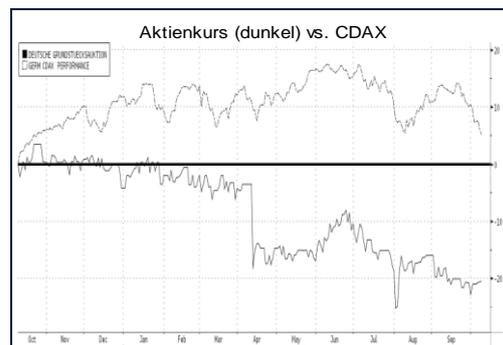


Empfehlung: **KAUFEN** (KAUFEN) Risiko: **NIEDRIG** (NIEDRIG) Kursziel: **12,50 EUR** (13,50)

10. Oktober 2014

## Gutes Ergebnis bei Herbstauktionen

- Die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) veröffentlichte vor kurzem die Ergebnisse der Herbstauktionen 2014 (3Q14), welche rund 32% über den Ergebnissen des Vorjahres lagen. Der Objektumsatz betrug 27,0 Mio. EUR bei 515 veräußerten Immobilien im Vergleich zu 20,4 Mio. EUR und 512 veräußerten Objekten in 3Q13. Die Netto-Courtageeinnahmen konnte mit 2,65 Mio. EUR ebenfalls deutlich gegenüber dem Vorjahr zulegen (Vj.: 2,28 Mio. EUR, +16,2% YoY). Der durchschnittliche Objektumsatz lag bei 52.353 EUR/Einheit und somit deutlich über dem Vorjahreswert von 39.859 EUR/Einheit. Rund 85% aller eingelieferten Objekte wurden verkauft. Auf 9M Basis, DGA überzeugte ebenfalls zwar mit einem leichteren Wachstum gegenüber dem Vorjahr aber auf gutem Wege unsere Schätzungen für das Gesamtjahr zu erreichen. Der Objektumsatz belief sich auf 75,7 Mio. EUR nach 9M und war rund 15% stärker als im Vorjahr (65,8 Mio. EUR). Die Netto-Courtageeinnahmen lagen rund 4,8% höher bei 7,48 Mio. EUR (Vj.: 7,14 Mio. EUR). Die Anzahl der verkauften Objekte schrumpfte zwar um 3,3% im Vergleich zum Vorjahr, jedoch betrug der durchschnittliche Objektumsatz/Einheit 52.184 EUR gegenüber 43.868 EUR in 9M13. Nach neun Monaten betrug die Verkaufsquote ebenfalls 85%.
- Besonders gut liefen die Berliner Auktionen, welche einen Umsatz von 12,7 Mio. EUR generieren konnten in 3Q14 (3Q13: 7,5 Mio. EUR, +69% YoY). Viele Mietshäuser wurden zum Mindestgebot verkauft, was auf die bereits hohen Einlieferungspreise zurückzuführen ist. Dies deutet auf ein hohes Preisniveau hin (zumindest in Berlin). Zudem startete die Auktion in Lübeck, welche für positives Feedback gesorgt hat und definitiv wiederholt wird.
- Die DGA ist zuversichtlich, dass das positive Momentum auch im Schlussquartal anhalten wird und für ein zufriedenstellendes Jahresergebnis sorgen kann. Die Einlieferungen für die Winterauktionen haben begonnen und es wurden bereits interessante Objekte avisiert. Aber Vorsicht ist geboten, letztes Jahr kam es im 4Q zu einer drastischen Zurückhaltung im Immobilien Markt, welche zu schwachen Ergebnissen der DGA führte.
- Fazit: 3Q war ein sehr starkes Quartal. Die Zeichen für ein erfolgreiches Endquartal stehen gut. Vor allem nachdem das 4Q13 durch einen massiven Rückgang im Ergebnis geprägt war, rechnen wir mit einer außerordentlich starken Performance im YoY Vergleich für 4Q14E. Nichtsdestotrotz reduzieren wir unsere Dividendenprognose leicht auf 0,75 EUR sowie unser Kursziel auf 12,50 EUR/Aktie, basierend auf unserer DCF Bewertung. Wir empfehlen die Aktie weiterhin zum KAUFEN.



Quelle: CBSR AG; Bberg; Dt. Grundstücksauktionen AG

Veränd.	2013		2014E		2015E	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsätze	-	3,3	-	4,7	-	4,9
EBIT	-	-0,3	-	0,7	-	0,8
EPS	-	0,37	0,75	0,82	0,86	0,93

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.

### Aktien Daten\*:

Aktienkurs (EUR, letzter Schlusskurs):	<b>9,95</b>
Ausstehende Aktien (Mio.):	1,6
Marktkapitalisierung (Mio. EUR):	15,9
Enterprise value (Mio. EUR):	10,9
Ø tägliches Handelsvolumen (3 Mo., Stk.):	753

### Performancedaten\*:

52 Wochen Hoch (EUR):	13,45
52 Wochen Tief (EUR):	8,99
Absolute Performance (12 Monate):	-23,2%
Relative Performance vs. CDAX:	
1 Monat	5,1%
3 Monate	2,5%
6 Monate	-15,4%
12 Monate	-26,9%

\* Quelle: Bloomberg

### Aktionäre:

Gründerfamilien	42,6%
Streubesitz	57,4%

### Finanzkalender:

9M 2014 Zahlen Oktober 2014

### 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

### Kennzahlen

GJ 31.12., Mio. EUR	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
Umsatzerlöse	3,7	4,8	4,0	3,3	4,7	4,9
EBIT	0,3	0,9	1,6	-0,3	0,7	0,8
Nettoergebnis	1,0	1,4	2,1	0,6	1,2	1,4
Gewinn je Aktie	0,64	0,87	1,31	0,37	0,75	0,86
Dividende je Aktie	0,60	0,90	1,30	0,39	0,75	0,85
Rohmarge	94,1%	95,1%	96,4%	95,0%	94,9%	94,9%
EBIT Marge	6,1%	17,4%	28,3%	-7,2%	12,9%	15,6%
ROE	12,7%	16,0%	21,5%	-20,4%	16,6%	15,8%
Dividendenrendite	6,3%	8,7%	13,1%	8,5%	7,5%	8,5%
P/B	2,29	2,37	2,16	3,50	2,35	2,31
EV/EBIT	65,4	19,8	22,4	neg.	16,4	13,1
KGV	14,8	11,8	8,0	27,1	13,2	11,5

Quelle: Deutsche Grundstücksauktionen AG, CBS Research AG

## Deutsche Grundstücksauktionen AG

### Gewinn- und Verlustrechnung

HGB Mio. EUR	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
Anzahl versteigertes Objekte, Gruppe	2.229	2.236	2.085	2.021	2.290	2.350
Objektumsatz, Gruppe	89,157	92,624	93,889	84,253	89,150	91,600
Adjustierter Umsatz, Gruppe (Nettocourtage Gruppe)	9,275	10,440	9,680	6,428	9,800	10,150
Veränderung zum Vorjahr in %	9,1%	12,6%	-7,3%	-33,6%	52,5%	3,6%
<b>Umsatz DGA Muttergesellschaft</b>	<b>3,722</b>	<b>4,780</b>	<b>4,001</b>	<b>3,269</b>	<b>4,724</b>	<b>4,899</b>
Veränderung zum Vorjahr in %	0,6%	28,4%	-16,3%	-18,3%	44,5%	3,7%
Sonstige betriebliche Erträge	0,445	0,360	1,667	0,460	0,400	0,400
<b>Gesamtleistung</b>	<b>4,167</b>	<b>5,140</b>	<b>5,668</b>	<b>3,730</b>	<b>5,124</b>	<b>5,299</b>
Materialaufwand in % von Gesamtleistung	-0,248 -5,9%	-0,254 -4,9%	-0,204 -3,6%	-0,187 -5,0%	-0,261 -5,1%	-0,270 -5,1%
<b>Bruttoergebnis</b> in % vom Umsatz	<b>3,919</b> 94,1%	<b>4,886</b> 95,1%	<b>5,464</b> 96,4%	<b>3,542</b> 95,0%	<b>4,863</b> 94,9%	<b>5,029</b> 94,9%
Personalaufwand in % von Gesamtleistung	-1,549 -37,2%	-1,667 -32,4%	-1,630 -28,8%	-1,668 -44,7%	-1,800 -35,1%	-1,800 -34,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,026	-2,245	-2,152	-2,066	-2,300	-2,300
<b>EBITDA</b> in % von Gesamtleistung	<b>0,344</b> 8,3%	<b>0,975</b> 19,0%	<b>1,682</b> 29,7%	<b>-0,191</b> -5,1%	<b>0,763</b> 14,9%	<b>0,929</b> 17,5%
Abschreibungen auf immat. AV und Sachanlagen in % von Gesamtleistung	-0,089 -2,1%	-0,082 -1,6%	-0,080 -1,4%	-0,077 -2,1%	-0,100 -2,0%	-0,100 -1,9%
<b>EBIT</b> in % von Gesamtleistung	<b>0,255</b> 6,1%	<b>0,893</b> 17,4%	<b>1,603</b> 28,3%	<b>-0,269</b> -7,2%	<b>0,663</b> 12,9%	<b>0,829</b> 15,6%
<b>(Adjustiertes EBIT*)</b> in % von adjustiertem Umsatz	<b>1,315</b> 14,2%	<b>2,053</b> 19,7%	<b>2,423</b> 25,0%	<b>0,753</b> 11,7%	<b>1,883</b> 19,2%	<b>2,159</b> 21,3%
Finanzergebnis	1,117	1,254	0,889	1,130	1,188	1,298
davon Gewinne aus Gewinngemeinschaft, Gewinn- oder Teilgewinnabführungsvertrag	1,060	1,160	0,821	1,022	1,220	1,330
<b>EBT (Gewinn vor EE-Steuern)</b> in % von Gesamtleistung	<b>1,372</b> 32,9%	<b>2,147</b> 41,8%	<b>2,492</b> 44,0%	<b>0,861</b> 23,1%	<b>1,851</b> 36,1%	<b>2,127</b> 40,1%
Steuern in % EBT	-0,348 -25,3%	-0,756 -35,2%	-0,399 -16,0%	-0,273 -31,7%	-0,648 -35,0%	-0,744 -35,0%
<b>Nettoergebnis vor Minderheitsanteilen</b>	<b>1,024</b>	<b>1,391</b>	<b>2,093</b>	<b>0,588</b>	<b>1,203</b>	<b>1,383</b>
Minderheitsanteile	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Nettoergebnis</b> in % von Gesamtleistung	<b>1,024</b> 24,6%	<b>1,391</b> 27,1%	<b>2,093</b> 36,9%	<b>0,588</b> 15,8%	<b>1,203</b> 23,5%	<b>1,383</b> 26,1%
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
<b>Gewinn je Aktie (EUR)</b>	<b>0,64</b>	<b>0,87</b>	<b>1,31</b>	<b>0,37</b>	<b>0,75</b>	<b>0,86</b>
<b>Dividende je Aktie (EUR)</b>	<b>0,60</b>	<b>0,90</b>	<b>1,30</b>	<b>0,39</b>	<b>0,75</b>	<b>0,85</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	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
<b>Aktiva</b>						
<b>Anlagevermögen</b>	<b>3,112</b>	<b>3,157</b>	<b>2,078</b>	<b>2,073</b>	<b>2,090</b>	<b>2,090</b>
in % der Bilanzsumme	33,2%	30,0%	20,0%	23,6%	21,1%	20,7%
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,019	0,011	0,004	0,001	0,018	0,018
Sachanlagen	0,215	0,267	0,242	0,235	0,235	0,235
Finanzanlagen	2,879	2,879	1,832	1,837	1,837	1,837
<b>Umlaufvermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>6,254</b>	<b>7,328</b>	<b>8,260</b>	<b>6,663</b>	<b>7,780</b>	<b>7,962</b>
in % der Bilanzsumme	66,6%	69,6%	79,6%	75,9%	78,5%	78,9%
Vorräte	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,403	1,916	1,555	1,211	2,126	2,205
Forderungen gegen Unternehmen mit Beteiligungsverhältnis	1,328	1,286	0,980	1,455	1,300	1,300
Übrige Forderungen, sonst. Vermögensgegenstände	0,737	0,657	0,675	0,374	0,900	0,900
Eigene Anteile	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Flüssige Mittel	2,781	3,464	5,046	3,617	3,449	3,553
Rechnungsabgrenzungsposten	0,020	0,038	0,036	0,042	0,042	0,042
<b>Summe Aktiva</b>	<b>9,386</b>	<b>10,524</b>	<b>10,374</b>	<b>8,778</b>	<b>9,912</b>	<b>10,094</b>
<b>Passiva</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>8,491</b>	<b>8,921</b>	<b>9,575</b>	<b>8,083</b>	<b>8,662</b>	<b>8,844</b>
in % der Bilanzsumme	90,5%	84,8%	92,3%	92,1%	87,4%	87,6%
Gezeichnetes Kapital	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
Gewinnrücklagen	0,034	0,034	0,034	0,034	0,034	0,034
Bilanzgewinn	1,038	1,469	2,122	0,630	1,209	1,392
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>0,895</b>	<b>1,602</b>	<b>0,799</b>	<b>0,695</b>	<b>1,250</b>	<b>1,250</b>
in % der Bilanzsumme	9,5%	15,2%	7,7%	7,9%	12,6%	12,4%
Rückstellungen	0,242	0,881	0,065	0,048	0,300	0,300
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,199	0,228	0,177	0,170	0,400	0,400
Verbindlichkeiten geg. Unternehmen mit Bet. Verhält.	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
Sonstige Verbindlichkeiten	0,441	0,493	0,557	0,477	0,550	0,550
<b>Summe Passiva</b>	<b>9,386</b>	<b>10,524</b>	<b>10,374</b>	<b>8,778</b>	<b>9,912</b>	<b>10,094</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>
Carsten Kunold (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 28 <a href="mailto:Carsten.Kunold@cbseydlerresearch.ag">Carsten.Kunold@cbseydlerresearch.ag</a>	Roland Pfänder (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 26 <a href="mailto:Roland.Pfaender@cbseydlerresearch.ag">Roland.Pfaender@cbseydlerresearch.ag</a>
Felix Parmantier (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 22 <a href="mailto:Felix.Parmantier@cbseydlerresearch.ag">Felix.Parmantier@cbseydlerresearch.ag</a>	Michele Sassano (Support)	+49 (0)69 - 977 8456- 17 <a href="mailto:Michele.Sassano@cbseydlerresearch.ag">Michele.Sassano@cbseydlerresearch.ag</a>
Dr. Oliver Pucker (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 27 <a href="mailto:Oliver.Pucker@cbseydlerresearch.ag">Oliver.Pucker@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>	Klaus Korzilius (Benelux, Scandinavia)	+49 (0)69 -9 20 54-114 <a href="mailto:Klaus.Korzilius@cbseydler.com">Klaus.Korzilius@cbseydler.com</a>
Sebastian Holl (Head of Sales Trading)	+49 (0)69 -9 20 54-119 <a href="mailto:Sebastian.Holl@cbseydler.com">Sebastian.Holl@cbseydler.com</a>	Carsten Pfersdorf (Head of Sales Execution)	+49 (0)69 -9 20 54-168 <a href="mailto:Carsten.Pfersdorf@cbseydler.com">Carsten.Pfersdorf@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, Ireland)	+49 (0)69 -9 20 54-113 <a href="mailto:James.Jackson@cbseydler.com">James.Jackson@cbseydler.com</a>
Claudia Jurewecz (Germany, Austria, Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-106 <a href="mailto:Claudia.Jurewecz@cbseydler.com">Claudia.Jurewecz@cbseydler.com</a>	Markus Laifle (Sales Execution)	+49 (0)69 -9 20 54-120 <a href="mailto:Markus.Laifle@cbseydler.com">Markus.Laifle@cbseydler.com</a>
Angela Leser (Germany, Austria, Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-111 <a href="mailto:Angela.Leser@cbseydler.com">Angela.Leser@cbseydler.com</a>	Enikő-Sofia Matyas (Germany, France)	+49 (0)69 -9 20 54-115 <a href="mailto:Enikoe-Sofia.Matyas@cbseydler.com">Enikoe-Sofia.Matyas@cbseydler.com</a>
Carsten Schlegel (Sales Trading)	+49 (0)69 -9 20 54-137 <a href="mailto:Carsten.Schlegel@cbseydler.com">Carsten.Schlegel@cbseydler.com</a>	Christopher Seedorf (Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-110 <a href="mailto:Christopher.Seedorf@cbseydler.com">Christopher.Seedorf@cbseydler.com</a>
Bas-Jan Walhof (Benelux, Scandinavia)	+49 (0)69 -9 20 54-105 <a href="mailto:Bas-Jan.Walhof@cbseydler.com">Bas-Jan.Walhof@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:

CBSR 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%.

Das Ratingsystem ist nur eine Orientierung. Demzufolge kann es zu Abweichungen von diesem System kommen.

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

Datum	Rating	Aktienkurs zum Zeitpunkt der Analyse	Kursziel
10. Oktober 2014	KAUFEN	9,95 EUR	12,50 EUR
03. Juli 2014	KAUFEN	10,79 EUR	13,50 EUR
03. April 2014	HALTEN	12,35 EUR	13,50 EUR
09. Januar 2014	HALTEN	12,85 EUR	13,50 EUR
16. Oktober 2013	KAUFEN	12,82 EUR	14,50 EUR

06. September 2013	KAUFEN	13,26 EUR	14,50 EUR
--------------------	--------	-----------	-----------

#### Risikoskalierung:

CBSR 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.cbseidlerresearch.ag](http://www.cbseidlerresearch.ag)

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