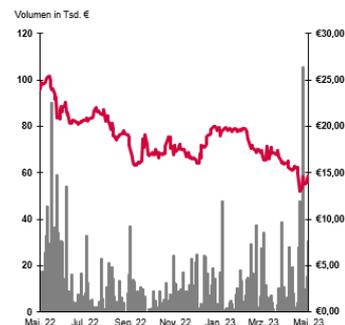
Fokus: Auktionen

Mitarbeiter: 33 (Stand: 31.12.2022)

Gründung: 1998

Firmensitz: Berlin, Deutschland

Vorstandsvorsitzender: Michael Plettner, Carsten Wohlers



Das Kerngeschäft der Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) ist die Versteigerung von Immobilien in Deutschland. Das Berliner Unternehmen deckt mit seinen fünf Tochtergesellschaften den gesamtdeutschen Markt sowie das Internet ab. Die Deutsche Grundstücksauktionen AG ist marktführend in Deutschland und kann auf über 35 Jahre erfolgreicher Unternehmenshistorie zurückblicken. Die Gesellschaft und ihre Tochterunternehmen erhalten primär auf die Verkaufserlöse (Objektumsatz) aus den Auktionen eine Courtage vom Käufer sowie gegebenenfalls eine weitere Courtage vom Verkäufer. Die Courtage der Käufer unterliegt einer festen Staffelung, wohingegen die Verkäufercourtage verhandlungsabhängig sind. Die Deutsche Grundstücksauktionen AG verfügt über ein stabiles Einlieferer-Netzwerk sowie Rahmenverträge mit dem Bund und seinen Gesellschaften. Hierdurch sind hohe Einlieferungszahlen und damit hohe Objektumsätze sichergestellt.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	2022	2023e	2024e	2025e
Bereinigte Netto-Aufgelder	12,29	9,80	11,76	12,94
EBITDA	2,10	1,75	2,27	2,71
EBIT	1,93	1,58	2,09	2,53
Jahresüberschuss	1,30	1,08	1,43	1,73

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,81	0,64	0,88	1,08
Dividende je Aktie	0,60	0,38	0,66	0,81

Kennzahlen				
EV/Bereinigte Netto-Aufgelder	1,81	2,26	1,89	1,72
EV/EBITDA	10,57	12,68	9,78	8,19
EV/EBIT	11,50	14,05	10,62	8,77
KGV	19,45	23,41	17,68	14,61
KBV	2,89			

Finanztermine
27.06.2023: Hauptversammlung
18.09.2023: Halbjahresbericht
09.10.2023: 9-Monats-Zahlen

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
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
11.01.2022: RG / 29,50 / 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“

Geschäftsjahr 2022: Drittbestes Geschäftsjahr der Unternehmensgeschichte; 100 Mio. Objektumsatzmarke erneut deutlich überschritten; rückläufige Entwicklung erwartet; Kursziel auf 21,20 € reduziert; Rating: KAUFEN

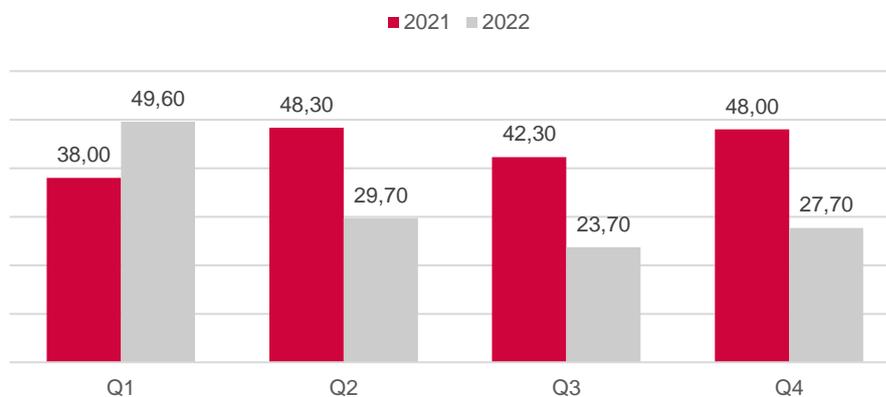
GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Bereinigte Netto-Aufgelder	12,71	14,53	12,29
EBITDA	3,21	3,47	2,10
EBITDA-Marge	25,2%	23,9%	17,1%
EBIT	2,98	3,30	1,93
EBIT-Marge	23,5%	22,7%	15,7%
Jahresüberschuss	2,05	2,24	1,30
Dividende je Aktie in €	1,35	1,50	0,60

Quelle: DGA, GBC AG

Laut Geschäftsbericht 2022, welcher am 16.05.2023 veröffentlicht worden ist, hat die Deutsche Grundstücksauktionen AG (kurz: DGA) das Geschäftsjahr 2022 als drittbestes Geschäftsjahr der Unternehmensgeschichte erfolgreich abgeschlossen und somit zum neunten Mal in Folge die Objektumsatzmarke von 100 Mio. € überschritten. Konkret wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr insgesamt 1.271 Objekte (2021: 1.367 Objekte) im Gesamtwert von 130,76 Mio. € (VJ: 176,87 Mio. €) versteigert. Allerdings wurde das vom Unternehmen anvisierte Objektvolumen von 150 Mio. € verfehlt, wenngleich, gemessen am Objektvolumen, das Geschäftsjahr 2022 das drittbeste Jahr der Unternehmensgeschichte war.

Die insgesamt positive Geschäftsentwicklung 2022 ist dabei überwiegend auf ein starkes Q1-Geschäft zurückzuführen. Während im ersten Quartal eine Steigerung des Objektumsatzes um rund 30 % erreicht wurde, hatten die steigende Inflation und die gestiegenen Zinsen, als Folge des Ukraine-Krieges, zu einem deutlichen Rückgang beim Objektumsatz geführt. In den nachfolgenden Quartalen lag der Objektumsatz um ca. 40 % pro Quartal unter den Vorjahreswerten. Insgesamt lässt sich festhalten, dass die Auktionsergebnisse der DGA AG besonders ab dem zweiten Quartal von den in der Baubranche schwierigen Rahmenbedingungen negativ beeinträchtigt waren und die noch starke Entwicklung des ersten Quartals 2022 hatte überwiegend das deutliche Übertreffen der Objektumsatzmarke von 100 Mio. € ermöglicht.

Entwicklung des Objektumsatzes(in Mio. €)

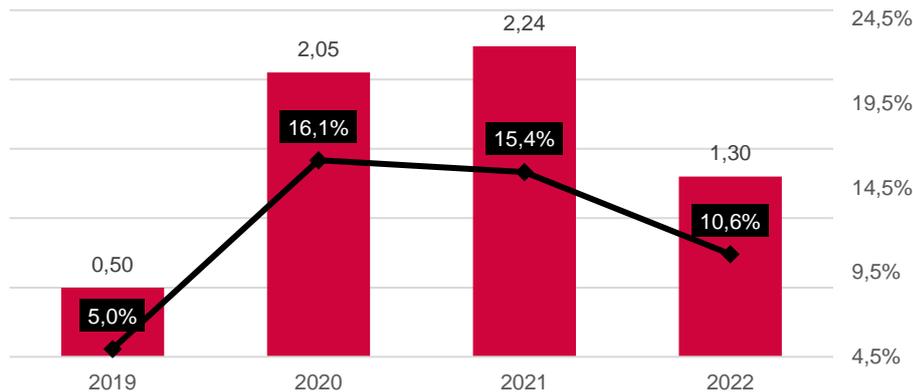


Quelle: DGA, GBC AG

Die bereinigten Netto-Aufgelder lagen, analog zum Rückgang beim Objektvolumen, mit 12,29 Mio. € unterhalb der Rekordwerte der vergangenen beiden Geschäftsjahre (GJ 2020: 12,71 Mio. €; GJ 2021: 14,53 Mio. €). Auch unsere Prognosen, in denen wir Netto-Aufgelder von 13,07 Mio. € unterstellt hatten, wurden unterschritten.

Insgesamt zeigte sich aber auch im Jahr 2022, dass sich das Geschäftsmodell der DGA, auch in einem herausfordernden Marktumfeld, als widerstandsfähig erweist und dass das Unternehmen sich eine herausragende Marktposition erarbeitet hat. Dies spiegelt sich in der weiterhin hohen Verkaufsquote der Gruppe in Höhe von 83,2% (2021: 96,8%) wider. Der Rückgang ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass einige großvolumige Objekte aufgrund der erschwerten Finanzierungsbedingungen und zurückhaltenden Investitionsbereitschaft nicht veräußert wurden.

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



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

Der deutliche Rückgang der Anzahl der verkauften Objekte und der rückläufigen Objektsatzvolumina spiegelt sich auch in einem Rückgang des erwirtschafteten Jahresergebnisses auf Gruppenbasis wider. Demzufolge wurde insgesamt ein Jahresüberschuss in Höhe von 1,30 Mio. € (2021: 2,24 Mio. €) erzielt.

Nach erfolgreichem Abschluss des drittbesten Geschäftsjahres der Unternehmenshistorie plant die DGA eine Dividendenausschüttung in Höhe von 0,96 Mio. € (Ausschüttungsquote: 73,8%), dies entspricht einer Bruttodividende von 0,60 € je nennwertloser Inhabersstückaktie. Somit setzt das Unternehmen die Dividendenkontinuität im Sinne des Shareholder-Value-Gedankens nachhaltig fort, da bereits seit über 20 Jahren eine beständige Dividendenzahlung an die Aktionäre erfolgt. Bezogen auf den aktuellen Aktienkurs in Höhe von 15,70 € entspricht dies einer Dividendenrendite von 3,8%.

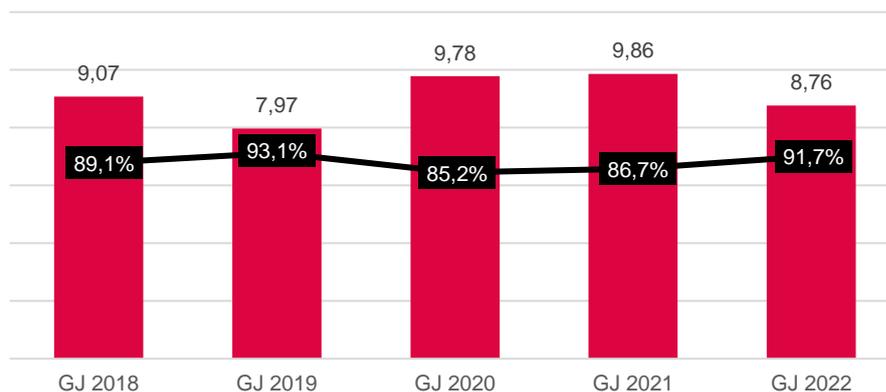
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2022

in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Eigenkapital	9,78	9,86	8,76
EK-Quote (in %)	85,2%	86,7%	91,7%
Operatives Anlagevermögen	2,31	2,09	2,17
Working Capital	4,20	4,55	3,53
Liquide Mittel	3,83	3,30	3,08
Cashflow	2,28	2,42	1,47

Quelle: DGA AG; GBC AG

Neben der robusten Geschäftsentwicklung und der stabilen Dividendenpolitik weist die DGA eine außerordentliche Kapitalstruktur aus. Sichtbar wird diese anhand der überdurchschnittlichen Eigenkapitalausstattung, die mit einer EK-Quote in Höhe von 91,7 % (31.12.2021: 86,7%) einhergeht. Neben der herausragenden Eigenkapitalquote verfügt die DGA zum Bilanzstichtag 31.12.2022 über ein Nettofinanzvermögen in Höhe von 3,53 Mio. € (31.12.2021: 4,55 Mio. €). Somit zeigt sich, dass die Deutsche Grundstücksauktionen AG über eine äußerst solide Bilanzstruktur verfügt und dementsprechend eine hohe Eigenfinanzierungskraft vorweist.

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



Quelle: DGA; GBC AG

Zudem ist es der DGA im Geschäftsjahr 2022 gelungen, aus dem durchaus margenstarken operativen Geschäft einen liquiditätswirksamen Cashflow in Höhe von 1,47 Mio. € (VJ: 2,42 Mio. €) zu generieren. Basierend auf den soliden Cashbestand in Verbindung mit den freien Mitteln aus dem operativen Cashflow und einem CAPEX-armen Geschäftsmodell gelingt es dem Unternehmen stets eine Dividendenzahlung an seine Aktionäre auszusütten und dadurch seine Shareholder am Unternehmenserfolg zu beteiligen.

Prognose für 2023, 2024 und 2025

GuV (in Mio. €)	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)	GJ 25e
Bereinigte Netto-Aufgelder	10,08	9,80	12,25	11,76	12,94
EBITDA	2,49	1,75	2,87	2,27	2,71
EBIT	2,31	1,58	2,67	2,09	2,53
Jahresüberschuss	1,58	1,08	1,83	1,43	1,73
EPS in €	0,99	0,64	1,14	0,88	1,08
Dividende je Aktie in €	0,95	0,38	1,10	0,66	0,81

Quelle: GBC

Basierend auf dem zurückhaltendem Geschäftsausblick des Unternehmens im Rahmen des kürzlich veröffentlichten Geschäftsberichts 2022 passen wir unsere Schätzungen für unseren konkreten Schätzungszeitraum 2023 bis 2025 an. Der DGA-Vorstand hat zwar für das laufende Geschäftsjahr 2023 das Ziel eines Objektumsatzes von 100 Mio. € ausgegeben, sieht aber aufgrund der aktuell herausfordernden Lage sowie angesichts des deutlich unter dem Vorjahr liegenden Objektumsatzes im ersten Quartal 2023, dieses Ziel als ambitioniert an. Im ersten Quartal 2023 wurden lediglich Objekte im Gegenwert von 15,98 Mio. € (Rekordwert 2021: 49,62 Mio. €) umgesetzt, dies entspricht einem deutlichen Rückgang auf Objektumsatzbasis von rund -68,0 %. Mit erwirtschafteten Netto-Aufgelder in Höhe von lediglich 1,6 Mio. € (Rekordjahr 2021: 4,07 Mio. €) lag der Jahresbeginn deutlich unter den Erwartungen.

Angesichts der aktuell für die DGA AG unveränderten schwierigen Rahmenbedingungen im Zuge deutlich ungünstiger Finanzierungsbedingungen und eingebremsten Investitionsbereitschaft bei der Nachfrageseite nehmen wir für unsere Schätzperioden 2023, 2024 und 2025 deutliche Anpassungen vor. Angelehnt an die tendenziell rückläufige Entwicklung der vergangenen Quartale, in Verbindung mit einem schwachen Jahresstart (Q1 2023), rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit einem Objektumsatz von rund 100 Mio. € (Bisherige Prognose: 105 Mio. €). Im kommenden Geschäftsjahr könnte dieser bereits auf 120 Mio. € ansteigen und im letzten konkreten Schätzjahr 2025 auf bis zu 132 Mio. € und damit wieder das 2022er Objektumsatzniveau erreichen. Wir reduzieren daher unsere prognostizierten Netto-Aufgelder für 2023 auf 9,80 Mio. € (bisher: 10,08 Mio. €), für 2024 auf 11,76 Mio. € (bisher: 12,25 Mio. €) und für 2025 erwarten wir ein Nettoaufgeld in Höhe von 12,94.

Die rückläufige Umsatzentwicklung wird sich, unseren Erwartungen zur Folge, auch auf die Ergebnisentwicklung auswirken. Für 2023 rechnen wir mit einem rückläufigen Jahresüberschuss auf 1,08 € (bisher: 1,58 Mio. €), bevor in den kommenden Geschäftsjahren 2024 und 2025 wieder mit einem steigenden Jahresüberschuss zu rechnen ist.

Die Prognoseanpassung sowie der höheren Diskontierungszins haben letztlich zu einem Rückgang des Kursziels auf 21,20 € (bisher: 23,55 €) geführt. Ausgehend von einem aktuellen Aktienkurs in Höhe von 15,80 € 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 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% (bisher: 1,25%).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,00.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,50% (bisher: 6,75%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,50 % (bisher: 6,75%).

Bewertungsergebnis

Wir haben unsere Prognosen aufgrund der schwierigen Marktbedingungen deutlich nach unten angepasst. Andererseits haben wir eine marktbedingte Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 2,00% (bisher: 1,25 %) vorgenommen, wodurch sich die Kapitalkosten auf 7,50 % (bisher: 8,87 %) erhöht haben. Die beiden kurszielreduzierenden Faktoren führen letztlich zu einer Kurszielanpassung auf 21,20 € (bisher: 23,55 €).

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	22,5%	ewige EBITA - Marge	21,3%
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	9,80	11,76	12,94	13,20	13,46	13,73	14,01	14,29	
US Veränderung	-20,2%	20,0%	10,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	4,50	5,35	5,96	6,17	6,37	6,58	6,79	6,99	
EBITDA	1,75	2,27	2,71	2,97	3,03	3,09	3,15	3,21	
EBITDA-Marge	17,9%	19,3%	21,0%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	
EBITA	1,58	2,09	2,53	2,79	2,85	2,91	2,97	3,04	
EBITA-Marge	16,2%	17,8%	19,6%	21,1%	21,2%	21,2%	21,2%	21,3%	21,3%
Steuern auf EBITA	-0,50	-0,66	-0,80	-0,88	-0,90	-0,92	-0,94	-0,96	
zu EBITA	31,7%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,0%
EBI (NOPLAT)	1,08	1,43	1,73	1,91	1,95	1,99	2,04	2,08	
Kapitalrendite	19,0%	25,7%	30,7%	32,2%	32,0%	32,4%	32,8%	33,2%	33,6%
Working Capital (WC)	3,40	3,45	3,75	3,96	4,04	4,12	4,20	4,29	
WC zu Umsatz	34,7%	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	-0,17	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	-0,17	-0,17	
AFA zu OAV	7,6%	8,1%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	
Investitionen in OAV	-0,18	-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	1,75	2,27	2,71	2,97	3,03	3,09	3,15	3,21	
Steuern auf EBITA	-0,50	-0,66	-0,80	-0,88	-0,90	-0,92	-0,94	-0,96	
Investitionen gesamt	-0,04	-0,25	-0,45	-0,36	-0,23	-0,23	-0,23	-0,23	
Investitionen in OAV	-0,18	-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	1,21	1,36	1,46	1,73	1,90	1,94	1,98	2,02	33,89

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	29,63	30,48
Barwert expliziter FCFs	9,20	8,52
Barwert des Continuing Value	20,43	21,96
Nettoschulden (Net debt)	-4,29	-4,05
Wert des Eigenkapitals	33,91	34,54
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	33,91	34,54
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	21,20	21,59

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%
33,1%	22,95	21,92	21,00	20,17	19,42
33,4%	23,07	22,03	21,10	20,26	19,51
33,6%	23,18	22,13	21,20	20,35	19,59
33,9%	23,30	22,24	21,30	20,45	19,68
34,1%	23,41	22,35	21,40	20,54	19,77

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:

Felix Haugg, B.A., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de