

Deutsche Grundstücksauktionen AG*5a,7,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 29,65 €
(bisher: 29,50 €)

Aktueller Kurs: 24,80 €
31.05.2022 / Tradegate 09:34

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005533400
WKN: 553340
Börsenkürzel: DGR

Aktienanzahl³: 1,60
Marketcap³: 39,68
Enterprise Value³: 36,38
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 10

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie:
31.05.2022 (09:44 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 31.05.2022
(10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis
max. 31.12.2022

Unternehmensprofil

Branche: Immobiliendienstleistungen

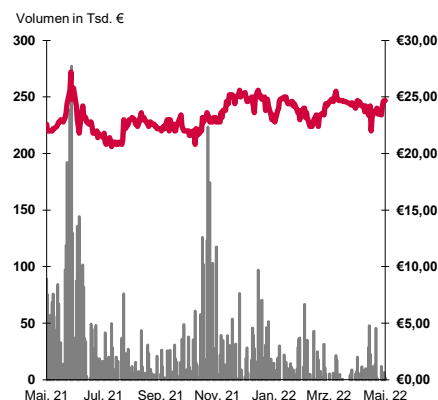
Fokus: Auktionen

Mitarbeiter: 34 (Stand: 31.12.2021)

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 Staffellung, 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	2021	2022e	2023e	2024e
Bereinigte Netto-Courtage	14,53	13,95	14,88	15,60
EBITDA	3,47	3,39	3,48	3,62
EBIT	3,30	3,22	3,31	3,42
Jahresüberschuss	2,24	2,20	2,26	2,34

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,40	1,38	1,42	1,46
Dividende je Aktie	1,50	1,35	1,40	1,45

Kennzahlen

EV/Bereinigte Netto-Courtage	2,51	2,61	2,44	2,33
EV/EBITDA	10,48	10,73	10,45	10,06
EV/EBIT	11,02	11,30	10,99	10,64
KGV	17,71	18,04	17,56	16,96
KBV	4,33			

Finanztermine

28.06.2022: Hauptversammlung
07.09.2022: Veröffentlichung HJ-Bericht
04.-06.10.2022: Expo Real München
04.10.2022: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
11.01.2022: RG / 29,50 / KAUFEN
10.12.2021: RG / 29,50 / KAUFEN
05.10.2021: RG / 29,50 / KAUFEN
07.09.2021: RG / 29,50 / KAUFEN
06.07.2021: RG / 29,25 / 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“

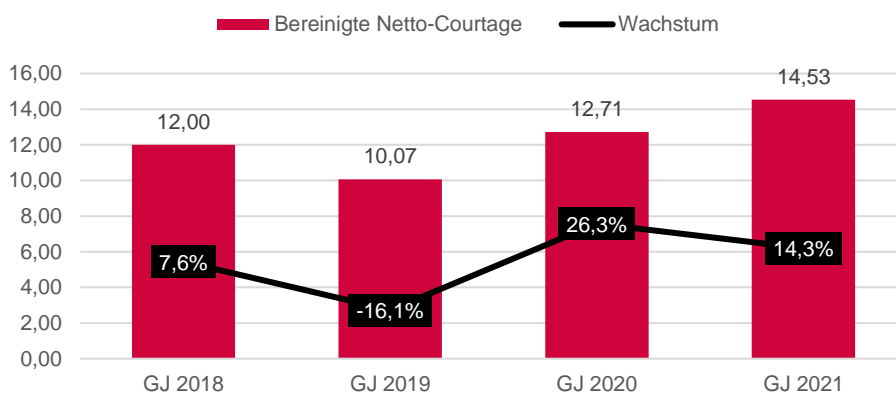
Geschäftsjahr 2021: Objektumsatz steigt auf Rekordwert in Höhe von 176,87 Mio. €

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
Bereinigte Netto-Courtage	10,07	12,71	14,53
EBITDA	0,96	3,21	3,47
EBITDA-Marge	9,6%	25,2%	23,9%
EBIT	0,76	2,98	3,30
EBIT-Marge	7,6%	23,5%	22,7%
Jahresüberschuss	0,49	2,05	2,24
Dividende je Aktie in €	0,15	1,35	1,50

Quelle: DGA, GBC

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG hat das Geschäftsjahr 2021 auf allen Ebenen mit neuen Rekordwerten abgeschlossen. Der bisherige Rekord-Objektumsatz aus dem Jahr 2020 wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr deutlich übertroffen. Der Objektumsatz erhöhte sich um 23,9% auf rund 176,87 Mio. € (2020: 142,75 Mio. €) und somit wurde gleichzeitig zum achten Mal in Folge die 100 Mio. €-Marke beim Objektumsatz übertroffen.

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

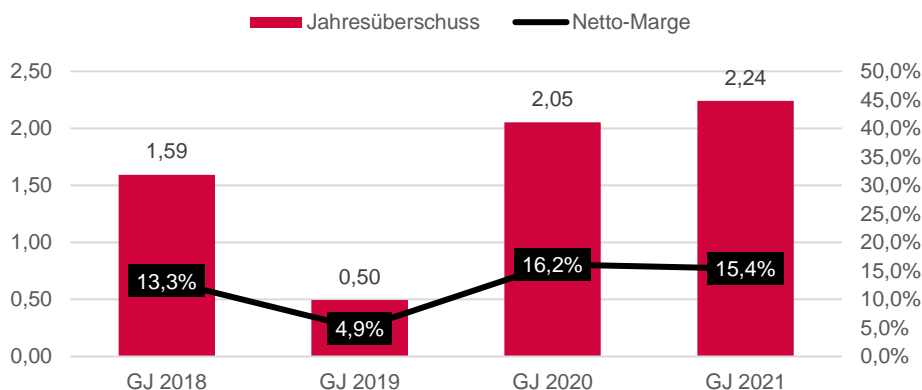


Quelle: DGA, GBC

Analog zum Objektumsatz erreichte die Netto-Courtage zum zweiten Mal in Folge einen neuen Rekordwert. Im Jahr 2021 wurde eine Netto-Courtage in Höhe von 14,53 Mio. € (2020: 12,71 Mio. €) erwirtschaftet. Folglich wurde der Vorjahreswert nochmals deutlich um 14,3% übertroffen. Die Ergebnisse des Jahres 2021 sind insbesondere vor dem Hintergrund der Delta- und Omikron-Welle als überaus positiv zu bewerten. Zudem war ein äußerst hohes Maß an Flexibilität gefordert, durch die teilweise erheblich unterschiedlichen regionalen Corona-Verordnungen, im Zuge der jeweiligen Live- bzw. Hybrid-Veranstaltungen. Auf diese zusätzlichen Herausforderungen war die DGA, Dank der bereits seit Jahren durchgeführten Digitalisierungsmaßnahmen und etablierten Mechanismen zur Gebotsabgabe ohne Präsenz der Bieter, exzellent vorbereitet. Dadurch konnten, im Gegensatz zum Vorjahr, alle Auktionen im Jahr 2021 stattfinden.

Insgesamt zeigte sich auch im Jahr 2021, dass das Geschäftsmodell der DGA, auch in einem herausfordernden Marktumfeld erfolgreich funktioniert. Dies bestätigt auch die weiterhin sehr hohe Verkaufsquote der gesamten Gruppe in Höhe von 90,5% (2020: 90,5%).

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



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

Das deutlich erhöhte Objektumsatzvolumen und damit der Nettocourtage spiegelt sich auch im Ergebnis der DGA wider. Zum wiederholten Mal stieg in Summe die Gewinnabführung der Tochtergesellschaften auf 2,69 Mio. € (2020: 1,93 Mio. €) an. Insgesamt erhöhte sich der Jahresüberschuss der Deutschen Grundstücksauktionen auf 2,24 Mio. € (2020: 2,05 Mio. €), dementsprechend wurde im Jahr 2021 eine Umsatzrentabilität in Höhe von 42,2% (2020: 36,3%) erzielt. Vor dem Hintergrund des erfolgreichsten Geschäftsjahres der langjährigen Unternehmensgeschichte, schlägt der Vorstand der Hauptversammlung eine Rekord-Dividende in Höhe von 1,50 je Aktie vor. Bezogen auf den aktuellen Aktienkurs in Höhe von 24,70 € entspricht dies einer Dividendenrendite von 6,1%.

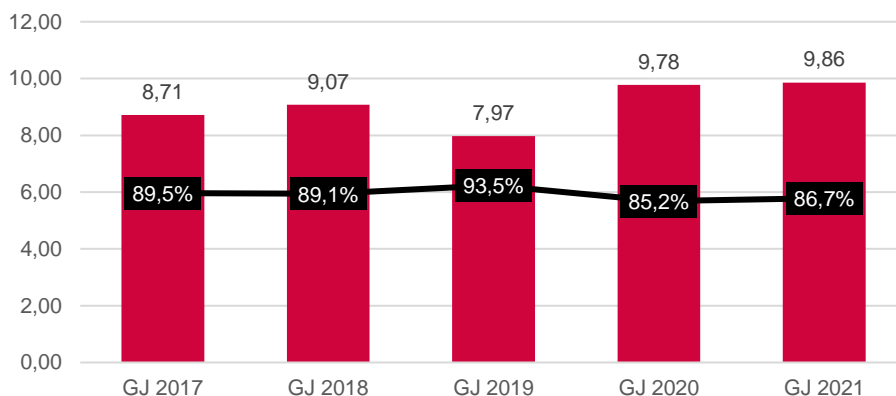
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2021

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Eigenkapital*	7,97	9,78	9,86
EK-Quote (in %)	93,5%	85,2%	86,7%
Operatives Anlagevermögen	2,37	2,31	2,09
Working Capital	2,37	4,20	4,55
Liquide Mittel	3,26	3,83	3,30
Cashflow	0,69	2,28	2,42

Quelle: DGA AG; GBC AG

In den bilanziellen Kennzahlen spiegelt sich ebenfalls die erfolgreiche Entwicklung der Deutschen Grundstücksauktionen AG wider. Im Jahr 2021 konnten die Bilanzkennzahlen sogar nochmals verbessert werden. Sowohl das Eigenkapital als auch die Eigenkapitalquote erhöhten sich zum Ende des abgelaufenen Rekordjahres leicht auf 9,86 Mio. € (31.12.2020: 9,78 Mio. €) bzw. auf 86,7% (31.12.2020: 85,2%). Neben der überdurchschnittlichen Eigenkapitalquote zum Bilanzstichtag 31.12.2021 verfügt die DGA über ein Nettofinanzvermögen in Höhe von 4,55 Mio. € (31.12.2020: 4,20 Mio. €). Somit zeigt sich, dass die Deutsche Grundstücksauktionen AG über eine äußerst solide Bilanzstruktur verfügt und aus unserer Sicht bestens für eine erfolgreiche Zukunft gewappnet ist.

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



Quelle: DGA; GBC AG

Der Erfolg des Geschäftsjahres 2021 wird zusätzlich durch die starke Entwicklung des erzielten Cashflows hervorgehoben. Im Jahr 2021 hat die Deutsche Grundstücksauktionen AG mit der Versteigerung und den Verkauf von Immobilien einen Cashflow in Höhe von 2,42 Mio. € (2020: 2,28 Mio. €) erzielt. Zieht man das erzielte EBIT als Vergleichsgröße heran, zeigt sich, dass ein Großteil des EBIT liquiditätswirksam ist, was für die hohe Ergebnisqualität spricht.

Prognose für 2022, 2023 und 2024

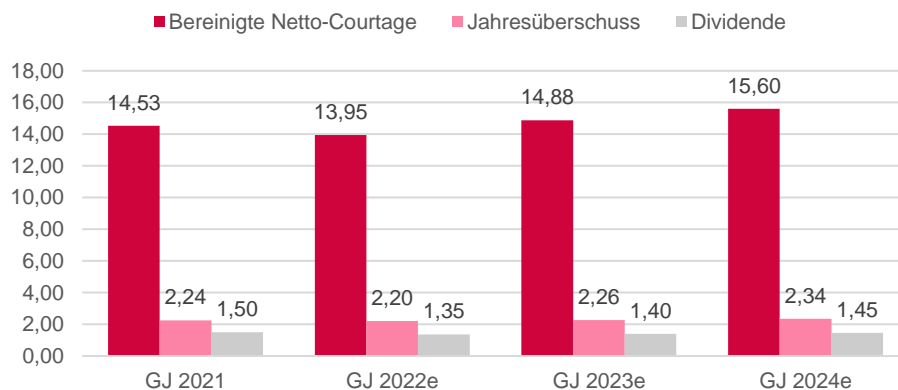
GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Bereinigte Netto-Courtage	14,52	13,95	14,88	15,60
EBITDA	3,47	3,39	3,48	3,62
EBITDA-Marge	23,9%	24,3%	23,4%	23,2%
EBIT	3,30	3,22	3,31	3,42
EBIT-Marge	22,7%	23,1%	22,2%	21,9%
Jahresüberschuss	2,24	2,20	2,26	2,34
EPS in €	1,40	1,38	1,42	1,46

Quelle: GBC

Im äußerst herausfordernden Umfeld der Corona-Pandemie konnte die DGA das Geschäftsjahr 2021 mit einem neuen Rekordwert abschließen. Jedoch führen verschiedene Faktoren, wie der Ukraine-Krieg, die gestiegene Inflation und das erhöhte Zinsniveau im Jahr 2022 zu einem schwer kalkulierbaren Geschäftsjahr 2022. Die aktuellen Rahmenbedingungen mit den o.g. Unwägbarkeiten und deren Einfluss auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen machen eine Jahresprognose äußerst schwierig. Nach wie vor ist der entscheidende Faktor für die DGA, wie viele Objekte eingeliefert werden und wie hoch die Nachfrage ist, um eine gute Steigerung zu erzielen. Unter Berücksichtigung aller Einflussfaktoren und angemessener Vorsicht erwartet die Gesellschaft für das Jahr 2022 einen Objektumsatz in Höhe von 150,00 Mio. € (2021: 176,87 Mio. €).

Trotz der schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen konnte die DGA sehr erfolgreich in das Jahr 2022 starten. Zwar konnten die ersten Auktionen immer noch nicht unter Normalbedingungen sondern nur mit einem begrenzten Live-Publikum vor Ort und einem parallelen Livestream durchgeführt werden. Unabhängig davon konnten Bieter aber nach wie vor auch via Telefon, Internet oder mittels Bietungsaufträgen ihre Angebote abgeben. Insgesamt erzielte die Deutsche Grundstücksauktionen AG und deren Tochtergesellschaften im ersten Quartal 2022 einen Objektumsatz in Höhe von 49,60 Mio. € (Q1 2021: 37,97 Mio. €) sowie Netto-Einnahmen in Höhe von 4,07 Mio. € (Q1 2021: 3,29 Mio. €). Somit konnte das bisher beste 1. Quartal der Unternehmensgeschichte (Q1 2021) deutlich übertroffen werden und sogleich ein neues Rekordergebnis verzeichnet werden. Im ersten Quartal 2022 sind insbesondere die Sächsische Grundstücksauktionen AG und die Deutsche Internet Auktionen GmbH hervorzuheben, die jeweils den besten Objekt- und Aufgeldumsatz bei einer Frühjahresauktion erzielt haben.

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 Rekordjahres 2021 sowie den aktuellen wirtschaftlichen Unwägbarkeiten (Ukraine-Krieg, gestiegene Inflation und erhöhtes Zinsniveau) und deren evtl. negativen Folgen erwarten wir, dass sich der Objektumsatz im Geschäftsjahr 2022 rückläufig entwickelt. Dementsprechend kalkulieren wir für das Jahr 2022 mit einem Objektumsatz in Höhe von 155,00 Mio. €. Zwar konnte im ersten Quartal ein neuer Rekordwert in Höhe von 49,6 Mio. € erzielt werden, jedoch haben sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen erst seit Beginn des Ukraine-Kriegs Ende Februar 2022 stark eingetrübt und lassen somit keine belastbare Abschätzung zu, ob sich die positive Entwicklung in den nächsten Quartalen fortsetzt. Unabhängig davon befinden sich die Einlieferungen für die kommenden Sommerauktionen auf dem gleichen Niveau wie im Vorjahreszeitraum.

Unter Berücksichtigung der neuen Rekordzahlen für das erste Quartal 2022 und dem gleichbleibenden Einlieferungsvolumen für die Sommerauktionen behalten wir unsere Prognose für das Jahr 2022 bei. Wir erwarten weiterhin eine Netto-Courtage in Höhe von 13,95 Mio. € und einen Jahresüberschuss in Höhe von 2,20 Mio. €. In den kommenden Jahren erwarten wir weiteres Wachstum, sowohl bei der Netto-Courtage als auch beim Jahresüberschuss. Folglich prognostizieren wir eine Netto-Courtage in Höhe von 14,88 Mio. € (2023e) und 15,60 Mio. € (2024e) sowie einen Jahresüberschuss in Höhe von 2,26 Mio. € (2023e) bzw. 2,34 Mio. € (2024e).

Die DGA hat bereits in den vergangenen zwei Geschäftsjahren gezeigt, dass das Geschäftsmodell auch in einem herausfordernden Umfeld funktioniert. Der deutsche Immobilienmarkt befindet sich, trotz des gestiegenen Zinsniveaus, in einer äußerst robusten Verfassung, wovon die Gesellschaft weiter profitieren sollte, zumal Immobilien-Investments einen guten Schutz vor steigenden Inflationsraten bieten können. Wir haben das gestiegene Zinsniveau in unserem DCF-Modell berücksichtigt und haben den risikolosen Zinssatz auf 0,40% (bisher: 0,25%) angepasst. Die hieraus resultierende Kurszielreduktion wurde durch die Prognoseanhebungen für die kommenden Jahre überkompensiert. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie entspricht einem Kursziel in Höhe von 29,65 € (bisher: 29,50 €). Wir 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 2022, 2023 und 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 1,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 24,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 31,5 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,5 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet. Der von uns verwendete risikolose Zinssatz beträgt 0,40% (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 5,90% (bisher: 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 5,90 % (bisher: 5,75%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2022 entspricht als **Kursziel 29,65 € (bisher: 29,50 €)**. Wir haben das gestiegene Zinsniveau in unserem DCF-Modell berücksichtigt und haben den risikolosen Zinssatz auf 0,40% (bisher: 0,25%) angepasst. Die daraus resultierende leichte Kurszielreduktion wird durch die von uns vorgenommene Anhebung der Prognosen kompensiert.

DCF-Modell

Deutsche Grundstücksauktion - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	1,5%	ewiges Umsatzwachstum	1,5%
EBITDA-Marge	24,0%	ewige EBITA - Marge	19,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	9,0%	effektive Steuerquote im Endwert	31,5%
Working Capital zu Umsatz	34,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
Bereinigte Netto-Courtage	13,95	14,88	15,60	15,83	16,06	16,29	16,52	16,76	
US Veränderung	-4,0%	6,7%	4,8%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	6,52	6,83	7,09	7,12	7,07	7,03	7,01	6,99	
EBITDA	3,39	3,48	3,62	3,80	3,85	3,91	3,97	4,02	
EBITDA-Marge	24,3%	23,4%	23,2%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	
EBITA	3,22	3,31	3,42	3,60	3,65	3,70	3,76	3,81	
EBITA-Marge	23,1%	22,2%	21,9%	22,7%	22,8%	22,7%	22,7%	22,7%	19,0%
Steuern auf EBITA	-1,02	-1,04	-1,08	-1,13	-1,15	-1,17	-1,18	-1,20	
zu EBITA	31,6%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%
EBI (NOPLAT)	2,20	2,26	2,34	2,47	2,50	2,54	2,57	2,61	
Kapitalrendite	33,2%	32,9%	32,3%	32,9%	32,7%	32,6%	32,6%	32,5%	27,2%
Working Capital (WC)	4,74	5,06	5,30	5,43	5,51	5,59	5,67	5,75	
WC zu Umsatz	34,0%	34,0%	34,0%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	
Investitionen in WC	-0,19	-0,32	-0,24	-0,12	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,14	2,18	2,20	2,22	2,27	2,32	2,36	2,40	
AFA auf OAV	-0,16	-0,18	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,21	-0,21	
AFA zu OAV	7,7%	8,2%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
Investitionen in OAV	-0,21	-0,22	-0,22	-0,22	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	
Investiertes Kapital	6,88	7,24	7,50	7,65	7,78	7,90	8,03	8,15	
EBITDA	3,39	3,48	3,62	3,80	3,85	3,91	3,97	4,02	
Steuern auf EBITA	-1,02	-1,04	-1,08	-1,13	-1,15	-1,17	-1,18	-1,20	
Investitionen gesamt	-0,40	-0,53	-0,46	-0,34	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	
Investitionen in OAV	-0,21	-0,22	-0,22	-0,22	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	
Investitionen in WC	-0,19	-0,32	-0,24	-0,12	-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	1,97	1,91	2,08	2,32	2,37	2,41	2,45	2,49	47,58

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	44,56	45,29
Barwert expliziter FCFs	12,71	11,55
Barwert des Continuing Value	31,85	33,73
Nettoschulden (Net debt)	-2,87	-2,62
Wert des Eigenkapitals	47,44	47,91
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	47,44	47,91
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	29,65	29,94

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,4%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,00
Eigenkapitalkosten	5,9%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	5,9%

Kapitalrendite	WACC				
	5,3%	5,6%	5,9%	6,2%	6,5%
26,7%	33,26	31,11	29,26	27,66	26,25
26,9%	33,49	31,32	29,45	27,83	26,42
27,2%	33,73	31,53	29,65	28,01	26,58
27,4%	33,96	31,74	29,84	28,19	26,74
27,7%	34,19	31,96	30,03	28,37	26,91

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