

Empfehlung: **KAUFEN** (KAUFEN) Risiko: **NIEDRIG** (NIEDRIG) Kursziel: **14,50 EUR** (14,50)

16. Oktober 2013

## Herbstauktionen 2013

- Die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) verlaublich kürzlich Eckzahlen zu ihren Herbstauktionen 2013 (3Q 2013). Es wurden insgesamt 512 Immobilien veräußert, die einem Umsatzvolumen von 20,4 Mio. EUR entsprachen. Im Vergleich zum Vorjahr musste ein deutlicher Rückgang im Objektumsatz von rund 22% berichtet werden (Vj.: 26,2 Mio. EUR bei 574 verkauften Objekten). Verantwortlich dafür waren eine moderate Entwicklung der Tochtergesellschaften sowie ein deutlicher Umsatzverlust der DGA, aufgrund von drei größeren Objekten, die nicht verkauft werden konnten. Die Netto-Courtageeinnahmen verloren gegenüber dem Vorjahr ~16% und betragen im 3. Quartal rund 2,3 Mio. EUR (Vj.: 2,75 Mio. EUR). Der durchschnittliche Objektumsatz lag bei ungefähr 39.860 EUR pro Einheit und somit deutlich unter dem Vorjahreswert von EUR 45.590 pro Einheit. Die Verkaufsquote lag bei rund 87%.
- Auf 9-Monatsbasis zeigte sich folgendes Bild: Die DGA sowie ihre Tochtergesellschaften generierten einen Objektumsatz von 65,8 Mio. EUR bei 1.501 verkauften Immobilien. Dieser Wert liegt rund 8,5% unter dem Objektumsatz vom Vorjahr, der rund 71,9 Mio. EUR bei 1.603 verkauften Einheiten betrug. Nach Abzug der Steuern betragen die Netto-Courtageeinnahmen 7,14 Mio. EUR, was nur geringfügig unterhalb des Gewinns des letzten Jahres lag. Nach neun Monaten lag die Verkaufsquote bei 86%.
- Wir hoffen baldige Klarheit im Thema Regierungsbildung bis Ende Oktober zu erhalten, um die potentiellen Auswirkungen auf den Wohnmarkt abschätzen zu können. Wir gehen davon aus, dass es keine harschen Regulierungen für den Wohnimmobilienmarkt geben wird, dafür ist Frau Merkels Position in der Regierung zu stark.
- Trotz des moderaten Ergebnisses in 3Q13, sehen wir keinen ablesbaren Trend, der auf eine nachhaltige Eintrübung des Geschäfts der DGA hinweist. Laut Management wurden bereits einige attraktive Immobilien für die kommenden Winterauktionen eingeliefert. DGA bleibt verhalten optimistisch für 4Q13. Wir gehen davon aus, dass die Ergebnisse in 4Q13, die der Vorjahresperiode leicht übersteigen werden. Trotzdem reduzieren wir unsere Schätzungen bzgl. Umsatzvolumen für 2013E minimal. Unsere Empfehlung lautet weiterhin KAUFEN, bei einem unveränderten Kursziel von 14,50 EUR. Als langfristigen Hebel für das operative Geschäft sehen wir neue Einlieferungskanäle durch Großeinlieferer (z.B. Dt. Telekom).

### Kennzahlen

GJ 31.12., Mio. EUR	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Umsatzerlöse	3,7	4,8	4,0	5,2	5,6	5,8
EBIT	0,3	0,9	1,6	1,2	1,5	1,7
Nettoergebnis	1,0	1,4	2,1	1,7	1,8	2,1
Gewinn je Aktie	0,64	0,87	1,31	1,05	1,15	1,28
Dividende je Aktie	0,60	0,90	1,30	1,00	1,10	1,20
Rohmarge	94,1%	95,1%	96,4%	94,9%	94,9%	94,9%
EBIT Marge	6,1%	17,4%	28,3%	20,5%	24,9%	27,5%
ROE	12,7%	16,0%	21,5%	18,1%	20,1%	21,7%
Dividendenrendite	6,3%	8,7%	10,1%	7,8%	8,6%	9,4%
P/B	2,29	2,37	2,78	2,90	2,82	2,74
EV/EBIT	65,4	19,8	31,8	13,3	10,4	9,0
KGV	14,8	11,8	10,4	12,2	11,1	10,0

Quelle: Deutsche Grundstücksauktionen AG, CBS Research AG



Quelle: CBSR AG; Bberg; Dt. Grundstücksauktionen AG

Veränd.	2013E		2014E		2015E	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsätze	-	5,2	-	5,6	-	5,8
EBIT	-	1,2	-	1,5	-	1,7
EPS	-	1,05	-	1,15	-	1,28

www.dga-ag.de

WKN: 553340

Reuters: DGRG.DE

Sektor: Immobilien

ISIN: DE0005533400

Bloomberg: DGR GY

### Kurzprofil der Gesellschaft:

Die aus Berlin stammende Deutsche Grundstücksauktionen AG ist ein in Deutschland tätiges Auktionshaus für Immobilien mit einer langjährigen Firmenhistorie.

### Aktienarten\*:

Aktienkurs (EUR, letzter Schlusskurs):	<b>12,82</b>
Ausstehende Aktien (Mio.):	1,6
Marktkapitalisierung (Mio. EUR):	20,5
Enterprise value (Mio. EUR):	15,5
Ø tägliches Handelsvolumen (3 Mo., Stk.):	896

### Perfomancedaten\*:

52 Wochen Hoch (EUR):	14,93
52 Wochen Tief (EUR)	12,02
Absolute Performance (12 Monate):	-3,3%
Relative Performance vs. CDAX:	
1 Monat	-3,4%
3 Monate	-9,6%
6 Monate	-18,7%
12 Monate	-20,2%

\* Quelle: Bloomberg

### Aktionäre:

Gründerfamilien	42,6%
Streubesitz	57,4%

### Finanzkalender:

Aufsichtsratssitzung	November 2013
----------------------	---------------

### Ersteller:

**Felix Parmantier** (Analyst)  
**Manuel Martin**, CEFA (Analyst)

Close Brothers Seydler Research AG

Telefon: +49 (0) 69-977 84 56 0

Email: research@cbseydlerresearch.ag

www.cbseydlerresearch.ag

## Deutsche Grundstücksauktionen AG

## Gewinn- und Verlustrechnung

HGB Mio. EUR	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Anzahl versteigerte Objekte, Gruppe	2.319	2.391	2.229	2.236	2.085	2.365	2.420	2.510
Objekturnsatz, Gruppe	91,869	78,811	89,157	92,624	93,889	89,500	93,550	96,000
Adjustierter Umsatz, Gruppe (Nettocourtage Gruppe)	9,165	8,500	9,275	10,440	9,680	9,800	11,150	11,450
Veränderung zum Vorjahr in %	-24,5%	-7,3%	9,1%	12,6%	-7,3%	1,2%	13,8%	2,7%
<b>Umsatz DGA Muttergesellschaft</b>	<b>4,297</b>	<b>3,700</b>	<b>3,722</b>	<b>4,780</b>	<b>4,001</b>	<b>5,249</b>	<b>5,599</b>	<b>5,832</b>
Veränderung zum Vorjahr in %	-37,7%	-13,9%	0,6%	28,4%	-16,3%	31,2%	6,7%	4,2%
Sonstige betriebliche Erträge	0,720	0,468	0,445	0,360	1,667	0,400	0,400	0,400
<b>Gesamtleistung</b>	<b>5,017</b>	<b>4,168</b>	<b>4,167</b>	<b>5,140</b>	<b>5,668</b>	<b>5,649</b>	<b>5,999</b>	<b>6,232</b>
Materialaufwand	-0,383	-0,287	-0,248	-0,254	-0,204	-0,288	-0,306	-0,318
in % von Gesamtleistung	-7,6%	-6,9%	-5,9%	-4,9%	-3,6%	-5,1%	-5,1%	-5,1%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>4,634</b>	<b>3,881</b>	<b>3,919</b>	<b>4,886</b>	<b>5,464</b>	<b>5,361</b>	<b>5,693</b>	<b>5,914</b>
in % vom Umsatz	92,4%	93,1%	94,1%	95,1%	96,4%	94,9%	94,9%	94,9%
Personalaufwand	-1,955	-1,976	-1,549	-1,667	-1,630	-1,800	-1,800	-1,800
in % von Gesamtleistung	-39,0%	-47,4%	-37,2%	-32,4%	-28,8%	-31,9%	-30,0%	-28,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,292	-2,086	-2,026	-2,245	-2,152	-2,300	-2,300	-2,300
<b>EBITDA</b>	<b>0,387</b>	<b>-0,181</b>	<b>0,344</b>	<b>0,975</b>	<b>1,682</b>	<b>1,261</b>	<b>1,593</b>	<b>1,814</b>
in % von Gesamtleistung	7,7%	-4,3%	8,3%	19,0%	29,7%	22,3%	26,6%	29,1%
Abschreibungen auf immat. AV und Sachanlagen	-0,106	-0,114	-0,089	-0,082	-0,080	-0,100	-0,100	-0,100
in % von Gesamtleistung	-2,1%	-2,7%	-2,1%	-1,6%	-1,4%	-1,8%	-1,7%	-1,6%
<b>EBIT</b>	<b>0,281</b>	<b>-0,295</b>	<b>0,255</b>	<b>0,893</b>	<b>1,603</b>	<b>1,161</b>	<b>1,493</b>	<b>1,714</b>
in % von Gesamtleistung	5,6%	-7,1%	6,1%	17,4%	28,3%	20,5%	24,9%	27,5%
<b>(Adjustiertes EBIT*)</b>	<b>0,896</b>	<b>0,164</b>	<b>1,315</b>	<b>2,053</b>	<b>2,423</b>	<b>2,617</b>	<b>2,873</b>	<b>3,194</b>
in % von adjustiertem Umsatz	9,8%	1,9%	14,2%	19,7%	25,0%	26,7%	25,8%	27,9%
Finanzergebnis	0,759	0,517	1,117	1,254	0,889	1,424	1,348	1,448
davon Gewinne aus Gewinngemeinschaft, Gewinn- oder Teilgewinnabführungsvertrag	0,615	0,459	1,060	1,160	0,821	1,456	1,380	1,480
<b>EBT (Gewinn vor EE-Steuern)</b>	<b>1,041</b>	<b>0,223</b>	<b>1,372</b>	<b>2,147</b>	<b>2,492</b>	<b>2,585</b>	<b>2,841</b>	<b>3,163</b>
in % von Gesamtleistung	20,7%	5,3%	32,9%	41,8%	44,0%	45,8%	47,4%	50,7%
Steuern	-0,348	-0,072	-0,348	-0,756	-0,399	-0,905	-0,994	-1,107
in % EBT	-33,4%	-32,6%	-25,3%	-35,2%	-16,0%	-35,0%	-35,0%	-35,0%
<b>Nettoergebnis vor Minderheitsanteilen</b>	<b>0,693</b>	<b>0,150</b>	<b>1,024</b>	<b>1,391</b>	<b>2,093</b>	<b>1,680</b>	<b>1,847</b>	<b>2,056</b>
Minderheitsanteile	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Nettoergebnis</b>	<b>0,693</b>	<b>0,150</b>	<b>1,024</b>	<b>1,391</b>	<b>2,093</b>	<b>1,680</b>	<b>1,847</b>	<b>2,056</b>
in % von Gesamtleistung	13,8%	3,6%	24,6%	27,1%	36,9%	29,7%	30,8%	33,0%
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
<b>Gewinn je Aktie (EUR)</b>	<b>0,43</b>	<b>0,09</b>	<b>0,64</b>	<b>0,87</b>	<b>1,31</b>	<b>1,05</b>	<b>1,15</b>	<b>1,28</b>
<b>Dividende je Aktie (EUR)</b>	<b>0,45</b>	<b>0,10</b>	<b>0,60</b>	<b>0,90</b>	<b>1,30</b>	<b>1,00</b>	<b>1,10</b>	<b>1,20</b>

\* Adjustiertes EBIT = EBIT der DGA + Gewinne aus Gewinngemeinschaft, Gewinn- oder Teilgewinnabführungsvertrag (Vorsteuergewinne der Töchter)

Quelle: CBS Research AG, Deutsche Grundstücksauktionen AG

## Deutsche Grundstücksauktionen AG

### Bilanz

	HGB	Mio. EUR	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>Aktiva</b>										
<b>Anlagevermögen</b>			<b>2,078</b>	<b>3,171</b>	<b>3,112</b>	<b>3,157</b>	<b>2,078</b>	<b>2,092</b>	<b>2,092</b>	<b>2,092</b>
in % der Bilanzsumme			23,1%	37,6%	33,2%	30,0%	20,0%	20,3%	19,8%	19,3%
Immaterielle Vermögensgegenstände			0,010	0,013	0,019	0,011	0,004	0,018	0,018	0,018
Sachanlagen			0,359	0,279	0,215	0,267	0,242	0,242	0,242	0,242
Finanzanlagen			1,709	2,879	2,879	2,879	1,832	1,832	1,832	1,832
<b>Umlaufvermögen</b>			<b>6,920</b>	<b>5,229</b>	<b>6,254</b>	<b>7,328</b>	<b>8,260</b>	<b>8,184</b>	<b>8,431</b>	<b>8,726</b>
in % der Bilanzsumme			76,8%	62,0%	66,6%	69,6%	79,6%	79,4%	79,9%	80,4%
Vorräte			0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Forderungen aus Lieferung und Leistungen			2,026	1,575	1,403	1,916	1,555	2,362	2,519	2,624
Forderungen gegen Unternehmen mit Beteiligungsverhältnis			0,809	0,632	1,328	1,286	0,980	1,300	1,300	1,300
Übrige Forderungen, sonst. Vermögensgegenstände			1,028	1,289	0,737	0,657	0,675	0,900	0,900	0,900
Eigene Anteile			0,106	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Flüssige Mittel			2,947	1,728	2,781	3,464	5,046	3,617	3,706	3,897
Rechnungsabgrenzungsposten			0,016	0,028	0,020	0,038	0,036	0,036	0,036	0,036
<b>Summe Aktiva</b>			<b>9,015</b>	<b>8,427</b>	<b>9,386</b>	<b>10,524</b>	<b>10,374</b>	<b>10,311</b>	<b>10,558</b>	<b>10,854</b>
<b>Passiva</b>										
<b>Eigenkapital</b>			<b>8,192</b>	<b>7,626</b>	<b>8,491</b>	<b>8,921</b>	<b>9,575</b>	<b>9,061</b>	<b>9,308</b>	<b>9,604</b>
in % der Bilanzsumme			90,9%	90,5%	90,5%	84,8%	92,3%	87,9%	88,2%	88,5%
Gezeichnetes Kapital			2,050	2,050	2,050	2,050	2,050	2,050	2,050	2,050
Kapitalrücklage			5,369	5,369	5,369	5,369	5,369	5,369	5,369	5,369
Gewinnrücklagen			0,034	0,034	0,034	0,034	0,034	0,034	0,034	0,034
Bilanzgewinn			0,740	0,173	1,038	1,469	2,122	1,609	1,855	2,151
<b>Verbindlichkeiten</b>			<b>0,823</b>	<b>0,801</b>	<b>0,895</b>	<b>1,602</b>	<b>0,799</b>	<b>1,250</b>	<b>1,250</b>	<b>1,250</b>
in % der Bilanzsumme			9,1%	9,5%	9,5%	15,2%	7,7%	12,1%	11,8%	11,5%
Rückstellungen			0,041	0,043	0,242	0,881	0,065	0,300	0,300	0,300
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen			0,283	0,229	0,199	0,228	0,177	0,400	0,400	0,400
Verbindlichkeiten geg. Unternehmen mit Bet. Verhält.			0,000	0,014	0,013	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten			0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Verbindlichkeiten			0,498	0,514	0,441	0,493	0,557	0,550	0,550	0,550
<b>Summe Passiva</b>			<b>9,015</b>	<b>8,427</b>	<b>9,386</b>	<b>10,524</b>	<b>10,374</b>	<b>10,311</b>	<b>10,558</b>	<b>10,854</b>

Quelle: CBS Research AG, Deutsche Grundstücksauktionen AG

## Research



Schillerstrasse 27 - 29  
60313 Frankfurt am Main

Phone: +49 (0)69 – 977 8456-0

Roger Peeters Member of the Board	+49 (0)69 -977 8456- 12 <a href="mailto:Roger.Peeters@cbseydlerresearch.ag">Roger.Peeters@cbseydlerresearch.ag</a>	Igor Kim (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 15 <a href="mailto:Igor.Kim@cbseydlerresearch.ag">Igor.Kim@cbseydlerresearch.ag</a>
Martin Decot (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 13 <a href="mailto:Martin.Decot@cbseydlerresearch.ag">Martin.Decot@cbseydlerresearch.ag</a>	Daniel Kukalj (Equities)	+49 (0)69 – 977 8456- 21 <a href="mailto:Daniel.Kukalj@cbseydlerresearch.ag">Daniel.Kukalj@cbseydlerresearch.ag</a>
Gennadij Kremer (Corporate Credit)	+49 (0)69 – 977 8456- 23 <a href="mailto:Gennadij.Kremer@cbseydlerresearch.ag">Gennadij.Kremer@cbseydlerresearch.ag</a>	Manuel Martin (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 16 <a href="mailto:Manuel.Martin@cbseydlerresearch.ag">Manuel.Martin@cbseydlerresearch.ag</a>
Ralf Marinoni (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 17 <a href="mailto:Ralf.Marinoni@cbseydlerresearch.ag">Ralf.Marinoni@cbseydlerresearch.ag</a>	Nicolas Pütz (Support)	+49 (0)69 -977 8456- 24 <a href="mailto:Nicolas.Puetz@cbseydlerresearch.ag">Nicolas.Puetz@cbseydlerresearch.ag</a>
Felix Parmantier (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 22 <a href="mailto:Felix.Parmantier@cbseydlerresearch.ag">Felix.Parmantier@cbseydlerresearch.ag</a>	Simone Steymann (Support)	+49 (0)69 -977 8456- 25 <a href="mailto:Simone.Steymann@cbseydlerresearch.ag">Simone.Steymann@cbseydlerresearch.ag</a>
Marcus Silbe (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 14 <a href="mailto:Marcus.Silbe@cbseydlerresearch.ag">Marcus.Silbe@cbseydlerresearch.ag</a>	Ivo Višić (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 19 <a href="mailto:Ivo.Visic@cbseydlerresearch.ag">Ivo.Visic@cbseydlerresearch.ag</a>
Veysel Taze (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 18 <a href="mailto:Veysel.Taze@cbseydlerresearch.ag">Veysel.Taze@cbseydlerresearch.ag</a>	Sergey Weinberg (Corporate Credit)	+49 (0)69 -977 8456- 20 <a href="mailto:Sergey.Weinberg@cbseydlerresearch.ag">Sergey.Weinberg@cbseydlerresearch.ag</a>

## Institutional Sales



Schillerstrasse 27 – 29  
60313 Frankfurt am Main

Phone: +49 (0)69 – 9 20 54-400

Karl Filbert (Head of Sales)	+49 (0)69 -9 20 54-104 <a href="mailto:Karl.Filbert@cbseydler.com">Karl.Filbert@cbseydler.com</a>	Stefan Krewinkel (Sales Trading, Germany, UK)	+49 (0)69 -9 20 54-118 <a href="mailto:Stefan.Krewinkel@cbseydler.com">Stefan.Krewinkel@cbseydler.com</a>
Klaus Korzilius (Benelux, Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-114 <a href="mailto:Klaus.Korzilius@cbseydler.com">Klaus.Korzilius@cbseydler.com</a>	Thierry Desgranges (France)	+49 (0)69 -9 20 54-119 <a href="mailto:Thierry.Desgranges@cbseydler.com">Thierry.Desgranges@cbseydler.com</a>
Bruno de Lencquesaing (Benelux, France)	+49 (0)69 -9 20 54-116 <a href="mailto:Bruno.deLencquesaing@cbseydler.com">Bruno.deLencquesaing@cbseydler.com</a>	Dr. James Jackson (UK)	+49 (0)69 -9 20 54-113 <a href="mailto:James.Jackson@cbseydler.com">James.Jackson@cbseydler.com</a>
Nico Gesthüsen (Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-115 <a href="mailto:Nico.Gesthuesen@cbseydler.com">Nico.Gesthuesen@cbseydler.com</a>	Markus Laifle (Sales Trading, Execution)	+49 (0)69 -9 20 54-120 <a href="mailto:Markus.Laifle@cbseydler.com">Markus.Laifle@cbseydler.com</a>
Claudia Jurewecz (Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-106 <a href="mailto:Claudia.Jurewecz@cbseydler.com">Claudia.Jurewecz@cbseydler.com</a>	Angela Leser (Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-111 <a href="mailto:Angela.Leser@cbseydler.com">Angela.Leser@cbseydler.com</a>
Michael Laufenberg (Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-112 <a href="mailto:Michael.Laufenberg@cbseydler.com">Michael.Laufenberg@cbseydler.com</a>	Rasmus Mac Donald-Thomé (Scandinavia)	+49 (0)69 -9 20 54-119 <a href="mailto:Rasmus.MacDonald-Thome@cbseydler.com">Rasmus.MacDonald-Thome@cbseydler.com</a>
Mirella Mancuso (Sales Support)	+49 (0)69 -9 20 54-107 <a href="mailto:Mirella.Mancuso@cbseydler.com">Mirella.Mancuso@cbseydler.com</a>	Carsten Schlegel (UK, Ireland)	+49 (0)69 -9 20 54-137 <a href="mailto:Carsten.Schlegel@cbseydler.com">Carsten.Schlegel@cbseydler.com</a>
Carsten Pfersdorf (Sales Trading, Execution)	+49 (0)69 -9 20 54-168 <a href="mailto:Carsten.Pfersdorf@cbseydler.com">Carsten.Pfersdorf@cbseydler.com</a>	Bas-Jan Walhof (Benelux)	+49 (0)69 -9 20 54-105 <a href="mailto:Bas-Jan.Walhof@cbseydler.com">Bas-Jan.Walhof@cbseydler.com</a>
Christopher Seedorf (Sales Support)	+49 (0)69 -9 20 54-110 <a href="mailto:Christopher.Seedorf@cbseydler.com">Christopher.Seedorf@cbseydler.com</a>	Nils Wittenhagen (UK)	+49 (0)69 -9 20 54-103 <a href="mailto:Nils.Wittenhagen@cbseydler.com">Nils.Wittenhagen@cbseydler.com</a>

## Haftungserklärung (Disclaimer) und Angaben gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) sowie entsprechend den Bestimmungen der Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

Diese Studie wurde unabhängig von der analysierten Gesellschaft von Close Brothers Seydler Research AG und/oder Kooperationspartnern sowie dem/den auf der Titelseite genannten Analysten (nachstehend einzeln oder gemeinsam als „Verfasser“ bezeichnet) verfasst. Weder Close Brothers Seydler Research AG, noch Close Brothers Seydler Bank AG oder Kooperationspartner, die Gesellschaft oder ihre Gesellschafter haben die in dieser Studie enthaltenen Informationen unabhängig geprüft.

§ 34b WpHG setzt gemeinsam mit den Bestimmungen der FinAnV eine Sicherheitsanalyse voraus, die mögliche Interessenskonflikte mit der Gesellschaft, die Gegenstand der Finanzanalyse ist, aufzeigt.

Close Brothers Seydler Research AG ist eine Tochtergesellschaft im Mehrheitsbesitz von Close Brothers Seydler Bank AG (nachstehend „CBS“). Close Brothers Seydler Research AG fertigt sein Research und seine Analysen jedoch unabhängig von CBS an. CBS bietet ein umfangreiches Serviceangebot an, das über Investment Banking und Liquiditätsbeschaffung (Designated Sponsoring) hinausgeht. CBS kann mit der analysierten Gesellschaft die folgenden Beziehungen haben (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

- a. CBS hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital der analysierten Gesellschaft.
- b. CBS war an der Führung eines Konsortiums (Lead oder Co-Lead) beteiligt, welches als Selling Agent für die Emission von Finanzinstrumenten fungierte, die selbst oder deren Emittent innerhalb der letzten 12 Monate Gegenstand dieser Studie sind.
- c. CBS hat innerhalb der letzten 12 Monate Investment Banking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde.
- d. CBS fungiert als Designated Sponsor für die Wertpapiere der Gesellschaft, geregelt durch einen bestehenden Designated Sponsorship Vertrag. Diese Dienstleistung enthält auch das Stellen von Geld und Briefkursen. Auf Grundlage des Designated Sponsoring Vertrages kann CBS regelmäßig Anteile an der Gesellschaft halten und eine Vergütung oder Honorar für seine Dienstleistungen vereinnahmen.
- e. Der Designated Sponsoring Vertrag beinhaltet ein vertraglich vereinbartes Honorar für Research-Dienstleistungen.
- f. Das Unternehmen, das Gegenstand der Analyse ist, hat sich mit CBSR auf einen Research-Dienstleistungsvertrag geeinigt. CBSR erhält im Gegenzug eine Kompensation.
- g. CBS hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen.

Folgende Interessenskonflikte waren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie gegeben: d, e

CBS und/oder seine Mitarbeiter oder Kunden dürfen hinsichtlich der in dieser Finanzanalyse angegebenen Wertpapiere oder entsprechenden Finanzinstrumenten Positionen eingehen sowie Käufe und/oder Verkäufe als Auftraggeber oder Vermittler durchführen. CBS ist es gestattet, für das analysierte Unternehmen Investment Banking-, Beratungs- und/oder andere Dienstleistungen zu erbringen und/oder führende Positionen bei den analysierten Gesellschaften einzunehmen. Die Vergütung des Verfassers steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in dieser Studie vertretenen Empfehlungen oder Meinungen.

### Bewertungssystem:

Close Brothers Seydler Research AG verwendet ein Rating System für die Bewertung von Aktien, das drei Bewertungsstufen beinhaltet. Die Ratings beziehen sich auf einen Investitionszeitraum von bis zu 12 Monaten:

KAUFEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von mindestens +10%.

HALTEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses zwischen 0% und +10%.

VERKAUFEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von unter 0%.

Bewertungshistorie der vergangenen 12 Monate für die in dieser Studie analysierte Gesellschaft:

Datum	Rating	Aktienkurs zum Zeitpunkt der Analyse	Kursziel
16. Oktober 2013	KAUFEN	12,82 EUR	14,50 EUR
06. September 2013	KAUFEN	13,26 EUR	14,50 EUR
09. Juli 2013	HALTEN	13,19 EUR	14,50 EUR
15 April 2013	HALTEN	14,55 EUR	14,50 EUR
21. Dezember 2012	HALTEN	14,22 EUR	14,50 EUR

19. Oktober 2012	KAUFEN	13,64 EUR	14,50 EUR
------------------	--------	-----------	-----------

#### Risikoskalierung:

Close Brothers Seydler Research AG verwendet ein Rating System für die Bewertung von Risiken, das drei Bewertungsstufen beinhaltet. Die Ratings beziehen sich auf einen Investitionszeitraum von bis zu 12 Monaten:

GERING: Volatilität wird niedriger als beim Vergleichsindex erwartet

MITTEL: Volatilität wird konform zum Vergleichsindex erwartet

HOCH: Volatilität wird höher als beim Vergleichsindex erwartet

Die folgenden Bewertungsmethoden werden zur Bewertung von Unternehmen herangezogen: Multiplikatorenmodelle (KGV, Kurs/Cash Flow, Kurs/Buchwert, Unternehmenswert (EV)/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Liquidationswertansätze oder Bewertungsverfahren von Vermögenswerten. Die Bewertungsmodelle werden von makroökonomischen Größen wie Zinsen, Wechselkursen, Rohstoffpreisen und Konjunktüreinschätzungen beeinflusst. Zudem beeinflussen auch Marktstimmungen die Bewertung von Unternehmen. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, der Kapitalflussrechnung und Bilanz sind stichtagsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit mit vorheriger Ankündigung ändern.

Die in dieser Studie enthaltenen Meinungen und Prognosen stammen ausschließlich von dem Verfasser der Studie. Die für die Erstellung der Studie herangezogenen wesentlichen Informationsquellen sind Veröffentlichungen in nationalen und internationalen Medien wie Informationsdiensten (u.a. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX), Fachpresse (u.a. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times), Fachpublikationen, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Zudem fanden im Vorfeld der Unternehmensstudie Gespräche mit der Geschäftsleitung statt. Teile der Studie wurden dem Emittenten möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt. Danach wurden keine wesentlichen Änderungen mehr vorgenommen. Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Daten, die für zuverlässig gehalten werden. Der Verfasser kann jedoch die Richtigkeit und Vollständigkeit der Daten nicht gewährleisten. Die hier enthaltenen Meinungen und Schätzungen wurden nach derzeit bestem Wissen vorgenommen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Mögliche Fehler oder Unvollständigkeiten der Informationen begründen keine Gewährleistungsansprüche, weder in Bezug auf indirekte oder direkte Schäden noch auf Folgeschäden. Die Darstellung der analysierten Gesellschaft spiegelt die persönliche Meinung des Verfassers wieder. Alle Mitarbeiter der Gesellschaft des Verfassers, die an der Erstellung der Studie oder der Finanzanalyse beteiligt waren, unterliegen hausinternen Compliance-Regelungen.

Die Studie dient Informationszwecken und sollte nicht als Empfehlung, Angebot oder Aufforderung verstanden werden, in dieser Studie genannte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Die historische Entwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der Verfasser übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich direkt oder als Folge aus der Nutzung von Informationen aus dieser Studie begründen. Die Studie ist vertraulich und wird nur an einen ausgewählten Empfängerkreis versandt. Die Studie wurde ausschließlich für professionelle Investoren erstellt und richtet sich nicht an Privatanleger. Daher sollte sie nicht an derartige Personenkreise weitergegeben werden. Weiterhin darf die Studie elektronisch verschickt werden, bevor sie in ausgedruckter Form zur Verfügung steht. Es ist ohne die vorherige schriftliche Erlaubnis des Verfassers nicht gestattet, die Studie für andere Investmentfirmen oder Einzelpersonen zu vervielfältigen (weder gesamt noch in Teilen). Der Verfasser ist weder in Großbritannien noch in einer Genehmigungsbehörde in den USA registriert.

Es wurde im Voraus nicht festgelegt, ob und in welchen Zeitabständen diese Studie aktualisiert wird. Falls nicht anders angegeben, beziehen sich die aktuellen Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages. Die historische Entwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der Verfasser behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern, d.h. die enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Verfassers zum Veröffentlichungstag dieser Studie wieder.

Diese Finanzanalyse wurde erstellt, um institutionelle Investoren zu informieren, damit diese ihre eigenen Investitionsentscheidungen treffen können. Sie wurde nicht erstellt, um einen spezifischen Investor hinsichtlich seiner Investitionen zu beraten. Durch die Annahme dieser Studie bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen. Die Studie unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Dieses Dokument ist lediglich Investoren in den US angedient, die (i) „maßgebliche institutionelle Investoren“ (nach Regelung der SEC Rule 15a-6 sowie dem entsprechenden anwendbaren Interpretationen) und auch „qualifizierte institutionelle Käufer“ (QIBs) unter Anwendung der SEC Rule 144A veröffentlicht durch die Börsenaufsichtsbehörde SEC entsprechend des Wertpapiergesetzes von 1933, novelliert als der („Securities Act“) oder (ii) Investoren, die nicht „US Personen“ unter Anwendung der Regulierung S nach dem „Securities Act“ und dazu gehörenden anwendbaren Interpretationen sind. Das Angebot oder der Verkauf bestimmter Wertpapiere an QIB's kann nach Maßregelung der Regel 144A erfolgen. Solche Wertpapiere können auch unter Beabsichtigung der Umgehung von Regulierung S außerhalb der USA angebotene und verkaufte Wertpapiere darstellen. Dieses Dokument stellt in keiner Hinsicht ein Angebot oder eine Interessensbekundung zum Verkauf von sämtlichen Wertpapieren nach Regulierung S dar. Sämtliche dieser Wertpapiere können zu diesem Zeitpunkt nicht US-Personen angeboten oder

verkauft werden sowie nur an US-Personen wiederverkauft werden, wenn diese Wertpapiere nach dem Wertpapiergesetz von 1933, wie novelliert, und anwendbaren staatlichen Wertpapiergesetzen registriert sind, oder eine Ausnahmeregelung von der Regulierung verfolgen.

Dieses Dokument ist zum Vertrieb lediglich an Personen im oder aus dem Vereinigten Königreich gerichtet, die autorisiert sind oder nach Maßgabe des „Financial Services and Markets Act 2000“ oder jeglichem dem zugrundeliegenden Auftrag des Vereinigten Königreichs ausgenommene Personen sind oder an professionelle Investoren nach Definition der Section 19 des „Financial Services and Markets Act (Financial Promotion)“ Order 2005 und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden.

Dieses Dokument ist in Kanada nur für Pensionsfonds, Mutual Funds, Banken, Asset Manager und Versicherungsgesellschaften bestimmt. Der Vertrieb dieses Dokuments unter anderen Gerichtsbarkeiten kann durch das Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Insbesondere darf dieses Dokument, weder direkt noch indirekt, nicht nach Japan oder an jegliche dort ansässige Personen versandt oder vertrieben werden.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

Graurheindorferstraße 108

53117 Bonn

und

Marie-Curie-Str. 24-28

60439 Frankfurt

Close Brothers Seydler  
Research AG

Schillerstraße 27 -29

60313 Frankfurt am Main

[www.cbseydlerresearch.ag](http://www.cbseydlerresearch.ag)

Tel.: 0049 - (0)69 - 97 78 45 60