



Researchstudie (Anno)



DEUTSCHE GRUNDSTÜCKSAUKTIONEN AG

Stand 25.08.2008

KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 24

Deutsche Grundstücksauktionen AG ^{(6)*}

KAUFEN

Kursziel: 20,54 Euro

Kurs: 15,40 Euro
20. August 2008 ;
14.06 Uhr, XETRA

**Letztes Rating/
Kursziel:**
30. Juli 2007
KAUFEN /29,35 EUR

Marktsegment:
Open Market
(Freiverkehr)

Rechnungslegung:
HGB

Analysten:

Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

Deutsche Grundstücks-
auktionen AG

Kurfürstendamm 206
D-10719 Berlin

Tel.: 030 88468-80
Fax.: 030 88468-888

Info:
kontakt@dga-ag.de
www.immobiliien-
auktionen.de

Unternehmensprofil:

Branche: Immobiliendienstleistungen

Fokus: Auktionen

Mitarbeiter: 100 (31.12.2007)

Firmensitz: Berlin, D

Gründung: 1998

Vorstand: Hans Peter Plettner

WKN: 553340

ISIN: DE0005533400

Börsenkürzel: DGR.ETR

Anzahl Aktien: 1,6 Mio. Stück

Marktkap: 24,64 Mio. EUR

Streubesitz: 48,8 %

52 W Hoch: 21,80 EUR

52 W Tief: 15,02 EUR

* Quelle Comdirect (Frankfurt Parkett und Xetra, 250 Tage),



In Mio. Euro ¹⁾	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Objektumsätze	123,310	126,003	105,000	125,000
Objektumsatzmarge	9,8 %	9,6 %	10,4 %	10,6 %
Umsatzerlöse ²⁾	12,088	12,142	10,920	13,250
EBITDA	3,054	3,225	2,520	3,420
EBIT	2,774	3,004	2,310	3,210
Jahresüberschuss	1,736	1,939	1,617	2,247
In Euro				
Gewinn je Aktie	1,08	1,21	1,01	1,40
Dividende je Aktie	1,10	1,20	1,00	1,30
in % vom Rohertrag				
EBITDA-Marge	25,3	24,7	23,1	25,8
EBIT-Marge	23,0	23,0	21,2	24,2
Dividendenrendite	7,1 %	7,8 %	6,5 %	8,4 %
Eigenkapitalrendite	19,2 %	18,4 %	17,2 %	23,9 %
Kennzahlen				
KGV	14,20	12,71	15,24	10,97
KBV (EK-Basis z. 31.12.2007)	2,62			

¹⁾ Alle Angaben für Deutsche Grundstücksauktionen als Gruppe

²⁾ Nettocourtageerlöse

Highlights:

- Erfolgreichstes Geschäftsjahr der Unternehmensgeschichte
- Neugegründetes Auktionshaus im Westen soll Weichen für weiteres Wachstum stellen
- 2008 wird schwächer, 2009 aber wieder auf hohem Niveau erwartet
- Planung für Unternehmensnachfolgeregelung bereits ausgearbeitet

Inhaltsangabe

Unternehmen

Profil.....	4
Organisationsstruktur des Unternehmens.....	4
Organe der Gesellschaft.....	5
Unternehmenshistorie.....	6
Geschäftstätigkeit.....	7
Aktionärsstruktur.....	8
Unternehmenstermine.....	8

Markt/Strategie

Die Immobilienmärkte.....	9
Unternehmensstrategie.....	12
SWOT-Analyse.....	13

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	14
Entwicklung des Geschäftsjahres 2007.....	15
Deutsche Grundstücksauktionen AG und seine Tochtergesellschaften.....	16
Nachfolgeregelung für die Deutsche Grundstücksauktionen AG	19

Bewertung/Fazit

DCF-Bewertung.....	20
Bestimmung der Kapitalkosten.....	20
Discounted Cashflow-Modell.....	21
Ausblick & Fazit.....	22

Anhang

Bilanzdaten der vergangenen Geschäftsjahre.....	23
§1 Disclaimer/Haftungsausschluss.....	24
Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV	25

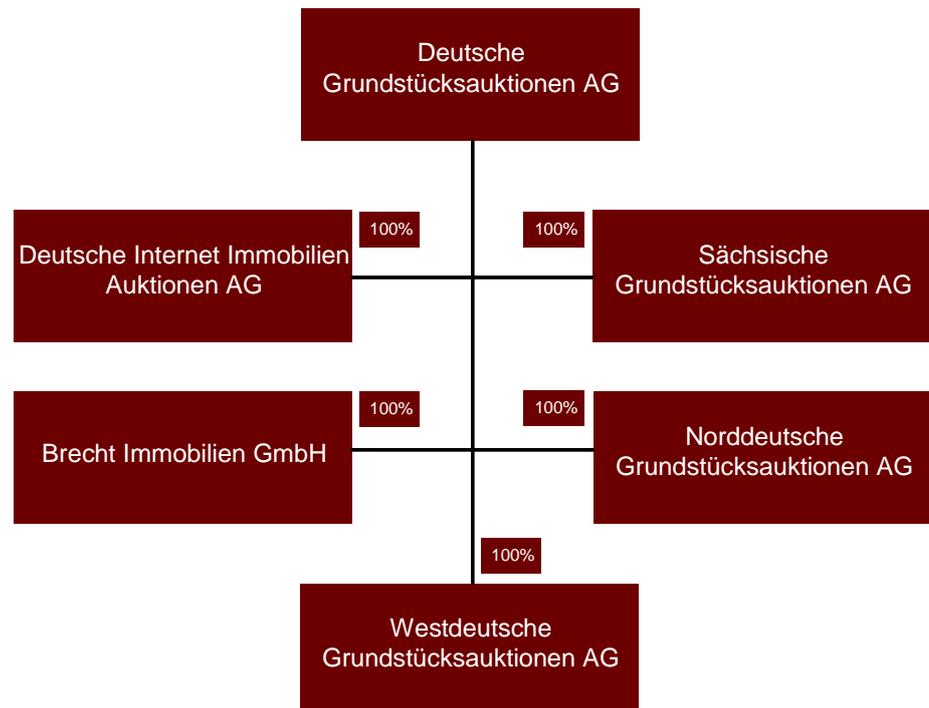
Unternehmen

Profil

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) mit Sitz in Berlin ist zusammen mit ihren Tochterunternehmen als größtes Auktionshaus für Immobilien und Grundstücke marktführend in Deutschland. Der Großteil des Geschäftes erfolgt mit Wohn- und Gewerbeimmobilien in den neuen Bundesländern. Dabei erhält die Gesellschaft aus den Verkaufserlösen der jeweiligen Immobilien (Objektumsatz) eine Courtage vom Käufer und je nach Vertragsgrundlage auch vom Verkäufer. In der Regel ist die erzielbare Courtagemarge, auf die Objektumsätze bezogen, deutlich höher als bei Maklergeschäften. Haupteinlieferer von Immobilien und Grundstücken sind Treuhandliegenschaften, Bund, Länder, Landkreise, Gemeinden, Städte und Insolvenzverwalter. Um eine zusätzlich signifikante Umsatzausweitung im höherpreisigen Immobilienmarkt der alten Bundesländer zu erreichen, wurde zum 18. März 2008 die Westdeutsche Grundstücksauktionen AG neu gegründet. Der Konsolidierungskreis der DGA beherbergt somit mittlerweile fünf Tochterunternehmen.

Organisationsstruktur des Unternehmens

In der folgenden Grafik veranschaulicht sich die Struktur der Deutsche Grundstücksauktionen AG.



Quelle: Deutsche Grundstücksauktionen AG

Der Vorstand der Gesellschaft

Organe der Gesellschaft

Vorstand

Hans Peter Plettner

- Nach dem Abitur Lehre bei Siemens als Industriekaufmann
- 1963 – als Angestellter in der Immobilienbranche tätig
- Ab November 1964 selbständig als Immobilienmakler in Berlin
- Seit 1984 vom Senator für Wirtschaft, Berlin öffentlich bestellter und vereidigter Grundstücksauktionator
- Seit 1985 persönlich haftender geschäftsführender Gesellschafter der Berliner Grundstücksauktionen KG
- Am 1.7.1998 wurde diese Gesellschaft in die Deutsche Grundstücksauktionen AG umgewandelt. Seit diesem Zeitpunkt ist Herr Plettner Vorstand der Gesellschaft.
- Hans Peter Plettner wird das Vorstandsamt voraussichtlich bis zum 31.12.2009 weiter bekleiden. Nachfolger wird ihm danach als Vorstandsvorsitzender voraussichtlich sein Sohn Michael Plettner, bis dato Vorstand der Sächsische Grundstückstückauktionen AG und als weiterer Vorstand Dipl. Jur. Gerd Fleischmann, bis dato Generalbevollmächtigter der Deutsche Grundstücksauktionen AG (Zur geplanten Nachfolgeregelung siehe Seite 19).

Kontrollorgane der Gesellschaft

Die Aufsichtsräte

Günter Ansorge
Berlin/Kaufmann
Seit 1999 Vorsitzender des Aufsichtsrates

Michael Siegmund
Frankfurt am Main
Seit 1999 Aufsichtsrat

Manfred Krüger
Berlin/Kaufmann
Seit 1999 Aufsichtsrat

Wurzeln reichen bis
1984 zurück

Unternehmenshistorie

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG hat ihre Wurzeln in der Berliner Grundstücksauktionen Organisationsgesellschaft mbH & Co. Diese wurde von Hans Peter Plettner im Jahr 1984 gegründet. 1998 wurde die Gesellschaft in Deutsche Grundstücksauktionen AG umfirmiert und an der Berliner Börse notiert. Es folgten die Übernahmen des Auktionshauses Dresden e. K. (heutige Sächsische Grundstücksauktionen AG), der Brecht Immobilien e. K. und die Gründung der Norddeutsche Grundstücksauktionen AG, der Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH sowie der Westdeutsche Grundstücksauktionen AG.

Überblick der wichtigsten Ereignisse in der Entwicklung der Gesellschaft:

Jahr	Ereignis
1984	Hans Peter Plettner erhält vom Senator für Wirtschaft die öffentliche Bestellung als Grundstücksauktionator Gründung der Berliner Grundstücksauktionen Organisationsgesellschaft mbH & Co. durch Herrn Hans Peter Plettner
1985	Erste Auktion in Berlin mit 19 Objekten
1990	Versteigerung der ersten Immobilien aus Ost-Berlin (3 Wochen nach Wiedervereinigung)
1998	Umwandlung in Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) mit Sitz in Berlin. Unternehmensgründer Plettner wird Vorstand der DGA Die Hauptversammlung beschließt das Grundkapital von 2,5 Mio. DM auf 4 Mio. DM zu erhöhen
1999	Börsengang und Platzierung von 800.000 nennwertlosen Aktien im Berliner Freiverkehr. Die Altaktionäre verzichteten auf das Bezugsrecht.
1999	Mehrheitserwerb des Auktionshauses Dresden e. K. und Weiterführung unter der Firmierung „Sächsische Grundstücksauktionen AG“
2000	Die Norddeutsche Grundstücksauktionen AG mit Sitz in Rostock wird als 100%ige Tochter der DGA gegründet
2001	Übernahme der restlichen Minderheitenanteile der Sächsischen Grundstücksauktionen AG
2002	Übernahme der Brecht Immobilien e. K. Das seit 15 Jahren existierende Maklerunternehmen wird in eine GmbH umgewandelt.
2003	Erste Auktionen über das Internet
2004	Gründung der „Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH“ (DIIA) als 100 %ige Tochter der Deutschen Grundstücksauktionen AG mit Sitz in Berlin
2006	Aktiensplit am 1.08.2006 (Teilung des Grundkapitals); die Zahl der Stückaktien wird von 800.000 auf 1.600.000 erhöht
2007	HV-Beschluss (28.06.07) des Gewinnabführungsvertrages mit der DIIA
2008	Neugründung (18.03.08) der Tochtergesellschaft Westdeutsche Grundstücksauktionen AG

Quelle: Deutsche Grundstücksauktionen AG, Geschäftsberichte

Geschäftstätigkeit

Rechtsverbindliche Kaufverträge auf den Auktionen

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG und ihre Töchter organisieren Auktionen auf denen Immobilien, Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte versteigert werden. Dabei sind die auf Auktionen geschlossenen Kaufverträge rechtsverbindlich und können danach nicht einseitig rückgängig gemacht werden.

Ca. 50 Auktionen pro Jahr

Die zirka 50 Auktionen pro Jahr finden in angemieteten Räumen im vierteljährlichen Turnus statt. Die Abwicklung der Geschäfte erfolgt dann vor Ort nach dem Zuschlag. Für jedes eingelieferte Objekt wird im Vorfeld ein Bewertungsgutachten erstellt. Erteilt darauf hin der Einlieferer den Auftrag zur Versteigerung, wird das zu versteigernde Objekt in den Auktionskatalog aufgenommen. Dieser wird in gedruckter Ausgabe mit einer Auflage von rund 75.000 Exemplaren an einen umfangreichen Adressatenkreis zugesandt und erreicht dabei geschätzte 250.000 Leser. Über die Plattform der Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH konnte dieser Adressatenkreis mit mehr als 500.000 monatlichen Zugriffen noch weiter erhöht werden.

Hohe Reichweite von 250.000 Lesern mit Auktionskatalog

Attraktive Provisionen erzielbar

Auf den erzielten Verkaufserlös auf den Auktionen (Objektumsatz) ist eine Courtage vom Käufer (oft auch vom Verkäufer) an das Auktionshaus zu bezahlen. Die Courtageerlöse bewegen sich zwischen 6 % und 20 % des Objektumsatzes. Je kleiner das Objekt, desto höher fällt i.d.R. die Courtage aus.

DGA Gruppe umfasst ca. 100 Mitarbeiter

Die Deutsche Grundstücksauktionen und ihre Tochtergesellschaften, Sächsische Grundstücksauktionen AG, Brecht Immobilien GmbH, Norddeutsche Grundstücksauktionen AG, Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH, sowie nun auch die Westdeutsche Grundstücksauktionen AG beschäftigen insgesamt ca. 100 Mitarbeiter. Bei der Muttergesellschaft sind 47 Mitarbeiter beschäftigt.

Sehr geringe Mitarbeiterfluktuation

Die Gesellschaft zahlt nach eigenem Bekunden deutlich überdurchschnittliche Gehälter. Eine Fluktuation bei den Mitarbeitern ist deshalb eigentlich nicht vorhanden. Die Unternehmensleitung legt großen Wert auf Mitarbeiterzufriedenheit und geringe Fluktuation, da das Geschäft der Immobilienauktionen in keinem Ausbildungsprofil besonders berücksichtigt ist. Die Gesellschaft bildet deshalb stets selbst aus. Die Auktion als Plattform zur Veräußerung von Grundstücken und Immobilien findet weiter zunehmend Akzeptanz bei institutionellen und privaten Interessenten. Während vor einigen Jahren noch erheblicher Überzeugungsaufwand notwendig war, um potentielle Verkäufer vom Nutzen einer Auktion zu begeistern, ist dies gegenwärtig nicht mehr notwendig. Die DGA hat mit ihren Auktionen derzeit einen Marktanteil von über 80 % in Deutschland. Auch die Geschäftstätigkeit der Tochter Deutsche Internet Immobilien Auktion GmbH entfaltet eine zunehmende Dynamik. Sie ist in Deutschland das einzige Unternehmen, das gewerblich „echte“ Grundstücksauktionen im Internet durchführt.

Hohe Akzeptanz von Auktionen und hoher Marktanteil der DGA

Die Haupteinlieferer von Immobilien und Grundstücken sind neben Privatpersonen und gewerblichen Grundstückshändlern vor allen Dingen, die Öffentlichen Hände, d.h. der Bund und seine Gesellschaften, Länder, Städte und Gemeinden, gemeinnützige Organisationen, Kreditinstitute, Insolvenzverwalter, Nachlass- und Vormundschaftspflegschaften.

Mehr private und kommerzielle Anbieter, öffentliche Hände aber weiter wichtig

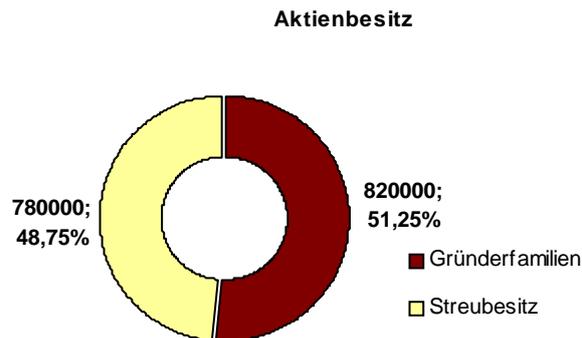
Die Auftraggeberstrukturen haben sich auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 weiterhin zugunsten privater und kommerzieller Grundstücksanbieter verschoben. Die Gewichte haben sich erstmals so verschoben, dass öffentliche Auftraggeber weniger als die Hälfte des Verkaufsvolumens ausmachten. Dennoch nehmen die Versteigerungsaufträge staatlicherseits nach wie vor eine wichtige Stellung ein.

Anteilmehrheit liegt bei Gründerfamilien

Aktionärsstruktur

Die Aktien der Gesellschaft liegen gemäß unseren Informationen mehrheitlich in den Händen der Gründerfamilien (Plettner, Ansorge, Hopp, Krüger). Im Streubesitz befinden sich 48,8 %.

Anteilseigner	Anteil
Gründerfamilien insgesamt	51,3 %
Streubesitz	48,8 %



Quelle: GBC AG Schätzungen

Die kommenden Auktionstermine der DGA Gruppe im Jahr 2008

Unternehmenstermine

Ereignisse	Termine
Herbstauktionen	
Deutsche Grundstücksauktionen AG	18.09.-23.09.2008
Sächsische Grundstücksauktionen AG	28.08.-06.09.2008
Norddeutsche Grundstücksauktionen AG	26.09.-27.09.2008
Brecht Immobilien GmbH	07.09.2008
Westdeutsche Grundstücksauktionen AG	Spätherbst 2008
Winterauktionen	
Deutsche Grundstücksauktionen AG	12.12.-15.12.2008
Sächsische Grundstücksauktionen AG	25.11.-29.11.2008
Norddeutsche Grundstücksauktionen AG	18.12.-20.12.2008
Brecht Immobilien GmbH	06.12.2008
Westdeutsche Grundstücksauktionen AG	Winter 2008
Internetauktionen	
Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH	21.08./07.09.2008

Die Immobilienmärkte

Die Entwicklung an den Immobilienmärkten

Die fundamentale Situation an den Immobilienmärkten Deutschlands stellte sich im Jahr 2007 weiterhin robust dar. Die Leerstandsquoten sind im Jahr 2007 weiter zurückgegangen. Besonders bei Bestandsimmobilien in Ballungsräumen sind die Leerstandsquoten stark rückläufig gewesen. Dennoch waren in strukturschwachen regionalen Marktsegmenten noch deutliche Angebotsüberhänge zu vermeiden. Auch die Bauinvestitionen in Deutschland sind sogar das zweite Jahr in Folge gestiegen. Insgesamt wurde im Jahr 2007 ein Volumen von fast 95 Mrd. € an Immobilien umgesetzt. Jedoch ergab sich im zweiten Halbjahr 2007 eine deutliche Trendwende im Gefolge der Immobilien- und Finanzkrise in den USA, die wiederum auf die globalen Finanz- und Märkte ausstrahlte.

Eine Mischung aus extrem hoher Verschuldung von Immobilienkäufern sowie leichfertiger, zeitweise fast blinder Kreditgewährung in den USA legte die Grundlage für die größte Kreditkrise seit der Weltwirtschaftskrise. Durch Kreditausfälle verschlechterte sich die Vermögenslage der internationalen Banken dramatisch. Dies wiederum führte zu einer äußerst restriktiven Kreditvergabe der Banken. Selbst die Kreditvergabe der Banken untereinander kam zeitweise ins Stocken, was sich in rekordhohen Interbankensätzen wie LIBOR, EURIBOR etc. immer noch ablesen lässt. Bis zum Sommer 2007 bestimmten stark fremdfinanzierte Käufer auch den Markt für Immobilien in Deutschland. Doch seither machte sich der Einfluss der Finanzkrise bemerkbar, da der Markt für internationale Immobilienfinanzierungen, der Motor für viele Immobilieninvestitionen, praktisch fast zusammenbrach.

Aktuellste Marktanalysen zeigen auch, dass die Käuferstruktur sich im 2. Halbjahr 2007 deutlich veränderte. Wie nicht anders zu erwarten, ging der Anteil von Private Equity Funds bei Investitionen in Wohnimmobilien deutlich zurück. Andererseits hat sich der Anteil von inländischen Fondsgesellschaften im Zuge dieser Entwicklung auf 32 % verdoppelt.

Die Einschränkung bei der Finanzierungstätigkeit ist nicht mehr nur auf „subprime“-Hypotheken beschränkt. Fast alle Immobilieninvestitionen sind nun von der neuen Zurückhaltung der Banken getroffen.

Neben der erschwerten Finanzierungssituation sind insbesondere ausländische Investoren zudem von unvorteilhaften Währungsbewegungen betroffen. Insbesondere das britische Pfund hatte mit 20% Abschlag zum Euro erheblich gelitten. Das Potential einer Erholung des Pfundes gegenüber dem Euro verschlechtert dabei die Renditeerwartung von in britischen Pfund finanzierten Investitionen.

Nicht nur für ausländische Fondsgesellschaften hat sich die Investitionsgrundlage entscheidend verändert, auch kleine und mittlere ausländische Investoren, die häufig auf den Auktionen der Deutschen Grundstücksauktionen vertreten waren, müssen sich zunehmend zurückhalten. Bisher war es häufige Praxis, die Immobilien im Heimatland zu beleihen, um in Deutschland auf Preissteigerungen bei Immobilien zu spekulieren. Durch die starken Anstiege der Immobilienwerte und damit deren Beleihungsgrenze im heimischen Markt, konnten die Investoren fast stetig in Deutschland investieren. Doch durch die Stagnation oder gar den Rückgang der Immobilienpreise im Heimatland, funktioniert diese „Eigenkapitalextraktion“ nun nicht mehr in bisherigem Umfang.

Weiterhin robuste Situation am Immobilienmarkt im Jahr 2007...

...aber Trendwende im 2. Halbjahr 2007 durch Finanzkrise

Mittlerweile sehr restriktive Kreditvergaben

Private Equity Fonds als Käufer zurückgegangen

Rückgang ausländischer Investoren im Zuge der Finanzmarktkrise und Währungsentwicklung

"Eigenkapitalextraktion" funktioniert nicht mehr in bisherigem Umfang

Weniger ausländische Investoren auf den Auktionen der DGA

Noch im ersten Halbjahr 2007 wurden auf den Auktionen der Deutschen Grundstücksauktionen und deren Tochterunternehmen etwa 45 % der Objekte an ausländische Investoren verkauft. Auf den Frühjahrsauktionen in 2008 betrug dieser Anteil nur noch etwa 20%. Daraus zeigt sich die bestehende Finanzkrise konkret

Gerade bei britischen Investoren führte das Übergreifen der Finanzkrise auf Großbritannien sowie die Abwertung des Pfundes nicht nur zur Zurückhaltung beim Erwerb neuer Objekte sondern auch zu einem gewissen Verwertungsdruck von Bestandsimmobilien.

Während sich in den Immobilienmärkten der USA, Großbritanniens, Irlands und Spaniens langjährige Immobilienpreisanstiege mit riskanten Finanzierungsformen verbanden, war dies am deutschen Immobilienmarkt nicht in dem Maße zu beobachten. Bestärkt durch die Erfahrungen des Wiedervereinigungsbooms und der nachfolgenden Krise in Deutschland, sind Immobilien hierzulande in der Regel solide finanziert. Zudem sind die deutschen Immobilien im internationalen Vergleich vergleichsweise günstig.

Immobilienpreisniveau könnte stark rückläufig werden

Doch auch in Deutschland begannen die Immobilienpreise bereits Ende 2007 leicht zu bröckeln und dies könnte sich fortsetzen. Der Vorstand der Deutschen Grundstücksauktion AG Hans Peter Plettner sieht das Immobilienpreisniveau in Deutschland wieder auf das Niveau vor dem Boom von 2005 bis 2007 zurückgehen. Dazu würden weitere Abschläge von 15-20 % auf die gegenwärtigen Preise nötig sein. Eine gewisse Analogie zum Wiedervereinigungsboom und der folgenden Krise kann man dabei schwer von der Hand weisen.

Verwertungsdruck steigt

Einerseits wird ein zunehmender Verwertungsdruck von privaten und professionellen Immobilienkäufern auf dem Wege der Insolvenz erwartet. Aufgrund zunehmenden Druck von Banken und schlechterer wirtschaftlicher Rahmenbedingungen dürfte sich dieser zum Ende des Jahres verstärken. Gegenwärtig gibt es bei der DGA bereits Anfragen von Kunden des gewerblichen Grundstückshandels, die den Vertriebsweg der Auktion wieder verstärkt als Instrument für einen dringenden Verkauf sondieren. Zum Ende des Jahres erwartet der Vorstand eine deutliche Zunahme von Objekten die zwecks dringlicher Verwertung den Auktionen zugeführt werden.

Mehr Objekte auf Auktionen erwartet

DGA könnte profitieren

Die Deutsche Grundstücksauktion AG sieht sich in der vorteilhaften Situation, von einem Verkaufsdruck profitieren zu können. Zwar werden in der Baisse nicht die hohen Aufschläge auf die Auktionslimits erreicht wie in der Boomphase, jedoch könnte dies durch höhere Objektumsatzmargen und höhere Objektzahlen überkompensiert werden.

Verschiebung der Käuferstrukturen

Andererseits bewirkt das bereits moderatere Preisniveau wieder verstärktes Kaufinteresse inländischer Käufer. Ferner beobachtet das Auktionshaus eine verstärkte Verlagerung der internationalen Käufersegmentierung von West nach Ost. Hierzu zählen Kunden aus Albanien, Polen, Rumänien, Russland, der Tschechischen Republik sowie Ungarn. Nicht zuletzt betrachtet man inländische Immobilienkäufer als finanzstarke Akteure, die bei ermäßigtem Niveau starkes Kaufinteresse erwarten lassen.

Mittel- bis langfristige Aussichten des Immobilienmarktes

Wenig Neubautätigkeit führt zu sinkenden Leerstandsquoten

Auf der Angebotsseite bei Wohnimmobilien kann man weiterhin feststellen, dass die Neubautätigkeit unter den langfristig geschätzten mittelfristigen Bedarfswerten für West- und Ostdeutschland liegen. Die niedrigen Neubauquoten und damit sinkende Leerstandsquoten werden beim Wohnraum sowie bei Büroimmobilien tendenziell weiterhin zu einer Verknappungssituation in nach-

gefragten Lagen führen. Diese Entwicklung führt dann über mittelfristig steigende Mietniveaus wiederum zu höheren Immobilienpreisen.

Nachfrageseitig wird erwartet, dass sich veränderte Lebensgewohnheiten (mehr Einzelhaushalte und mehr Platzbedarf) dem Bevölkerungstrend der abnehmenden Gesamtbevölkerung weiter entgegenwirkt. Dazu muss aber einschränkend hinzu gefügt werden, dass die Entwicklung von Angebot und Nachfrage und damit von Miet- und Preisniveau sich regional sehr stark unterscheiden.

DGA könnte von Krise sogar profitieren

Zusammenfassend erwarten wir, dass die DGA nach einer Delle im Jahr 2008, in den nachfolgenden Jahren von einer „Immobilienkrise“ eher profitieren wird, denn darunter leiden. Denn Immobilienauktionen stellen besonders in Krisenphasen einen sehr effizienten und marktgerechten Vertriebsweg dar.

Auktionen sind besonders effizienter Vertriebsweg in Krisenphasen

Starke Marktposition
und hohe Markt-
eintrittsbarrieren

Internettochter lässt
weiteres sehr profi-
tables Wachstum er-
warten

Wachstum auch im
Westen

Unternehmensstrategie

Wettbewerbsposition

Die Wettbewerbsposition der Deutsche Grundstücksauktionen AG und ihrer Tochtergesellschaften ist sehr stark. Der Marktanteil der Gruppe bei gewerblichen Versteigerungen fremder Grundstücke und fremden grundstücksgleichen Rechten beträgt nach Recherchen des Unternehmens über 80 %. Das einzig derzeit unserer Ansicht nach erwähnenswerte konkurrierende Unternehmen ist die Karhausen Immobilien-Auktionen Organisationsgesellschaft aus Berlin. Ein neu eintretender Wettbewerber würde auf erhebliche Schwierigkeiten stoßen, da das Fachpersonal und die Erfahrungswerte fehlen. Zudem ist der Firmenname "Deutsche Grundstücksauktionen AG" ein wertvoller immaterieller Wert an sich, mit dem der Gesellschaft eine besondere Position in der Wahrnehmung sicher ist. Ähnliches gilt auch für die Firmennamen der Töchter Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH, Sächsische Grundstücksauktionen AG, Norddeutsche Grundstücksauktionen AG und nun auch Westdeutsche Grundstücksauktionen AG.

Das Geschäftsfeld der Internet Immobilien Auktionen

Die positiven Geschäftsaussichten der Deutschen Internet Immobilien Auktionen GmbH (DIIA) wurden mit einem starken Anstieg des Objektumsatzes in Höhe von 73 % im Jahr 2007 bestätigt. Die Zuwachsraten werden für die nächsten zwei bis drei Jahre im zweistelligen Prozentsatz mit einer entsprechenden Ergebnisverbesserung prognostiziert. Aufgrund der günstigen Kostenstruktur von Internetauktionen, bei denen der Versand teurer Kataloge sowie die Mietkosten von Versteigerungssälen entfallen, werden Objektumsatzmargen von durchschnittlich 12 % erwartet.

Das Internet-Unternehmen hat zur Zeit eine Alleinstellung bei gewerblichen Versteigerungen fremder Grundstücke und fremden grundstücksgleichen Rechten im Internet. Kernstück für diese Unternehmung bildet eine speziell entwickelte und mittlerweile erneuerte Plattform zur Auktionsabwicklung. Nach den ersten Erfolgen mit den Internetauktionen, wurden die Intervalle der Auktionen mittlerweile auf zwei Internet-Immobilien-Auktionen pro Monat verkürzt. Die Gesellschaft ist mittlerweile personell und materiell so ausgestattet worden, dass ein weiterer Anstieg der Versteigerungsobjektzahlen angestrebt werden kann.

Auf den Auktionen der Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH (zu finden unter www.diia.de) werden derzeit insbesondere Objekte im niedrigeren Preissegment versteigert. Aus mittelfristiger Sicht könnten auch höherwertigere Objekte dem Interessentenkreis angeboten werden.

Neues Auktionshaus für Westdeutschland

Zur weiteren Unterstützung des Wachstumsszenarios zählt auch die Gründung der Westdeutsche Grundstücksauktionen AG, die den hochpreisigen Markt der alten Bundesländer bedienen soll. Die Durchschnittspreise lagen 2007 im Westen bei 88.000 Euro und damit knapp doppelt so hoch wie in den neuen Bundesländern mit 45.500 Euro. Die ersten Auktionen der neuen Tochtergesellschaft sind für den Spätherbst und Winter dieses Geschäftsjahres anvisiert.

SWOT - ANALYSE

Stärken und Chancen

- Marktführer bei Immobilien- und Grundstücksauktionen in Deutschland
- Langjährige Erfahrung, Know-How bildet Eintrittsbarriere
- Gute Durchdringung des Marktes in Ostdeutschland
- Gute Chancen für Erweiterungen im Westen Deutschlands durch neues Auktionshaus
- Objektmargen sind deutlich höher als die übliche Maklercourtage
- Qualifikation des selbst ausgebildeten Personals stellt eine weitere Eintrittsbarriere in den Markt für Immobilienauktionen dar
- Hohes Interesse im Ausland am Know-How der Grundstücksauktionen AG
- Internettochter mit enormem Wachstum und Wachstumspotential
- Hohe Akzeptanz von Auktionen als Mittel zur Immobilienveräußerung auch in Krisenzeiten
- Gruppe hat keine zinsbaren Verbindlichkeiten und sehr solide Bilanz
- Hohe Kapital – und Eigenkapitalrenditen werden erzielt
- Plan für Unternehmensnachfolgeregelung bereits ausgearbeitet

Schwächen und Risiken

- Es besteht eine gewisse Abhängigkeit von den großen Einlieferern, derart, dass politische oder gesetzliche Veränderungen zu einer verzögerten Einlieferung von Objekten führen können
- Immobilienauktionen sind in Westdeutschland noch nicht so verbreitet
- Gefahr der Abwerbung von schwierig zu ersetzenden Mitarbeitern
- Starke Abhängigkeit von Schlüsselpersonen insbesondere vom Vorstand der Gesellschaft
- Geringe Transparenzvorschriften des Börsensegments Freiverkehr (Berichterstattung nur jährlich vorgeschrieben)
- Rechtliche Hürden einer möglichen Expansion ins Ausland sind hoch
- Finanzkrise belastet zumindest kurzfristig die Entwicklung der Objektsätze

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV in Mio. € ¹⁾	2005	2006	2007	2008e	2009e
DGA Gruppe					
Umgesetzte Objekte	2913	2539	2647	2550	3000
Veränderungsrate	-2,2 %	-12,8 %	4,3 %	-3,7 %	17,6 %
Objektumsätze	99,928	123,310	126,003	105,000	125,000
Objektmarge	11,1 %	9,8 %	9,6%	10,4 %	10,6 %
Umsatzerlöse ²⁾	11,070	12,088	12,142	10,920	13,250
Aufwand ohne Abschreibung	-8,534	-9,034	-9,826	-8,400	-9,830
EBITDA	2,556	3,054	3,225	2,520	3,420
Abschreibungen	0,272	0,280	0,221	0,210	0,210
EBIT	2,284	2,774	3,004	2,310	3,210
EBITDA-Marge	23,1 %	25,3 %	24,7 %	23,1 %	25,8 %
EBIT-Marge	20,6 %	23,0 %	23,0 %	21,2 %	24,2 %
Deutsche Grundstücksauktionen AG					
Jahresüberschuss	1,389	1,736	1,939	1,617	2,247
in €					
Gewinn je Aktie	0,87	1,08	1,21	1,01	1,40
Bruttodividende je Aktie	0,85	1,10	1,20	1,00	1,30
Renditen					
Eigenkapitalrendite	15,8 %	19,2 %	18,4 %	17,2 %	23,9 %

¹⁾ Alle Angaben für Deutsche Grundstücksauktionen als Gruppe

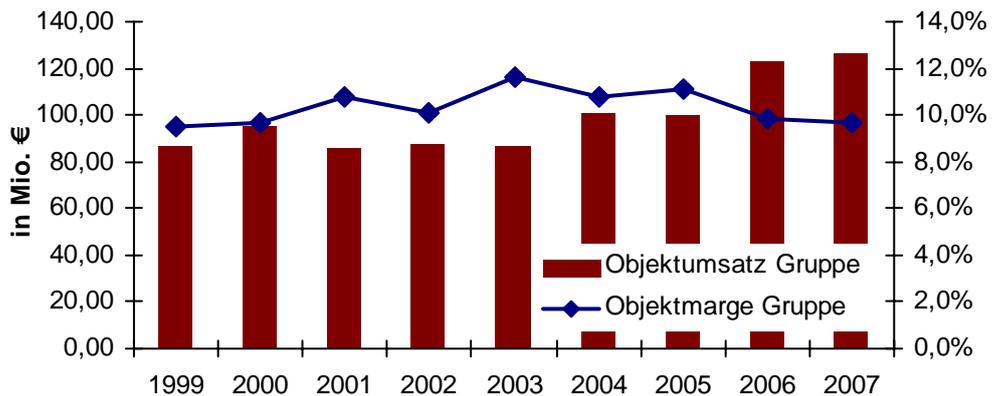
²⁾ Nettocourtageerlöse

Entwicklung des Geschäftsjahres 2007

2007 war erfolgreichstes Jahr der Unternehmensgeschichte mit 126 Mio. EUR Objektumsatz

Mit dem bislang erfolgreichsten Jahr der Unternehmensgeschichte konnte die DGA Gruppe den Objektumsatz über die gesamte Gruppe, trotz negativer Einflüsse aus der Finanzkrise, auf 126,00 Mio. EUR steigern. Einen wesentlichen Beitrag leistete der inländische Nachfrageanstieg, der den Nachfrage-rückgang ausländischer Investoren im zweiten Halbjahr 2007 mehr als kompensierte. Wurden im ersten Halbjahr 2007 noch bis zu 45 % der Objekte an ausländische Investoren verkauft, so fiel diese Quote bis zum Ende des Geschäftsjahres auf 20%.

Entwicklung von Objektumsätzen und -margen der Gruppe



Quelle: GBC AG; DGA

Mit einer rechnerischen Objektumsatzmarge (DGA Gruppe zusammengefasst) im Jahr 2007 von 9,6 % (GJ 2006: 9,8 %) bewegte sich die Gruppe leicht unter dem Niveau des Vorjahres. In der Regel trifft die Aussage zu, dass die Objektmargen bei größeren Verkaufsobjekten niedriger sind als bei kleinen Objekten. Mit einer Anzahl verkaufter Objekte von 2.647 beträgt dabei die durchschnittliche Objektgröße im abgelaufenen Geschäftsjahr 47.602 Euro (GJ 2006: 48.566 EUR). Doch trotz des leichten Margenrückganges konnte die Gruppe die Courtageerlöse um 0,4 % auf 12,14 Mio. EUR steigern, nachdem im Geschäftsjahr 2006 ein Betrag von 12,09 Mio. EUR erzielt wurde.

Das Rekordergebnis im Unternehmensverbund 2007 zeigt sich auch im Anstieg des EBITDA in Höhe von 5,6 % auf 3,23 Mio. EUR (GJ 2006: 3,05 Mio. EUR). Mit einem Rückgang der Abschreibungen in Höhe von 20,9 % auf 0,22 Mio. EUR (GJ 2006: 0,28 Mio. EUR) stieg das EBIT sogar mit einem Plus von 8,3 % überproportional auf 3,00 Mio. EUR (GJ 2006: 2,77 Mio. EUR).

In 2007 erzielte der DGA-Verbund einen Jahresüberschuss von 1,94 Mio. EUR, was 1,21 EUR je Aktie entspricht.

Leicht rückläufige Objektumsatzmarge, dennoch leichte Courtagesteigerung

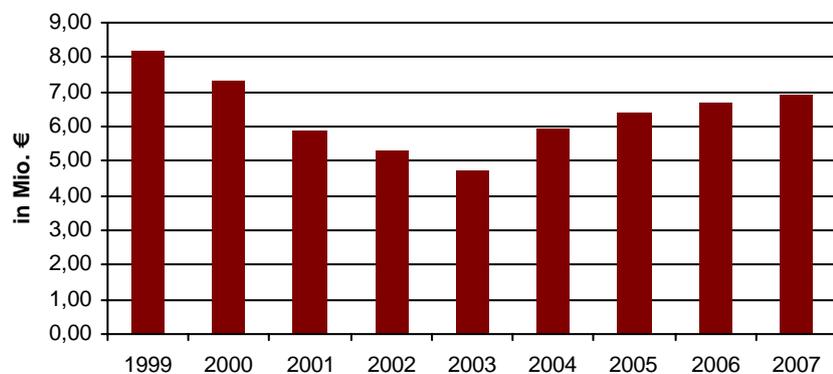
Ergebniszahlen weiter gestiegen

Weitere Umsatzsteigerung bei der DGA AG

Deutsche Grundstücksauktionen AG

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA AG) konnte trotz einer rückläufigen Verkaufszahl von 733 Objekten (GJ 2006: 877) die Objektumsätze um 1,9 % auf 76,80 Mio. EUR leicht steigern, nachdem im Vorjahr ein Objektumsatz von 75,35 Mio. EUR erzielt wurde. Diese Umsatzsteigerung war vor allem auf das höhere Preisniveau, das mit der Einlieferung höherwertiger Immobilien durch private und kommerzielle Anbieter einhergeht, zurückzuführen. Geringwertigere Objekte wurden verstärkt über die internetbasierte Tochtergesellschaft Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH, aufgrund günstiger Kostenstrukturen, angeboten. Mit 9,0 % zeigte die Objektumsatzmarge eine erfreuliche Entwicklung, nachdem im Geschäftsjahr 2006 eine Marge von 8,8 % ausgewiesen wurde. Demzufolge stiegen sowohl die Umsatzerlöse auf 6,90 Mio. EUR (GJ 2006: 6,66 Mio. EUR). Das Ergebnis vor Steuern (ohne Gewinnabführungen der Töchter) lag bei 1,73 Mio. EUR und damit um 6,8 % über dem Vorjahr (1,62 Mio. EUR).

Umsatzerlöse DGA AG



Quelle: GBC AG; DGA AG

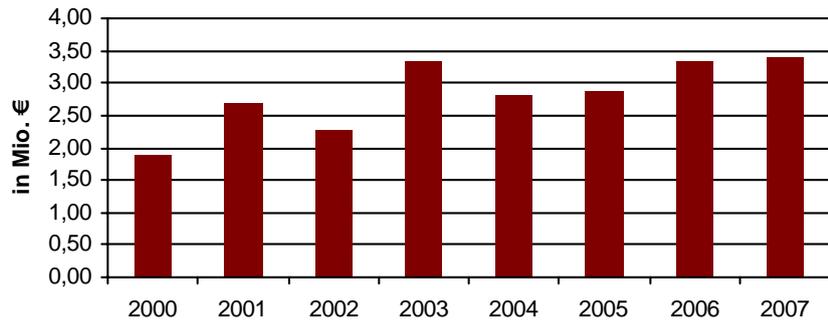
Sächsische Grundstücksauktionen AG

Im Hinblick auf Objektumsatz und Gewinn war das Jahr 2007 für die Sächsische Grundstücksauktionen AG (SGA AG) das erfolgreichste Jahr der Unternehmensgeschichte. Auf 15 Auktionen konnten 744 Immobilien versteigert werden und unter Einbeziehung der provisionspflichtig begleiteten Verkäufe weiterer 132 Immobilien, vorrangig für britische Auktionskunden, ergibt sich ein Gesamtergebnis von 876 verkauften Objekten. Die schließlich erzielte Objektumsatzmarge in Höhe von 14,2 % führte entsprechend den Objektumsätzen von 23,76 Mio. EUR (Vorjahr 20,05 Mio. EUR) zu Umsatzerlösen in Höhe von 3,38 Mio. EUR. Gegenüber dem Vorjahr entspricht dies einer Umsatzsteigerung in Höhe von 1,7 % (GJ 2006: 3,32 Mio. EUR). Das Rekordergebnis wurde schließlich mit einer Steigerung des Ergebnisses der gewöhnlichen Tätigkeit gegenüber dem Geschäftsjahr 2006 um 12,0 % auf 1,12 Mio. EUR, komplettiert.

Das laufende Geschäftsjahr 2008 wird voraussichtlich nahezu unveränderte Auftraggeberstrukturen aufweisen. Eine große Bedeutung werden weiterhin auch die privaten Auftraggeber haben, mit den so genannten „Sonderberufsgruppen“ wie beispielsweise Insolvenzverwalter. Als Prognose für die Objektumsätze schätzen wir analog zur Gesellschaft 20,00 Mio. EUR und Umsatzerlöse in Höhe von 3,30 Mio. EUR.

SGA AG mit neuem Rekordjahr

Umsatzerlöse SGA AG



Quelle: GBC AG; DGA AG

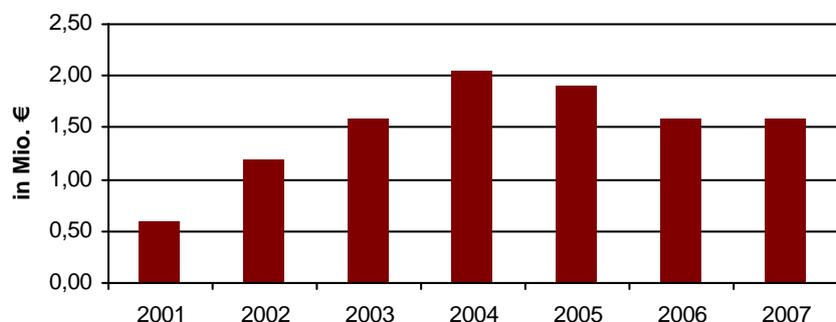
Norddeutsche Grundstücksauktionen

Auf den vier Auktionsblöcken konnte die Norddeutsche Grundstücksauktionen AG (NDGA AG) insgesamt 418 Immobilien mit einem Objektumsatz von 10,30 Mio. EUR veräußern. Im Vergleich zum Vorjahr verzeichnete damit die Gesellschaft, die weiterhin Marktführer für Grundstücksauktionen in Norddeutschland ist, eine stabile Entwicklung der Verkaufszahl sowie Objekterlöse (GJ 2006: Verkaufte Objekte: 416; Objekterlös: 10,26 Mio. EUR). Auch die Umsatzerlöse lagen mit 1,59 Mio. EUR fast exakt auf Vorjahresniveau.

Einmalige Kostenfaktoren aus einer Abfindungszahlung an ein ehemaliges Vorstandsmitglied verringerten den Jahresüberschuss auf 0,13 Mio. EUR (Vorjahr: 0,18 Mio. EUR).

Trotz des allgemein schwierigen Umfeldes geht die NDGA von einer Objektumsatzsteigerung in den geplanten vier Auktionsblöcken dieses Geschäftsjahres aus. Es wird erwartet, dass die Objektumsätze im laufenden Geschäftsjahr auf 11,00 Mio. EUR gesteigert werden können, bei Umsatzerlösen von mindestens 1,6 Mio. EUR. Es soll also mindestens das Ergebnis des Jahres 2007 erreicht werden.

Umsatzerlöse NDGA AG



Quelle: GBC AG; DGA AG

NDGA AG mit Objekterlösen auf Vorjahresniveau

Objektumsätze und Umsatzerlöse rückläufig

DITT GmbH weist hohe Wachstumsrate auf

Brecht Immobilien GmbH

Die steigende Verkaufszahl konnte sich im Geschäftsjahr 2007 nicht positiv auf den Objektumsatz auswirken. So erzielte die Brecht Immobilien GmbH mit 185 veräußerten Immobilien, Objektumsätze in Höhe von 12,41 Mio. EUR. Gegenüber dem Vorjahreszeitraum entspricht dies einem Rückgang in Höhe von 22,8 % (GJ 2006 : 16,08 Mio. EUR). Die Umsatzerlöse lagen mit 0,87 Mio. EUR ebenfalls um 22% unter Vorjahr (1,12 Mio. EUR). Ergebnisseitig wurde im Jahr 2007 ein Gewinn von 0,065 Mio. EUR verbucht, der sich im Vergleich zum Vorjahreszeitraum 2006 um 42,7 % reduzierte. Wesentlich für diese Entwicklung war ab Mitte des Jahres die erhöhte Kaufzurückhaltung institutioneller Anleger im Zuge der Finanzmarktkrise.

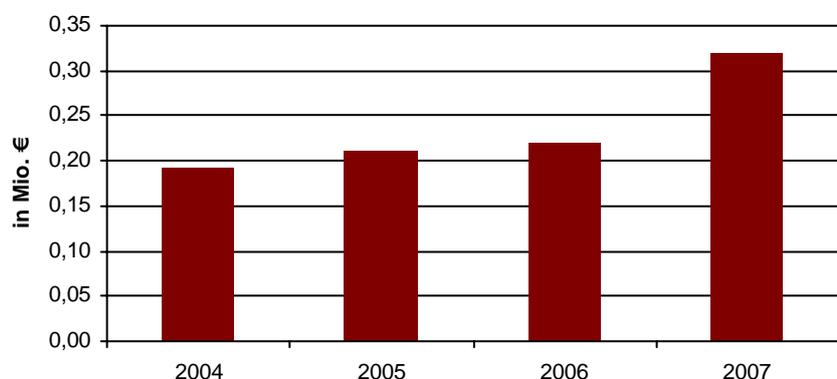
Im laufenden Jahr 2008 sollen sowohl die Objektumsätze, also auch die Umsatzerlöse (Courtageerlöse) wieder gesteigert werden.

Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH

Die höchste Steigerung sowohl bei der Anzahl veräußerter Objekte (+50 %) als auch bei den Objektumsätzen (+73 %) konnte die Internetplattform der DGA erzielen. Mit einer Objektmarge von 11,7 % konnte die DIIA GmbH somit bei 2,74 Mio. EUR Objektumsätzen einen Umsatz von 0,32 Mio. EUR erzielen. Der positive Trend der Vorjahre wurde somit fortgesetzt. Der Gewinn nach Steuern erhöhte sich entsprechend um 92,3 % auf nun 0,12 Mio. EUR (GJ 2006: 0,06 Mio. EUR).

Weiterhin wurden mit der Steigerung des Auktionsturnus auf monatlich zwei Internet-Auktionen, die Weichen für weiteres Wachstum, besonders im geringwertigen Immobilienbereich, gelegt. Ferner soll durch die kürzeren Auktionszyklen und damit häufigeren Neueinstellungen von Objekten das Interesse der Homepage erhöht werden. Aufgrund dieser Maßnahmen rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit einer weiteren Ergebnisverbesserung. In den nächsten zwei bis drei Jahren rechnen wir mit jährlichen Zuwachsraten im zweistelligen Prozentbereich.

Umsatzerlöse DIIA GmbH



Quelle: GBC AG; DGA AG

Nachfolgeregelung für die Deutsche Grundstücksauktionen AG

Ein besonders wichtiges Thema bei der Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) ist die Nachfolgeregelung für das Vorstandsamt der DGA.

Seit Umwandlung der Gesellschaft in eine Aktiengesellschaft am 1.7.1998 bekleidet Herr Hans Peter Plettner das Vorstandsamt der Gesellschaft. Auf der Hauptversammlung dieses Jahres gab Her Plettner nun bekannt, dass sein Vertrag zum 31. Dezember 2009 altersbedingt auslaufen wird und er aus dem Vorstandsamt ausscheiden wird. Allerdings ist bereits ein Nachfolgeplan wie folgt ausgearbeitet.

Nachfolgen wird in das Vorstandsamt der DGA als Vorsitzender ab 1. Januar 2010 Herr Michael Plettner (41), der bisher bereits die Geschicke der Tochter Sächsische Grundstücksauktionen AG (SGA) erfolgreich leitet und in den vergangenen Jahren die Gesellschaft aufgebaut hat. Somit erhält die Gesellschaft einen sehr erfahrenen Nachfolger an der Unternehmensspitze. Zudem wird der bisherige Generalbevollmächtigte Herr Gerd Fleischmann (62) ebenfalls zum Vorstand der Gesellschaft berufen und gewährleistet auch hierdurch Kontinuität.

Der Vorstand in der SGA wird im Rahmen dessen ebenfalls neu geregelt. Frau Martina Stein, bisher bereits Vorstand der SGA wird Vorstandsvorsitzende. Herr Andreas Klang, bisher Prokurist, ist in den Vorstand bereits aufgerückt.

Hans Peter Plettner wird die DGA dann als Berater weiterhin aktiv unterstützen und so seine exzellenten Kontakte zur Verfügung stellen. Auch wird er weiterhin Vorstand bei der Tochter Norddeutsche Grundstücksauktionen AG (NDGA) sowie Aufsichtsrat bei der SGA bleiben. Insbesondere wird sich Herr Plettner nach eigenem Bekunden aber auch verstärkt um die Weiterentwicklung der wachstumsstarken Internettochter DIIA kümmern.

Ziel einer Nachfolgeregelung war es nach Vorstandsaussage, mindestens eine kostenneutrale Lösung auszuarbeiten. Die "neue Lösung" wird nun voraussichtlich aber sogar eine Kostenentlastung von 0,35-0,40 Mio. EUR für die Gesellschaft bringen.

Auf Basis unseres Gespräches mit dem Vorstand zum Nachfolgethema sind wir der Überzeugung, dass die Nachfolgefrage somit optimal gelöst ist und erfahrene Mitarbeiter. Somit sollte die Gesellschaft mit dem neuen Management für die Zukunft gut gerüstet sein.

Bewertung/Fazit

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der DGA 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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,5 % (bisher 4,3%).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % 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 1,0.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,0 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Fremdkapitalkosten belaufen sich auf Basis unserer aktuellen Erwartung auf 7,0 %. Da wir derzeit eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,0 %.

WACC von 10,0 %
ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	10,0 %
Gewicht in %	100 %
Fremdkapitalkosten	7,0 %
Gewicht in %	0 %
Taxshield in %	22,5 %
WACC	10,0 %

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2

Veränderung des Umsatzes 3,0 %

EBITDA-Marge 25,8 %

Steuerquote 30,0 %

Working Capital in % vom Umsatz 24,9 %

Umsatz zu OAV 6,5 %

Abschreibungen vom OAV 10,2 %

Werttreiber - Endwert- Phase 3

ewiges Umsatzwachstum 2,0 %

langfristige Kapitalrendite 43,36 %

Discounted CashFlow -Modell

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008 bis 2009 in Phase Eins erfolgt in den Jahren 2010 bis 2014 eine Verstetigung der Annahmen mit einer Anpassung der Margen. In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,7 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008 entspricht als **Kursziel 20,54 € (bisher 29,35 €)**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario DGA AG

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	109,200	132,500	136,475	140,569	144,786	149,129	153,603	
Veränderung des Umsatzes	-10,1%	21,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
EBITDA-Marge	23,1%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,210	-0,210	-0,214	-0,221	-0,227	-0,234	-0,241	
Abschreibungen vom OAV	10,5%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	
EBITA	2,310	3,210	3,307	3,406	3,508	3,614	3,722	
EBITA-Marge	21,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBI (NOPLAT)	1,617	2,247	2,315	2,384	2,456	2,530	2,605	
Working Capital	2,500	3,300	3,399	3,501	3,606	3,714	3,826	
Working Capital zu Umsatz	22,9%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%	
Operatives Anlagevermögen	2,000	2,050	2,099	2,161	2,227	2,294	2,363	
Umsatz zu OAV	5,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	
Investiertes Kapital (IK)	4,500	5,350	5,499	5,664	5,834	6,009	6,189	
Kapitalrendite	32,0%	49,9%	43,3%	43,4%	43,4%	43,4%	43,4%	43,36%
Free Cashflows:								
EBITDA	2,520	3,420	3,521	3,627	3,735	3,848	3,963	
Steuern auf EBITA	-0,693	-0,963	-0,992	-1,022	-1,052	-1,084	-1,117	
Investitionen in OAV	-0,242	-0,260	-0,264	-0,284	-0,292	-0,301	-0,310	
Veränderung des Working Capital	0,591	-0,800	-0,099	-0,102	-0,105	-0,108	-0,111	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	2,176	1,397	2,166	2,219	2,286	2,354	2,425	31,686

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	10,269	9,120	8,635	7,332
Barwert des Continuing Value	16,260	17,886	19,675	21,642
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	26,529	27,006	28,309	28,974
Nettoschulden (Net debt)	-4,356	-4,931	-4,553	-5,225
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	30,884	31,937	32,862	34,199
Fremde Gewinnanteile	0,0	0,0	0,0	0,0
Wert des Aktienkapitals	30,884	31,937	32,863	34,199
Ausstehende Aktien in Mio.	1,600	1,600	1,600	1,600
Fairer Wert der Aktie in EUR	19,30	19,96	20,54	21,37

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-1,600	-2,080	-1,840	-1,840
Aktienrückkäufe	0	0	0	0
Zinsaufwand/ertrag		0,305	0,345	0,319

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 20,54 €

	Kapitalrendite					
	35%	40%	43,36%	50%	55%	
Langfristiges Wachstum	1,0%	18,35	18,35	18,35	18,35	18,35
	2,0%	19,26	19,31	19,33	19,36	19,38
	3,0%	20,40	20,49	20,54	20,62	20,67
	4,0%	21,84	22,00	22,09	22,23	22,31
	5,0%	23,76	24,02	24,15	24,37	24,49

Ausblick und Fazit

Geschäftsjahr 2007 Rekordjahr trotz erster negativer Einflüsse

Das Geschäftsjahr 2007 war das erfolgreichste Geschäftsjahr der Unternehmensgeschichte. Das Rekordergebnis konnte dabei trotz erster negativer Einflüsse durch die Finanzmarktkrise im zweiten Halbjahr 2007 erreicht werden.

Reduzierte Objektumsätze und Ergebniszahlen für 2008 erwartet

Das günstige Umfeld der vergangenen zwei Jahre wird sich jedoch im laufenden Jahr voraussichtlich zunächst nicht fortsetzen lassen. So ist ein Rückgang der Immobilienpreise derzeit unübersehbar, wie auch bereits im Ergebnis der Auktionen des ersten Halbjahres 2008 festzustellen ist. So lagen die Objekt- und Courtageumsätze etwa 20% unter dem Vorjahreshalbjahr 2007.

Wir gehen insgesamt für 2008 von einer weiteren Abschwächung des Marktes mit Preisabschlägen im Bereich von 20 % aus, was sich voraussichtlich auch im 2. Halbjahr 2008 in einer Reduzierung der Objektumsätze bei der DGA auswirken sollte. Für die Gruppe erwarten wir deshalb Objektumsätze von 105 Mio. EUR, was zu Courtageerlösen von 10,9 Mio. EUR führen sollte. Damit antizipieren wir Rückgänge bei den Objektumsätze von ca. 16 % und einen Umsatzrückgang in der Gruppe von etwa 10 %. Unsere Erwartung von steigenden Objektumsatzmargen puffert also ein wenig die marktbedingte Schwäche. Für das Ergebnis nach Steuern kalkulieren wir schließlich rund 1,62 Mio. EUR, was einem Gewinn je Aktie von 1,01 EUR entspricht.

Jahr 2008 wird Übergangsjahr mit weiteren Steigerungen in 2009

Wir sehen das Geschäftsjahr 2008 aber nur als Delle und somit Übergangsjahr in der sonst tadellosen Geschäftsentwicklung der Gesellschaft und erwarten für das kommende Geschäftsjahr 2009 wieder ein deutliches Anziehen der Aktivitäten, obwohl auf einem niedrigeren Preisniveau. Im kommenden Jahr rechnen wir somit wieder mit einem Anstieg der Umsätze, die sich im Jahresüberschuss von 2,25 Mio. EUR niederschlagen sollten. Pro Aktie entspricht dies dann einem Gewinn in Höhe von 1,40 EUR und damit sogar einem neuen Rekordgewinn.

Auktionen sind der effizienteste Vertriebsweg in einer Krise

Hintergrund unseres Optimismus ist die Tatsache, dass der Vertriebsweg der Auktionen auch besonders in Krisenphasen sehr effektiv und marktgerecht ist. Für Immobilienunternehmen, die durch die Finanzierungskrise in eine Schieflage geraten, bieten Auktionen eine schnelle Verkaufsmöglichkeit. Somit erwarten wir im nächsten Jahr ein deutlich anziehendes Geschäftsvolumen für die Deutsche Grundstücksauktionen AG und ihre Töchter.

Die Marktstellung der DGA und den Töchtern ist exzellent

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG und ihre Tochtergesellschaften sind nach wie vor marktführend bei der Organisation und Durchführung von Auktionen für Immobilien und Grundstücke mit einem Marktanteil von über 80 % und somit exzellent positioniert. Die Marktposition ist von Wettbewerbern und potenziellen Wettbewerbern nur schwer erreichbar. Eintrittsbarrieren für einen Markteintritt sind hohe notwendige Investitionen, spezialisiertes Personal und das langjährige Know-How in diesem Bereich. Und auch die Nachfolgefrage ist bereits über einen ausgearbeiteten Plan gelöst.

Die Nachfolgefrage ist gelöst

Weiterhin attraktives Investment

Wir haben im Rahmen unserer DCF-Analyse ein 2009er Kursziel von 20,54 EUR ermittelt. Damit haben wir den Wert je Aktie aus unserer letzten Studie von 29,35 EUR (30. Juli 2007) vor dem Hintergrund des schwierigeren Marktumfeldes und unserer gesenkten Prognosen nach unten angepasst. Ausgehend vom derzeitigen Kursniveau von 15,40 EUR je Aktie entspricht dies aber weiterhin einem sehr guten Potenzial von 33,4 %. Wir stufen die Deutsche Grundstücksauktionen AG daher unverändert mit dem Rating „KAUFEN“ ein.

Kursziel 20,54 EUR bis Ende 2009

Anhang

Bilanz der Deutschen Grundstücksauktionen AG

HGB

In Mio. €	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
AKTIVA									
Aufwendungen für Ingangsetzung des GB	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,043	0,000	0,000
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,008	0,006	0,004	0,004	0,004	0,002	0,010	0,013	0,018
Sachanlagen	0,257	0,218	0,286	0,364	0,288	0,327	0,292	0,036	0,507
Beteiligungen	0,503	1,105	1,182	1,607	1,607	1,632	1,632	1,632	1,632
Genossenschaftsanteile	0,026	0,026	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Anlagevermögen	0,794	1,355	1,472	1,974	1,899	1,961	1,980	1,680	2,157
Vorräte Lager etc.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,005	0,005	0,005
Forderungen aus Lieferung & Leistung	4,151	4,384	3,695	3,665	3,095	2,954	3,616	3,796	3,195
Forderungen gegen Beteiligungen	0,00	0,116	0,693	0,436	0,00	1,125	1,062	1,545	1,598
Sonstige Vermögensgegenstände	2,585	2,030	1,756	2,038	2,669	1,988	1,547	0,860	0,797
Wertpapiere eigene Anteile	0,100	0,009	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Liquide Mittel	3,418	2,798	2,269	1,046	1,971	1,970	2,113	2,744	3,370
Umlaufvermögen	10,254	9,337	8,413	7,185	7,735	8,037	8,343	8,949	8,980
Rechnungsabgrenzungsposten	0,018	0,022	0,013	0,005	0,009	0,022	0,012	0,013	0,015
	11,067	10,713	9,897	9,164	9,643	10,020	10,332	10,958	11,137
PASSIVA									
Gezeichnetes Kapital	2,045	2,046	2,045	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	5,369
Gesetzliche Gewinnrücklage	0,034	0,034	0,034	0,034	0,034	0,034	0,034	0,034	0,034
Rücklage für eigene Anteile	0,100	0,009	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Gewinnvortrag	0,010	0,014	0,042	0,056	0,004	0,000	0,000	0,000	0,000
Bilanzgewinn	0,714	1,075	0,812	0,460	1,005	1,223	1,412	1,788	1,967
Eigenkapital	8,272	8,546	8,301	7,970	8,463	8,676	8,865	9,241	9,420
Pensionsrückstellungen	0,123	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Steuerrückstellungen	0,217	0,393	0,166	0,189	0,227	0,272	0,125	0,233	0,078
sonstige Rückstellungen	0,093	0,232	0,114	0,070	0,080	0,038	0,048	0,056	0,056
Rückstellungen	0,433	0,626	0,280	0,260	0,307	0,309	0,172	0,289	0,134
Finanzverbindlichkeiten	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Verbindlichkeiten Lieferung & Leistung	0,671	0,476	0,383	0,375	0,336	0,330	0,393	0,414	0,515
Verbindlichkeiten gegen Beteiligungen	0,00	0,000	0,025	0,000	0,057	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Verbindlichkeiten	1,691	1,065	0,908	0,559	0,480	0,704	0,902	1,015	1,067
Verbindlichkeiten	2,362	1,541	1,316	0,935	0,873	1,034	1,295	1,428	1,582
	11,067	10,713	9,897	9,164	9,643	10,020	10,332	10,958	11,137
BILANZANALYTISCHE KENNZAHLEN									
Capital Employed	2,266	3,683	4,276	4,886	3,823	4,718	5,157	5,317	4,553
Finanzvermögen	6,128	4,863	4,025	3,084	4,640	3,958	3,660	3,603	5,002
Zinsbare Verbindlichkeiten	0,123	0,000	0,025	0,000	0,057	0,000	0,000	0,000	0,000
Nicht zinsbare Verbindlichkeiten	2,672	2,167	1,571	1,194	1,123	1,345	1,467	1,717	1,716
Net Debt	-6,005	-4,863	-4,000	-3,084	-4,583	-3,958	-3,660	-3,603	-4,868
Bilanzsumme	11,067	10,713	9,897	9,164	9,643	10,020	10,332	10,643	11,137
Eigenkapital	8,272	8,546	8,301	7,970	8,463	8,676	8,865	8,926	9,420
Working Capital	1,498	2,354	2,804	2,912	1,924	2,757	3,180	3,637	4,028
Operatives Anlagevermögen	0,767	1,329	1,472	1,974	1,899	1,961	1,977	1,680	2,157

§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 verwendet, 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 Angebotschreiben 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 andere 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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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, Aktienrückkäufen, 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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: (5)

§ 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 Unternehmen.
- (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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Analyst 1: Manuel Hölzle, Dipl.Kfm. ; Chefanalyst

Analyst 2: Cosmin Filker, Bankkaufmann; Finanzanalyst

§ 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 der 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



GBC® AG

- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG

Halderstraße 27

86150 Augsburg

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

Fax: ++49 (0)821/241133-30

Tel.: ++49 (0)821/241133-0

Email: office@gbc-ag.de

Analysten für diese Studie:

**Manuel Hölzle, Dipl.Kfm.; Chefanalyst
Cosmin Filker, Bankkaufmann; Finanzanalyst**