

Deutsche Grundstücksauktionen AG*5a,7,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 24,30€
(bisher: 23,00€)

Aktueller Kurs: 20,00 €
 17.05.2021 / XETRA 10:38

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005533400
 WKN: 553340
 Börsenkürzel: DGR

Aktienanzahl³: 1,60
 Marketcap³: 32,00
 Enterprise Value³: 28,11
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,60%

Transparenzlevel:
 Freiverkehr

Marktsegment:
 SCALE

Rechnungslegung:
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Felix Haugg
 haugg@gbc-ag.de

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

*Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie:
 17.05.2021 (13:09 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 17.05.2021 (14:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

Unternehmensprofil

Branche: Immobiliendienstleistungen

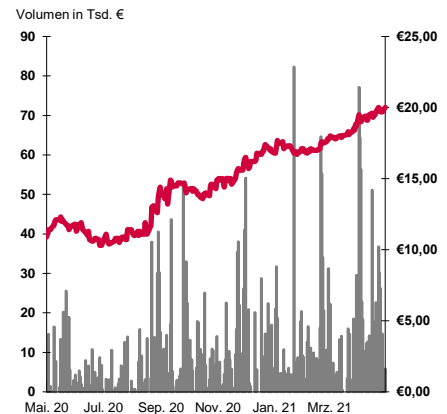
Fokus: Auktionen

Mitarbeiter: 34 (Stand: 31.12.2020)

Gründung: 1998

Firmensitz: Berlin, Deutschland

Vorstandsvorsitzender: Michael Plettner, Carsten Wohlers



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

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	2020	2021e	2022e	2023e
Bereinigte Netto-Courtage	12,71	11,80	12,00	12,10
EBITDA	3,21	2,49	2,58	2,58
EBIT	2,98	2,26	2,35	2,37
Jahresüberschuss	2,05	1,55	1,61	1,63

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,28	0,97	1,00	1,00
Dividende je Aktie	1,35	1,00	1,00	1,02

Kennzahlen				
EV/Bereinigte Netto-Courtage	2,18	2,35	2,31	2,29
EV/EBITDA	8,64	11,12	10,79	10,73
EV/EBIT	9,29	12,25	11,79	11,67
KGV	15,36	20,37	19,63	19,40
KBV	3,22			

Finanztermine	
25.06.2021:	Hauptversammlung (virtuell)
06.09.2021:	Halbjahresbericht 2021
19.10.2021:	9-Monats-Zahlen
10.11.2021:	Aufsichtsratssitzung

**letzter Research von GBC:	
Datum:	Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
30.04.2020:	RG / 23,00 / KAUFEN
07.12.2020:	RG / 18,75 / KAUFEN
15.09.2020:	RG / 18,50 / KAUFEN
20.05.2020:	RG / 17,40 / KAUFEN
13.01.2020:	RG / 19,70 / 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“

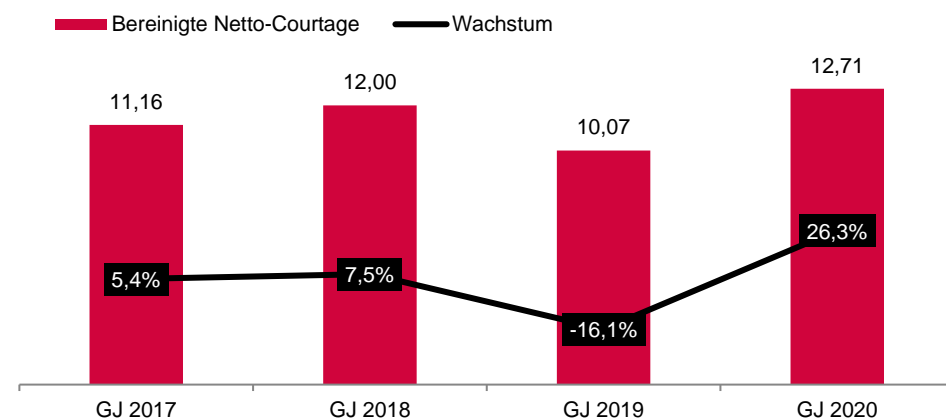
Geschäftsjahr 2020:

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Bereinigte Netto-Courtage	12,00	10,07	12,71
EBITDA	2,53	0,96	3,21
EBITDA-Marge	21,1%	9,6%	25,2%
EBIT	2,37	0,76	2,98
EBIT-Marge	19,8%	7,6%	23,5%
Jahresüberschuss	1,59	0,49	2,05
Dividende je Aktie in €	1,00	0,15	1,35

Quelle: DGA, GBC

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG hat das Geschäftsjahr 2020 mit einem Rekordergebnis abgeschlossen. Der Objektumsatz erhöhte sich auf rund 142,75 Mio. € (VJ: 100,11 Mio. €) und stellt somit einen neuen Rekordwert in der über 35-jährigen Unternehmensgeschichte dar. Selbst das bisherige Rekordjahr 2007 wurde um mehr als 13,2% übertroffen. Darüber hinaus wurde beim Objektumsatz zum sieben Mal in Folge die Marke von 100 Mio. € übertroffen.

Entwicklung der bereinigten Netto-Courtage (in Mio. €)



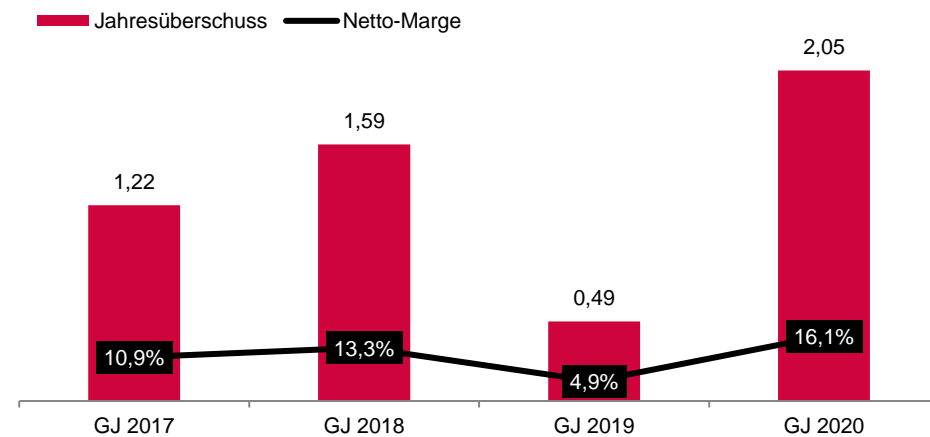
Quelle: DGA, GBC

Analog zum Objektumsatz erreichte die Netto-Courtage im Jahr 2020 einen neuen Rekordwert in Höhe von 12,71 Mio. € (VJ: 10,07 Mio. €) und dadurch konnte der Vorjahreswert deutlich um 26,3% übertroffen werden. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Corona-Pandemie ist das erzielte Ergebnis im abgelaufenen Geschäftsjahr besonders positiv zu werten. Seit Ausbruch der Pandemie im Frühjahr 2020 war für die DGA, bedingt durch die Einschränkungen, ein gewohnter Geschäftsablauf mit Präsenzveranstaltungen nicht mehr möglich. Dank den bereits seit Jahren durchgeführten Digitalisierungsmaßnahmen und etablierten Mechanismen zur Gebotsabgabe ohne Präsenz der Bieter, konnte die DGA schnell auf die Corona-bedingten Einschränkungen reagieren und weiter erfolgreich Auktionen durchführen.

Der Ausbruch der Corona-Pandemie und deren unklaren Folgen verursachte u.a. an den Finanzmärkten eine erhöhte Unsicherheit. Bedingt durch die weitreichenden Einschränkungen und den unklaren finanziellen Folgen für Unternehmen, Arbeitnehmer und Investoren hätte sich diese Entwicklung auch auf dem Immobilienmarkt auswirken können. Die Nachfrage nach Immobilien blieb aber trotz der schwer einschätzbaren Folgen weiter auf einem sehr hohen Niveau. Einerseits ist die Nachfrage nach sicheren und werterhaltenden Anlagealternativen zu Tagesgeldkonten oder Aktien weiterhin hoch, andererseits wünschen sich viele Menschen nach einem Jahr mit Reise- und Freiheitseinschränkungen einen eigenen Rückzugsort, wie einen eigenen Garten oder eine Wohnung mit Balkon.

Folglich zeigte sich, dass das Geschäftsmodell der DGA auch in einem krisenbedingten Marktumfeld erfolgreich funktioniert. Neben den Rekordwerten bei Objektumsatz und Netto-Courtage wurde eine Steigerung der Verkaufsquote der gesamten Gruppe auf 90,5% (VJ: 85%) erreicht. Die sehr gute Entwicklung im Jahr 2020 wurde sowohl von der DGA als auch von allen Tochtergesellschaften getragen. Der angestrebte Gesamtumsatz bei den Tochterunternehmen in Höhe von 70 Mio. € wurde mit 84,9 Mio. € (VJ: 71,2 Mio. €) deutlich übertroffen. Die Sächsische Grundstücksauktionen AG erhöhte, nach einem bereits sehr erfolgreichen Jahr 2019, den Gewinnbeitrag nochmals deutlich um 67,0% auf 1,07 Mio. € (VJ: 0,64 Mio. €). Auch die Westdeutsche Grundstücksauktionen steigerte den Gewinnbeitrag nochmals deutlich um 55,6% auf 0,50 Mio. € (VJ: 0,32 Mio. €).

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



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

Insgesamt wurde durch die Tochtergesellschaften aufgrund der Gewinnabführungsverträge 1,93 Mio. € (VJ: 1,44 Mio. €) an die Muttergesellschaft Deutsche Grundstücksauktionen AG abgeführt. Zudem hat die Muttergesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 ebenfalls ein deutlich besseres Ergebnis erzielt, womit sich der Jahresüberschuss der Gruppe signifikant auf 2,05 Mio. € (VJ: 0,49 Mio. €) erhöht hat. Bedingt durch den Verzicht einer Vollausschüttung des Jahresgewinnes 2019 erhöhte sich der Bilanzgewinn zum 31.12.2020 auf 2,33 Mio. € (VJ: 0,51 Mio. €). Da sich mittlerweile die Folgen der Corona-Pandemie besser abschätzen lassen, schlägt der Vorstand und Aufsichtsrat vor, dass ein Teil des einbehaltenen Gewinns aus dem Jahr 2019 im Jahr 2021 ausgeschüttet werden soll. Insgesamt soll nach der Hauptversammlung im Juni 2021 eine Dividende von 1,35 € je Aktie ausbezahlt werden – die bisher höchste ausgeschüttete Dividende in 36 Jahren Unternehmensgeschichte. Bezogen auf den aktuellen Aktienkurs in Höhe von 19,70 € entspricht dies einer Dividendenrendite von 6,8%.

Prognose für 2021 und 2022

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Bereinigte Netto-Courtage	12,71	11,80	12,00	12,10
EBITDA	3,21	2,49	2,58	2,58
EBITDA-Marge	25,2%	21,1%	21,4%	21,3%
EBIT	2,98	2,26	2,35	2,37
EBIT-Marge	23,5%	19,2%	19,6%	19,6%
Jahresüberschuss	2,05	1,55	1,61	1,63
EPS in €	1,28	0,97	1,00	1,02

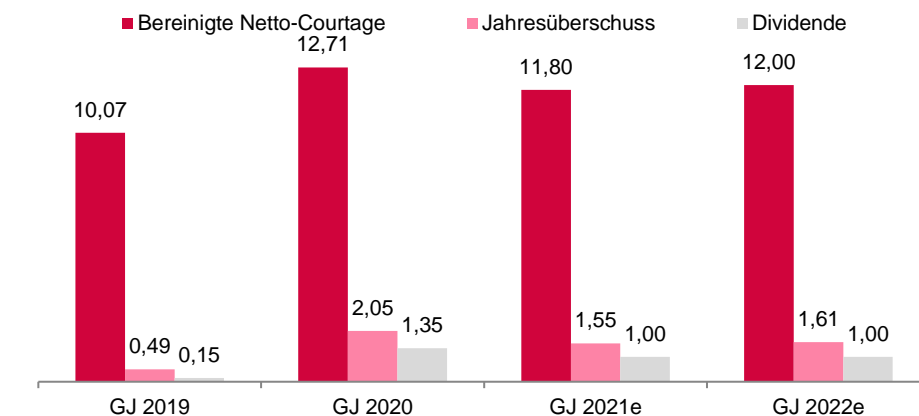
Quelle: GBC

Vor dem Hintergrund, dass abschließend Folgen der Corona-Pandemie weiter nicht bekannt sind bzw. nur sehr schwer abzuschätzen sind, ist die Prognoseerstellung sehr schwierig. Zumal die bereinigte Netto-Courtage von vielen verschiedenen Faktoren beeinflusst wird. Besonders relevant ist, welche und wie viele Objekte eingeliefert werden und wie hoch die Nachfrage ist, um gute Steigerungen zu erzielen. Entsprechend gibt das Unternehmen für die gesamte Gruppe beim Objektumsatz eine sehr vorsichtige Prognose in Höhe von 112,7 Mio. € für das Jahr 2021 aus. Unter Berücksichtigung der Entwicklung im Jahr 2020 und der aktuellen Marktgegebenheiten, soll ein Objektumsatzanteil von rund 75 Mio. € (VJ: 84,9 Mio. €) von den Tochtergesellschaften erzielt werden.

Die Entwicklung im ersten Quartal 2021 lässt auf eine weiterhin hohe Nachfrage nach Immobilien schließen. Im Zeitraum zwischen Januar und März erzielte die DGA Objektumsätze von 37,97 Mio. € (VJ: 32,32 Mio. €) und eine Netto-Courtage von 3,29 Mio. € (VJ: 3,18 Mio. €). Somit ist das abgelaufene Quartal, trotz Corona, das beste 1. Quartal in der langjährigen Unternehmensgeschichte. Insbesondere die Westdeutsche Grundstückskauktionen, die Deutsche Internet Immobilien GmbH und die Norddeutsche Grundstückskauktionen AG haben mit signifikanten Objektumsatzsteigerungen zu diesem Erfolg beigetragen.

Der Berliner Mietendeckel (Gesetz zur Mietenbegrenzung im Wohnungswesen in Berlin) wurde am 15. April 2021 vom Bundesverfassungsgericht als verfassungswidrig eingestuft und somit für nichtig erklärt. Der Berliner Mietendeckel sollte die Mieten in der Hauptstadt bis mindestens 2022 auf dem Niveau von 2019 einfrieren und Mietsteigerungen verhindern. Seit dem Erlass des Mietendeckels der Landesregierung im Jahr 2019 wurde ein spürbarer Nachfragerückgang von Investoren in Berlin verzeichnet. Besonders vor dem Hintergrund, da hier häufig Investitionen getätigt wurden, in denen Mietpreissteigerungen eingeplant waren. Durch die nun klare gesetzliche Ausgangslage in Berlin dürfte unseres Erachtens das Interesse von Immobilieninvestoren in Berlin wieder zunehmen. Somit sollte in Zukunft auch die DGA von der verbesserten Marktlage profitieren und wieder deutlich mehr Objekte eingeliefert bekommen.

Erwartete Entwicklung der bereinigten Netto-Courtage (in Mio. €), des Jahresüberschusses (in Mio. €) und der Dividende (in € je Aktie)



Quelle: GBC AG

Vor dem Hintergrund des sehr erfolgreichen Geschäftsjahres 2020 erwarten wir, dass sich der Objektumsatz im Jahr 2021 etwas rückläufig entwickeln wird. Insbesondere da im vergangenen Geschäftsjahr einzelne größere Objekte erfolgreich versteigert wurden, die die erwarteten Verkaufserlöse deutlich überstiegen haben. Dementsprechend erwarten wir für das Jahr 2021 einen Objektumsatz von 122,00 Mio. € und liegen damit deutlich über dem aus unserer Sicht relativ konservativen Zielwert des Unternehmens in Höhe von 112,7 Mio. €. Zumal bereits im ersten Quartal ein Objektumsatz von 37,9 Mio. € erzielt wurde und das Einlieferungsvolumen für die Sommerauktionen signifikant über dem des Vorjahreswerts liegt.

Bedingt durch die bereits sehr guten Ergebnisse im ersten Quartal 2021 und das gestiegene Einlieferungsvolumen im zweiten Quartal haben wir unsere Prognose für 2021 und 2022 leicht erhöht. Folglich erwarten wir nun eine Netto-Courtage in Höhe von 11,80 Mio. € (2021e) bzw. 12,00 Mio. € (2022e) und einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,55 Mio. € (2021e) bzw. 1,61 Mio. € (2022e). Zuvor haben wir eine Netto-Courtage von 11,40 Mio. € und einen Jahresüberschuss von 1,50 Mio. € für das Jahr 2021 erwartet.

Durch die weiterhin gute Ausgangslage am Immobilienmarkt, der hervorragenden Marktposition der DGA und der Prognoseanhebung für die kommenden Jahre, haben wir unser Kursziel auf 24,30 € (bisher: 23,00 €) erhöht und vergeben weiterhin das Rating Kaufen.

Bewertung

Modellannahmen

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021, 2022 und 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 21,3 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 31,5 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,5 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Deutsche Grundstücksauktionen AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der von uns verwendete risikolose Zinssatz beträgt 0,25% (bisher: 0,25%).

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

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

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

Bewertungsergebnis

Der resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2021 entspricht als **Kursziel 24,30 € (bisher: 23,00 €)**. Die Prognoseanhebung basiert auf den erhöhten Schätzzahlen für die Jahre 2021 und 2022 sowie der erstmaligen Einbeziehung der detaillierten Schätzung für das Jahr 2023.

DCF-Modell

Deutsche Grundstücksauktion - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	1,5%
EBITDA-Marge	21,3%	ewige EBITA - Marge	18,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,6%	effektive Steuerquote im Endwert	31,5%
Working Capital zu Umsatz	23,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
Bereinigte Netto-Courtage	11,80	12,00	12,10	12,34	12,59	12,84	13,10	13,36	
<i>US Veränderung</i>	-7,2%	1,7%	0,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	5,13	5,08	5,04	5,00	4,98	4,96	4,96	4,97	
EBITDA	2,49	2,57	2,58	2,63	2,68	2,74	2,79	2,85	
<i>EBITDA-Marge</i>	21,1%	21,4%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	
EBITA	2,26	2,35	2,37	2,45	2,50	2,55	2,60	2,65	
<i>EBITA-Marge</i>	19,1%	19,6%	19,6%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	18,0%
Steuern auf EBITA	-0,71	-0,74	-0,75	-0,77	-0,79	-0,80	-0,82	-0,83	
<i>zu EBITA</i>	31,6%	31,6%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%
EBI (NOPLAT)	1,55	1,61	1,62	1,68	1,71	1,74	1,78	1,81	
Kapitalrendite	23,7%	33,5%	32,1%	32,3%	32,0%	31,9%	31,9%	31,9%	28,8%
Working Capital (WC)	2,50	2,70	2,80	2,88	2,93	2,99	3,05	3,11	
<i>WC zu Umsatz</i>	21,2%	22,5%	23,1%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	
<i>Investitionen in WC</i>	1,70	-0,20	-0,10	-0,08	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,30	2,36	2,40	2,47	2,53	2,59	2,64	2,69	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,23	-0,22	-0,21	-0,18	-0,19	-0,19	-0,20	-0,20	
<i>AFA zu OAV</i>	10,0%	9,3%	8,7%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,22	-0,28	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	
Investiertes Kapital	4,80	5,06	5,20	5,34	5,46	5,58	5,69	5,80	
EBITDA	2,49	2,57	2,58	2,63	2,68	2,74	2,79	2,85	
Steuern auf EBITA	-0,71	-0,74	-0,75	-0,77	-0,79	-0,80	-0,82	-0,83	
Investitionen gesamt	1,48	-0,48	-0,35	-0,33	-0,31	-0,31	-0,31	-0,31	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,22	-0,28	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	
<i>Investitionen in WC</i>	1,70	-0,20	-0,10	-0,08	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,26	1,35	1,48	1,53	1,59	1,63	1,67	1,70	37,29

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	33,96	34,56
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	8,74	7,90
<i>Barwert des Continuing Value</i>	25,21	26,66
Nettoschulden (Net debt)	-4,93	-4,68
Wert des Eigenkapitals	38,89	39,24
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	38,89	39,24
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	24,30	24,52

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	5,2%	5,5%	5,8%	6,1%	6,4%
28,3%	27,29	25,52	24,01	22,71	21,57
28,6%	27,46	25,68	24,16	22,84	21,70
28,8%	27,64	25,84	24,30	22,98	21,82
29,1%	27,81	26,00	24,45	23,11	21,94
29,3%	27,99	26,16	24,59	23,24	22,06

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