

Deutsche Grundstücksauktionen AG^{*5a,7,11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 28,00 €
(bisher: 29,65 €)

Aktueller Kurs: 18,80 €
06.09.2022 / XETRA 17:36

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005533400
WKN: 553340
Börsenkürzel: DGR

Aktienanzahl³: 1,60
Marketcap³: 29,68
Enterprise Value³: 24,52
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,60%

Transparenzlevel:
Freiverkehr

Marktsegment:
SCALE

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Marcel Schaffer
schaffer@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

*Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 10

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie:
07.09.2022 (14:10 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 08.09.2022
(10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis
max. 31.12.2022

Unternehmensprofil

Branche: Immobiliendienstleistungen

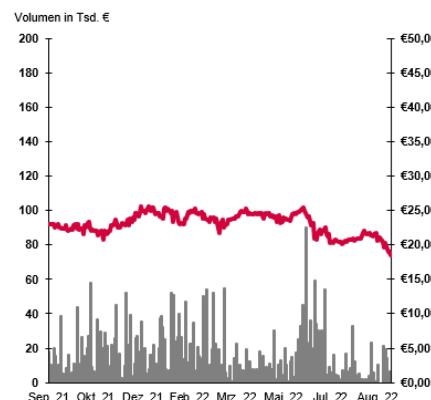
Fokus: Auktionen

Mitarbeiter: 26 (Stand: 30.06.2022)

Gründung: 1998

Firmensitz: Berlin, Deutschland

Vorstandsvorsitzender: Michael Plettner, Carsten Wohlers



Das Kerngeschäft der Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) ist die Versteigerung von Immobilien in Deutschland. Das Berliner Unternehmen deckt mit seinen fünf Tochtergesellschaften den gesamtdeutschen Markt sowie das Internet ab. Die Deutsche Grundstücksauktionen AG ist marktführend in Deutschland und kann auf über 35 Jahre erfolgreicher Unternehmenshistorie zurückblicken. Die Gesellschaft und ihre Tochterunternehmen erhalten primär auf die Verkaufserlöse (Objektumsatz) aus den Auktionen ein Aufgeld vom Käufer sowie gegebenenfalls ein weiteres Aufgeld vom Verkäufer. Das Aufgeld der Käufer unterliegt einer festen Staffelung, wohingegen das der Verkäufer verhandlungsabhängig ist. 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-Aufgelder	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-Aufgelder	1,69	1,76	1,65	1,57
EV/EBITDA	7,07	7,23	7,05	6,78
EV/EBIT	7,43	7,61	7,41	7,17
KGV	13,25	13,49	13,13	12,68
KBV	2,65			

Finanztermine

04.-06.10.2022: Expo Real München
04.10.2022: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

31.05.2022: RG / 29,65 / KAUFEN

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

** 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“

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2022: Gute Geschäftsentwicklung trotz schwierigem Umfeld; Kursziel aufgrund des höheren risikolosen Zinssatzes reduziert; Rating: KAUFEN

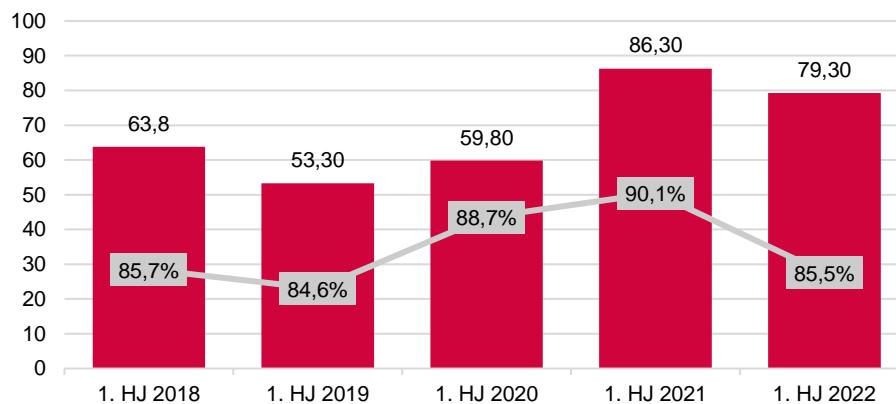
in Mio. €	1. HJ 2020	1. HJ 2021	1. HJ 2022
Bereinigte Netto-Aufgelder	5,76	7,55	7,30
EBITDA	1,35	2,34	2,01
<i>EBITDA-Marge</i>	23,5%	31,0%	27,6
EBIT	1,24	2,26	1,96
<i>EBIT-Marge</i>	21,5%	29,9%	26,8
EAT	0,85	1,54	1,38
EPS in €	0,53	0,96	0,83

Quelle: DGA, GBC

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA AG) hat kürzlich ihren Halbjahresbericht 2022 veröffentlicht. Demnach hat die Gesellschaft das erste Halbjahr erfolgreich abgeschlossen. Insgesamt wurden im ersten Halbjahr 670 Objekte (Vorjahr 680 Objekte für 86,3 Mio. €) für rund 79,3 Mio. € verkauft. An dieser Stelle gilt es festzuhalten, dass die DGA AG im Vorjahr außerordentlich hohe Objektumsätze erzielt hatte, die einem absoluten neuen Rekordwert entsprachen. Die Objektumsätze der abgelaufenen Berichtsperiode markieren den zweitbesten Wert eines Halbjahres, was angesichts der aktuellen Lage als ein Erfolg zu werten ist.

Angesichts der erwarteten rückläufigen Objektumsätze lagen die bereinigten Netto-Aufgelder im ersten Halbjahr bei 7,31 Mio. € und damit rund 3,1% unter dem Vorjahreswert von 7,55 Mio. €. Der Rückgang beim Objektumsatz ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass einige großvolumige Immobilien aus dem Auktions-Katalog insbesondere bei den Tochtergesellschaften – konkret bei der Westdeutsche Grundstücksauktionen AG und bei der Norddeutsche Grundstücksauktionen AG - letztendlich nicht veräußert werden.

Entwicklung des Objektumsatzes (in Mio. €) und der Verkaufsquoten (in %)



Quelle: DGA, GBC

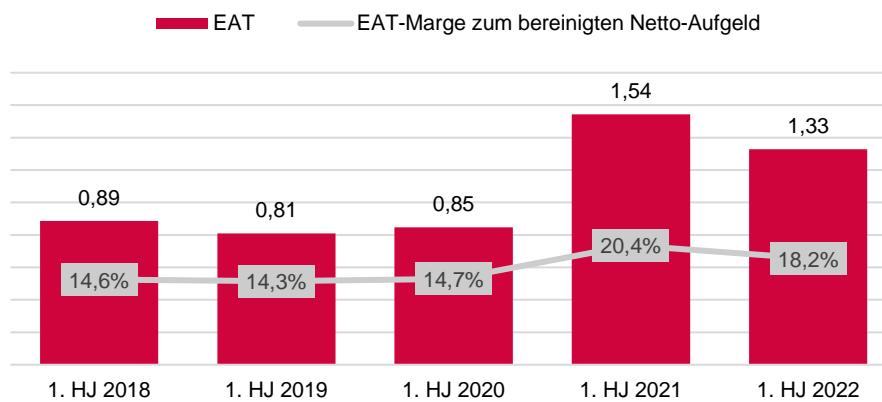
Insgesamt zeichnet sich auch im ersten Halbjahr 2022 ab, dass das Geschäftsmodell der DGA, auch in einem herausfordernden Marktumfeld resilient ist und das operative Geschäft tragfähig ist. Die Nachfrage nach Immobilien ist weiterhin hoch. Dies bestätigt auch die weiterhin sehr hohe Verkaufsquote der gesamten Gruppe in Höhe von 85,5% (Vorjahr: 90,1%).

Mit Blick auf die einzelnen DGA-Gesellschaften zeigt sich, dass die rückläufige Entwicklung im ersten Halbjahr insbesondere auf rückläufige Objektumsätze der Tochtergesellschaften Westdeutsche Grundstücksauktionen AG (-50,5 %) und Norddeutsche Grundstücksauktionen AG (-44,1 %) zurückzuführen ist. Im Vorjahr kam es bei diesen

Gesellschaften zu einem deutlichen Anstieg der Objektumsätze, so dass die aktuell rückläufige Entwicklung zu erwarten war. Zudem wurden einige großvolumige Objekte nicht veräußert, bzw. erst nach dem Stichtag veräußert. Demgegenüber legten die Umsätze der Deutsche Grundstücksauktionen um 28,4 % deutlich zu, was zu einem Kompensierungseffekt geführt hatte.

Die leicht rückläufige Entwicklung der Netto-Aufgelder findet sich auch im leicht rückläufigen Netto-Ergebnis wieder. Mit einem EAT in Höhe von 1,33 Mio. € (VJ: 1,54 Mio. €) wurde dabei abermals die Marke von 1,00 Mio. € übertroffen. Darüber hinaus lag die EAT-Marge mit 18,2 % (VJ: 20,4 %) auf einem weiterhin hohen Niveau.

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



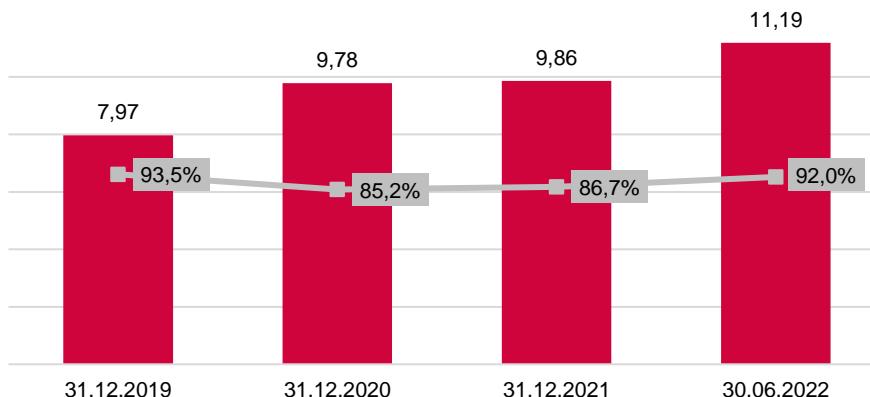
Quelle: DGA; GBC AG; *Netto-Marge bezogen auf die bereinigten Netto-Aufgelder

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2022

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Eigenkapital	7,97	9,78	9,86	11,18
EK-Quote (in %)	93,5%	85,2%	86,7%	92,0%
Operatives Anlagevermögen	2,37	2,31	2,09	2,19
Working Capital	6,19	9,17	9,28	9,97
Liquide Mittel	2,28	2,84	1,85	3,73
Cashflow	0,69	2,28	2,42	-

Quelle: DGA AG; GBC AG

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



Quelle: DGA; GBC AG

Analog zur operativen Entwicklung konnte das Unternehmen zum 30.06.2022 ihre Bilanzkennzahlen nochmals verbessern. Sowohl das Eigenkapital als auch die

Eigenkapitalquote erhöhten sich 30.06.2022 auf 11,18 Mio. € (31.12.2021: 9,86 Mio. €) bzw. auf 92,2 % (31.12.2021: 86,7 %).

In diesem Zusammenhang verfügt die Gesellschaft über eine außerordentlich hohe Eigenkapitalquote und benötigt keinerlei Fremdfinanzierung für das Unternehmenswachstum. Durch die starke Markstellung und positive operative Geschäftsentwicklung refinanziert sich das Unternehmen aus einem starken operativen Cashflow heraus und ist daher nicht auf Fremdkapitalmittel angewiesen. Hier ist zu erwähnen, dass das Geschäftsmodell der DGA AG mit grundsätzlich niedrigen Investitionsbedürfnissen einhergeht, was die schlanken Bilanzstruktur erklärt. Zudem verfügt das Unternehmen über eine gute Liquiditätslage (liquide Mittel zum 30.06.22: 3,73 Mio. €), welche unter anderem eine Fortsetzung der ausschüttungsfreundlichen Dividendenpolitik ermöglicht.

Prognose für 2022, 2023 und 2024

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Bereinigte Netto-Aufgelder	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

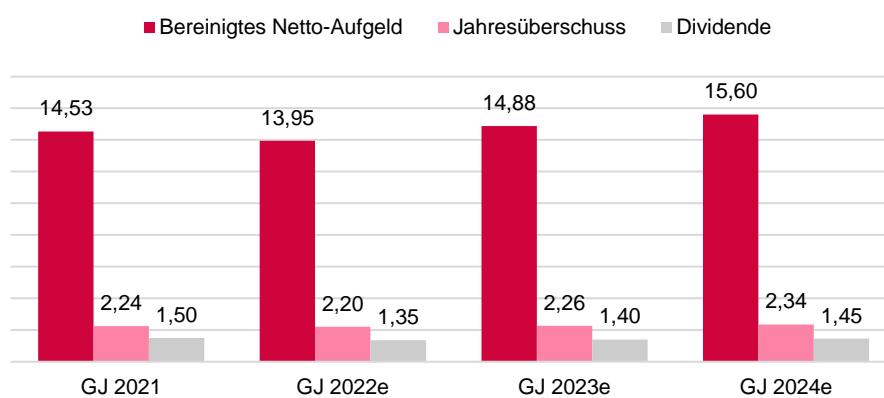
Quelle: GBC

Das Geschäftsjahr 2022 ist weiterhin geprägt von zahlreichen Unsicherheitsfaktoren sowohl auf konjunktureller als auch geopolitischer Ebene. Die aktuellen Rahmenbedingungen mit den o.g. Unwägbarkeiten und deren Einfluss auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen machen eine Jahresprognose äußerst schwierig. Dennoch hat die DGA das erste Halbjahr erfolgreich abgeschlossen und stellt die Robustheit des Geschäftsmodells unter Beweis. Zudem blickt die Gesellschaft zuversichtlich in die zweite Jahreshälfte und bestätigt die ausformulierte Guidance.

Aus dem kürzlich veröffentlichten Halbjahresbericht geht hervor, dass das akquirierte Einlieferungsvolumen der gesamten Gruppe für das dritte Quartal bereits über dem Vorjahresniveau liegt. Konkret beträgt dieses rund 52,7 Mio. € (Vorjahr 40,7 Mio. €) und liegt somit um 29,5 % über dem Vorjahreswert. Aufgrund verschlechterter Finanzierungsbedingungen geht die DGA jedoch davon aus, dass der Quartals-Objektumsatz sich im Vergleich zum Vorjahr nicht verbessern wird. Einen Objektumsatz in Höhe von rund 42,3 Mio. € auf Vorjahresniveau schätzt das Unternehmen für realistisch und machbar ein.

Trotz eines äußerst herausfordernden Markumfelds hält die DGA AG weiterhin an der bereits ausformulierten Guidance fest, wonach für das laufende Geschäftsjahr ein Objektumsatz in Höhe von 150 Mio. € erwartet wird. Auch wir behalten unsere Prognose bei und kalkulieren mit einem Objektumsatz in Höhe von 155 Mio. €. Im ersten Halbjahr hat die Gesellschaft mit einem Objektumsatz in Höhe von 79,3 Mio. € mehr als die Hälfte unserer Prognose erreicht.

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



Quelle: GBC AG

Insgesamt behalten wir unsere bisherigen Umsatzprognosen- und Ergebnisprognosen unverändert bei. Für das laufende Geschäftsjahr 2022 kalkulieren wir demnach mit Umsatzerlösen in Höhe von 13,95 Mio. € (2021: 14,53 Mio. €) und demzufolge mit einem Umsatzerlösen für das Gesamtjahr 2022 in Höhe von -3,9%. Für die weiteren Geschäftsjahre 2023 und 2024 erwarten wir eine Steigerung der Netto-Aufgelder auf 14,88 Mio. € (2023e)

respektive auf 15,60 Mio. € (2024e). Auf Nettoergebnis-Ebene prognostizieren wir für das laufende Geschäftsjahr 2022 unverändert 2,20 Mio. €. In den Folgejahren dürfte hier auf Grundlage steigender Erträge auch das Netto-Ergebnis jeweils leicht auf 2,26 Mio. € (2023e) respektive 2,34 Mio. € (2024e) zulegen.

Trotz eines herausfordernden Marktumfelds dürfte sich die operative Geschäftsentwicklung weiterhin dynamisch entwickeln und stets profitabel bleiben. Zudem ist davon auszugehen, dass sich auch aufgrund der Inflation das Preisniveau der Immobilien stabil auf einem hohen Niveau bleibt und sich somit die Objektumsätze und Netto-Aufgelder, bei gleichbleibend hohen Verkaufsquoten, zukünftig gut entwickeln werden.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 28,00 € (bisher: 29,65 €) ermittelt. Auf der einen Seite führt der turnusmäßige Roll-Over-Effekt zu einem Anstieg der Kursziels. Auf der anderen Seite haben wir in den gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) den marktbedingten Anstieg des risikolosen Zinssatzes angepasst. Als risikolosen Zins verwenden wir aktuell 1,25 % (bisher: 0,4 %), wodurch sich die Kapitalkosten (WACC) auf 6,75 % (bisher: 5,90 %) erhöhen. Die damit zusammenhängende Kurszielreduktion überwiegt den Roll-Over-Effekt. 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 21,9 % 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 1,25% (bisher: 0,40%).

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 Prämisen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,75% (bisher: 5,90%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,75 % (bisher: 5,90%).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 28,00 € (bisher: 29,65 €) ermittelt. Der Anstieg des WACC, als Folge des höheren risikolosen Zinssatzes, überwiegt die positive Auswirkung des turnmuspäßigen Roll-Over-Effektes.

DCF-Modell

Deutsche Grundstücksauktion - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	final - Phase
Umsatzwachstum	1,5%
EBITDA-Marge	23,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	9,0%
Working Capital zu Umsatz	34,3%
ewiges Umsatzwachstum	1,5%
ewige EBITA - Marge	21,9%
effektive Steuerquote im Endwert	31,5%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Bereinigtes Netto-Aufgeld	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	3,67	3,72	3,78	3,83	3,89	
EBITDA-Marge	24,3%	23,4%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	
EBITA	3,22	3,31	3,42	3,47	3,52	3,57	3,62	3,67	
EBITA-Marge	23,1%	22,2%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%
Steuern auf EBITA	-1,02	-1,04	-1,08	-1,09	-1,11	-1,12	-1,14	-1,16	
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	2,38	2,41	2,45	2,48	2,52	
Kapitalrendite	33,2%	32,9%	32,3%	31,7%	31,5%	31,4%	31,4%	31,3%	31,3%
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%	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	3,67	3,72	3,78	3,83	3,89	
Steuern auf EBITA	-1,02	-1,04	-1,08	-1,09	-1,11	-1,12	-1,14	-1,16	
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	2,23	2,28	2,32	2,36	2,40	46,30

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	41,30	42,18
Barwert expliziter FCFs	11,99	10,89
Barwert des Continuing Value	29,31	31,29
Nettoschulden (Net debt)	-2,87	-2,62
Wert des Eigenkapitals	44,17	44,80
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	44,17	44,80
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	27,61	28,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,00
Eigenkapitalkosten	6,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	6,8%

Kapitalrendite	WACC				
	6,2%	6,5%	6,8%	7,1%	7,4%
30,8%	30,90	29,18	27,67	26,33	25,13
31,1%	31,09	29,36	27,84	26,48	25,27
31,3%	31,28	29,54	28,00	26,63	25,41
31,6%	31,47	29,71	28,16	26,79	25,55
31,8%	31,66	29,89	28,33	26,94	25,70

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 Wertpapiergegesetze 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 automatischen 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 >= + 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 <= - 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 Studienerstellung 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 Researchnstitut 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:

Marcel Schaffer, 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