



Researchstudie (Initial Coverage)

**DEUTSCHE
GRUNDSTÜCKSAUKTIONEN AG**



Dividendenperle mit Kurspotential

-

**Erfolgreiches Jahr 2015 mit 8-Jahresrekord bei Objektumsatz
Attraktive Dividendenrendite von 5 % für 2015**

Kursziel: 17,10 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 13**

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 17,10 €

Aktueller Kurs: 14,30
27.05.2016 / XETRA

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005533400
WKN: 553340
Börsenkürzel: DGR

Aktienanzahl³: 1,60
Marketcap³: 22,01
Enterprise Value³: 17,39
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,60%

Transparenzlevel:
Freiverkehr

Marktsegment:
Entry Standard

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 14

Unternehmensprofil

Branche: Immobiliendienstleistungen

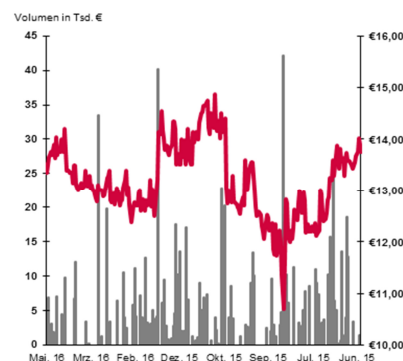
Fokus: Auktionen

Mitarbeiter: 38 (Stand: 31.12.2015)

Gründung: 1998

Firmensitz: Berlin, Deutschland

Vorstandsvorsitzender: Michael Plettner



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 30 Jahre erfolgreicher Unternehmenshistorie zurückblicken. Neben dem Maklergeschäft, erhält die Gesellschaft und ihre Tochterunternehmen primär auf die Verkaufserlöse (Objektumsatz) aus den Auktionen eine Courtage vom Käufer sowie gegebenenfalls eine weitere Courtage vom Verkäufer. Die Courtage der Käufer unterliegt einer festen Staffelung, wohingegen die Verkäuferscourtage verhandlungsabhängig sind. Die Deutsche Grundstücksauktionen AG verfügt über ein stabiles Einlieferer-Netzwerk sowie Rahmenverträge mit dem Bund und seinen Gesellschaften. Hierdurch sind hohe Einlieferungszahlen und damit hohe Objektumsätze sichergestellt.

GuV in Mio. €	2015	2016e	2017e	2018e
Bereinigte Netto-Courtage	10,34	10,60	10,86	11,13
EBITDA	1,71	1,67	1,78	1,90
EBIT	1,64	1,60	1,71	1,83
Jahresergebnis	1,13	1,14	1,22	1,31

Kennzahlen

EV/Bereinigte Netto-Courtage	1,77	1,72	1,68	1,64
EV/EBITDA	10,70	10,95	10,24	9,59
EV/EBIT	11,17	11,42	10,66	9,96
KGV	20,27	20,00	18,69	17,49
KBV	2,69			

Finanztermine

27. Juni 2016: Hauptversammlung
1. September 2016 : Halbjahresbericht
Oktober 2016: 9-Monats-Zahlen
4. - 6. Oktober 2016: Expo Real München
November 2016: Aufsichtsratssitzung

**letzter Research von GBC:

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) bedient mit ihren fünf Tochtergesellschaften den gesamtdeutschen Markt sowie das Internet. DGA, als der deutsche Marktführer für Immobilienauktionen konnte im Geschäftsjahr 2015 abermals wachsen und nun zwei Jahre in Folge einen Objektumsatz von über 100 Mio. € ausweisen. Mit einem Objektumsatz von 105,06 Mio. € schaffte es die DGA um rund 2 % (VJ: 103,01 Mio. €) leicht zu wachsen.
- Die Objektanzahl wurde dabei mit 2.043 (+1,1 %) sehr stabil gehalten, die Verkaufsquote der eingelieferten Objekte belief sich konnte auf 89,1 % gesteigert (VJ: 86,7) werden. Trotz eines derzeit schwierigen „Verkäufermarktes“ schaffte es die DGA viele steigerungsfähige Objekte einzuwerben.
- Hintergrund für die stabile Objektanzahl ist auch das starke Einlieferernetzwerk der DGA, welches eine starke Basis für eine konstant hohe Objektanzahl bildet. Durch bestehende Rahmenverträge, unter anderem mit der Bundesanstalt für Immobilienaufgaben, der Bodenverwertungs und –verwaltungs GmbH (BVVG), der Deutschen Bahn AG und weiteren Einlieferern, konnte im Geschäftsjahr 2015 eine Einlieferungsquote der öffentlichen und institutionellen Auftragsgebergruppen von rund 34 % erzielt werden.
- Der hohe Objektumsatz spiegelt sich durch die stabile Kostenstruktur, auch im Ergebnis wider und so erzielt die DGA mit 16,0 % dieses Jahr die höchste bereinigte EBIT-Marge der letzten 3 Jahre. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die DGA ihre stabilen Kostenstrukturen weiter verbessern konnte und insbesondere hohe Preissteigerungen bei Auktionen erzielen konnte. Die gute Margenentwicklung verdeutlicht, dass sich ein noch höheres Einlieferungsvolumen von steigerungsfähigen Auktionsobjekten sehr positiv auf das Ergebnis niederschlagen würde. Wir erwarten aufgrund des stabilen Marktumfelds und der sehr guten Marktpositionierung der DGA in den nächsten Jahren ein sukzessiven Anstieg der Netto-Courtage von 10,33 Mio. € im Geschäftsjahr 2015 auf 11,13 Mio. € im Jahr 2018.
- Neben der langfristig positiven Entwicklung sehen wir die DGA als attraktiven Dividentitel. Die Ausschüttungspolitik der DGA sieht eine nahezu 100%ige Ausschüttung des Bilanzgewinns vor. Daher wurden nahezu jedes Jahr weit überdurchschnittliche Dividendenrenditen ausgeschüttet. Zu dem aktuellen Kurs von 13,90 € je Aktie ergibt sich aus der Dividende von 0,70 € eine hohe Dividendenrendite von 5,0 %.
- **Fazit: Die Deutsche Grundstücksauktionen AG ist in stabilen Märkten unterwegs und verfügt über ein hervorragendes Einlieferernetzwerk. Die überdurchschnittliche Dividendenrendite macht den Titel besonders attraktiv im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld. Auf Basis der soliden Geschäftsentwicklung und des guten Marktumfelds haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 17,10 € und damit ein Kurspotential von 19,6 % ermittelt. Das Rating lautet vor diesem Hintergrund KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

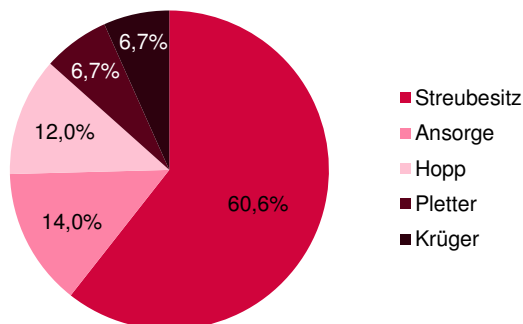
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Vorstand	4
Tochtergesellschaften	4
Wichtige Einlieferer von Immobilien und Grundstücken	4
Geschäftstätigkeit	5
Unternehmenshistorie im Kurzüberblick	5
Geschäftsjahr 2015 – Objektumsatz auf 8 Jahres Rekordniveau	5
Prognose und Modellannahmen	8
Fazit	10
Bewertung	11
Modellannahmen	11
Bestimmung der Kapitalkosten	11
Bewertungsergebnis	11
Anhang	13

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.12.2015
Streubesitz	60,6 %
Ansorge	14,0 %
Hopp	12,0 %
Plettner	6,7 %
Krüger	6,7 %

Quelle: DGA, GBC



Vorstand

Vorstandsvorsitzender

Michael Plettner

Vom Senator für Wirtschaft
Berlin öffentlich bestellter
und vereidigter Grundstücks-
Versteigerer (Auktionator)



Vorstand

Gerd Fleischmann

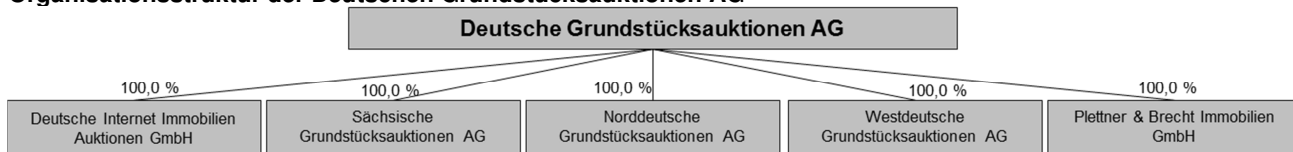
Auktionator



Tochtergesellschaften

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) deckt strategisch über ihre fünf Tochtergesellschaften unterschiedliche Regionen deutschlandweit ab. Darüber hinaus bietet die DGA über die Plettner & Brecht Immobilien GmbH einen Maklerservice an. Über die Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH werden Internetauktionen durchgeführt. Alle Tochtergesellschaften gehören zu 100 % der DGA und sind über bestehende Gewinnabführungsverträge zu einer 100 %igen Gewinnabführung an die Muttergesellschaft verpflichtet.

Organisationsstruktur der Deutschen Grundstücksauktionen AG



Quelle: DGA, GBC

Durch die regionale Vertretung schafft es die DGA seit vielen Jahren, mit einem Marktanteil von gut 87 %, unangefochtener Marktführer im Bereich Immobiliensauktionen in Deutschland zu sein. Der zweitgrößte Wettbewerber konnte einen Objektumsatz von 13,10 Mio. € erzielen (im Vergleich dazu hat die DGA einen Objektumsatz von rund 105 Mio. €), gefolgt von einem kleineren Auktionshaus mit Objektumsätzen in Höhe von 2,70 Mio. €. Der restliche Markt ist fragmentiert und wenig wettbewerbsintensiv.

Wichtige Einlieferer von Immobilien



Geschäftstätigkeit

Unternehmenshistorie im Kurzüberblick

Jahr	Ereignis
1998	Umwandlung der Berliner Grundstücksauktionen-Organisationsgesellschaft mbH & Co KG in die "Deutsche Grundstücksauktionen AG"
1999	Gründung der Sächsischen Grundstücksauktionen AG Erstnotiz der Deutschen Grundstücksauktionen AG an der Berliner Wertpapierbörse im Segment Freiverkehr
2000	Gründung der Norddeutschen Grundstücksauktionen AG
2003	Erste Internet-Auktion Erste Versteigerung von Gewerbemietverträgen in Deutschland
2008	Gründung der Westdeutschen Grundstücksauktionen AG Übernahme der PBV Prenzlauer Berg Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH
2010	Vorstandswechsel von Hans Peter Plettner an Michael Plettner und Gerd Fleischmann
2012	Verkauf der PBV Prenzlauer Berg Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH
2015	30-jähriges Jubiläum der Auktionspremiere

Quelle: DGA, GBC

Geschäftsjahr 2015 – Objektumsatz auf 8 Jahres Rekordniveau

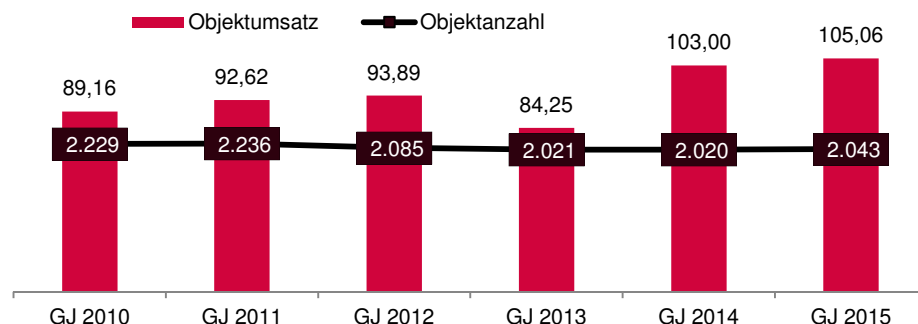
GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Objektumsatz	84,25	103,00	105,06
Bereinigte Netto-Courtage	9,18	10,40	10,34
EBITDA	0,91	1,65	1,71
EBITDA-Marge	9,9%	15,8%	16,5%
EBIT	0,83	1,57	1,64
EBIT-Marge	9,0%	15,1%	15,8%
Jahresüberschuss	0,59	1,05	1,13
EPS in €	0,37	0,66	0,71

Quelle: DGA, GBC

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) hat ein weiteres Jahr in Folge einen Objektumsatz von über 100 Mio. € erwirtschaftet. Mit einem Objektumsatz von 105,06 Mio. € schaffte es die DGA um rund 2 % (VJ: 103,01 Mio. €) solide zu wachsen. Das sehr gute Ergebnis wurde besonders unterstützt durch das dritte Quartal 2015, welches gleichzeitig das objektumsatzstärkste Quartal der Unternehmensgeschichte darstellte. Der Objektumsatz wurde trotz der sozioökonomischen Herausforderungen, wie z.B. der erhöhten Flüchtlingszuwanderung, die zu einer reduzierten Objekteinlieferung von Bund und Ländern führte, über die letzten Jahre deutlich gesteigert. Dies ist besonders vor dem Hintergrund der leicht fallenden Anzahl an eingelieferten Objekten bemerkenswert. Die DGA überzeugt mit einer sehr stabilen Entwicklung, die bei relativ konstanten Objektanzahlen auch steigende Objektumsätze generieren können.

Herauszustellen ist, dass die DGA ihre Tochtergesellschaften nicht konsolidiert und die Muttergesellschaft über 100 %ige Gewinnabführungsverträge an den Ergebnissen partizipiert. Daher nutzen wir die bereinigte Netto-Courtage um einen validen Proxy der Umsatzgröße aller Gesellschaften zu haben. Die Netto-Courtage ist bereinigt um die Umsatzsteuer und mögliche Unterprovisionen. Es bietet sich nicht an, den alleinigen Umsatz der Muttergesellschaft in Relation zum Jahresüberschuss zu betrachten, da dies die Umsätze der anderen Gesellschaften vernachlässigen würde. Daher nutzen wir die bereinigte Netto-Courtage als eines der Kernelemente unserer Bewertung und Prognosen.

Entwicklung des Objektumsatzes (in Mio. €) und der Objektanzahl



Quelle: DGA, GBC

Die Objektanzahl wurde gegenüber dem Vorjahr um 1,1 % leicht gesteigert auf 2.043 (VJ: 2.020 Objekte). Insgesamt steigerte sich zudem die Verkaufsquote der eingelieferten Objekte auf 89,1 % (VJ: 86,7 %). Dieser positive Trend zeigt, dass die DGA es schafft, trotz des „Verkäufermarktes“ in dem nur noch wenige Käufer mit potentiellen Wertsteigerungen rechnen, attraktive Auktionsobjekte zu akquirieren. Daher sind auch marginale Steigerungen der Objektanzahl im gegenwärtigen Marktumfeld als besonders positiv anzusehen.

Entwicklung des Objektumsatzes (in TEUR) und der Netto-Courtage

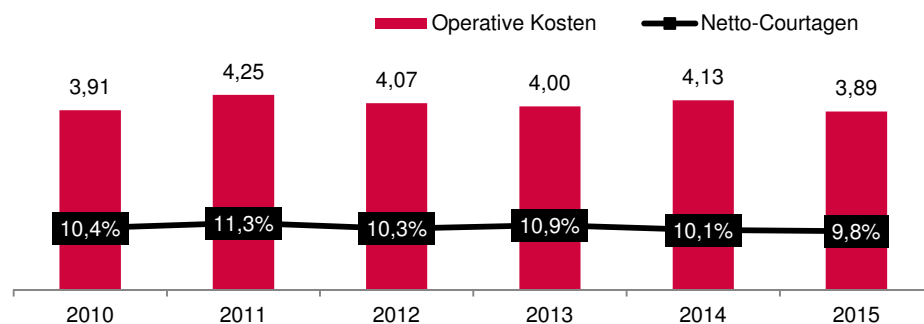
Objekte und Courtage	2013	2014	2015
Objektanzahl			
Deutsche Grundstücksauktionen	351	349	352
Deutsche Internet Immobilien Auktionen	688	644	784
Sächsische Grundstücksauktionen	461	471	373
Norddeutsche Grundstücksauktionen	203	219	206
Plettner & Brecht Immobilien	167	152	155
Westdeutsche Grundstücksauktionen	151	185	173
Gesamt	2.021	2.020	2.043
Objektumsatz			
Deutsche Grundstücksauktionen	31,89	42,31	41,90
Deutsche Internet Immobilien Auktionen	2,45	2,18	3,12
Sächsische Grundstücksauktionen	18,77	20,02	18,96
Norddeutsche Grundstücksauktionen	8,46	10,50	13,53
Plettner & Brecht Immobilien	12,82	12,00	14,69
Westdeutsche Grundstücksauktionen	9,87	16,05	12,86
Gesamt	84,25	103,00	105,06
Bereinigte Netto-Courtage			
Deutsche Grundstücksauktionen	2,67	3,14	2,85
Deutsche Internet Immobilien Auktionen	0,42	0,37	0,53
Sächsische Grundstücksauktionen	2,93	2,92	2,68
Norddeutsche Grundstücksauktionen	1,19	1,46	1,90
Plettner & Brecht Immobilien	0,90	0,91	1,06
Westdeutsche Grundstücksauktionen	1,08	1,59	1,31
Gesamt	9,18	10,40	10,34

Quelle: DGA, GBC

Die Netto-Courtage bewegt sich historisch gesehen stabil um die 10 %. Die leicht geringere ausgefallene Marge von 9,8 % im Geschäftsjahr 2015 lässt sich durch den Verkauf

von größeren Spezialimmobilien erklären. Die Kosten der Muttergesellschaft (Materialaufwand, Personalaufwand, Abschreibungen und sonstige betriebliche Aufwendungen) konnten die vergangenen Jahre stets auf einem stabilen Niveau gehalten werden, und im Jahr 2015 sogar weiter optimiert werden (3,89 Mio. €). Die operativen Kosten sind sehr stabil, da die jährlich gleichbleibende Zahl an Auktionen keine signifikanten variablen Kosten verursacht.

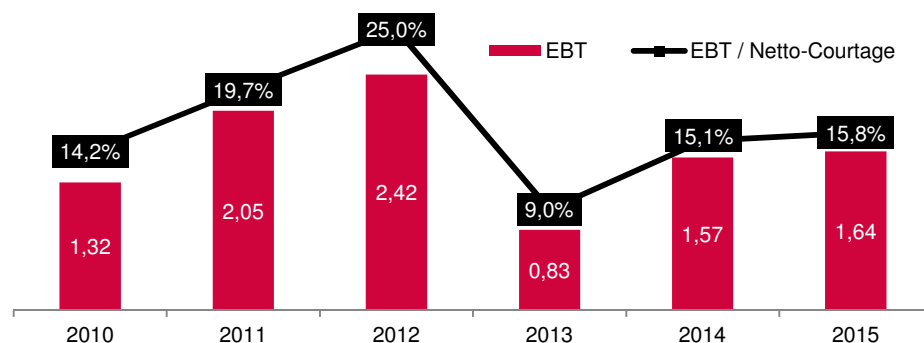
Kostenentwicklung (in Mio. €) und die Entwicklung der Netto-Courttagen



Quelle: DGA, GBC

Weiterhin entwickelten sich das Ergebnis vor Steuern (EBT) und die EBT Marge sehr positiv über die letzten Jahre. Das EBT beläuft sich im Geschäftsjahr 2015 auf 1,64 Mio. € und liegt mit einer Marge von 15,8 % über dem Niveau des Vorjahres. Bei dem herausragenden EBT Ergebnis aus dem Jahr 2012 gilt es demnach Sondereffekt aus dem Verkauf der Tochtergesellschaft PBV Prenzlauer Berg Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH (PBV) zu beachten. Die PBV konnte zu 5,5 Mio. € zuzüglich 0,1 Mio. € Nettoprovision für die Plettner & Brecht Immobilien GmbH verkauft werden und generierte für die Aktionäre eine zusätzliche Sonderdividende von 0,75 € je Aktie. Unter Bereinigung des Sondereffektes im Jahr 2012 konnte dieses Jahr die beste EBT Marge der letzten 4 Jahre erzielt werden. Dies ist ein deutliches Zeichen, dass die DGA ihre stabilen Kostenstrukturen halten und sogar verbessern konnte und zudem besonders hohe Preissteigerungen bei Auktionen erzielen konnte.

Entwicklung EBT (in Mio. €) und EBT Marge, bezogen auf die bereinigte Netto-Courtage



Quelle: DGA, GBC

Prognose und Modellannahmen

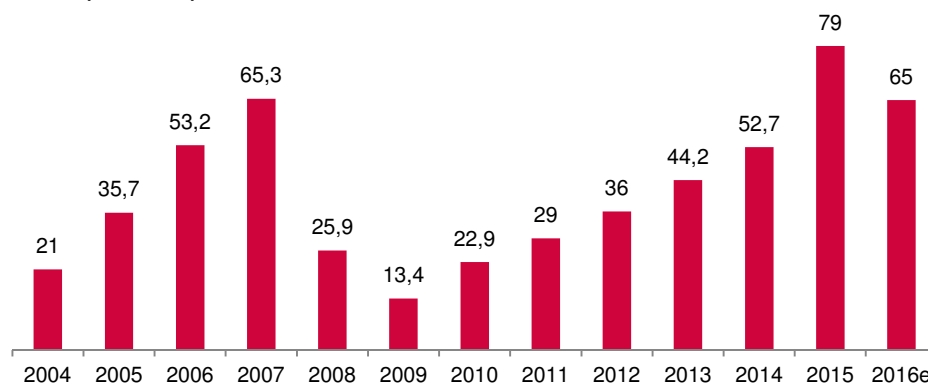
GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e
Bereinigte Netto-Courtage	10,34	10,60	10,86
EBITDA	1,71	1,67	1,78
EBITDA-Marge	16,5%	15,8%	16,4%
EBIT	1,64	1,60	1,71
EBIT-Marge	15,8%	15,1%	15,8%
Jahresüberschuss	1,13	1,14	1,22
EPS in €	0,71	0,71	0,77

Quelle: DGA, GBC

Die gute Margenentwicklung verdeutlicht, dass sich ein hohes Einlieferungsvolumen von steigerungsfähigen Auktionsobjekten sehr positiv auf das Ergebnis niederschlägt. Generell verfügt die DGA über ein sehr starkes Einlieferungsnetzwerk und greift so auf eine starke Basis an eingelieferten Objekten zurück. Durch bestehende Rahmenverträge, unter anderem mit der Bundesanstalt für Immobilienaufgaben, der Bodenverwertungs und –verwaltungs GmbH (BVVG), der Deutschen Bahn AG und weiteren Einlieferern, konnte im Geschäftsjahr 2015 eine Einlieferungsquote der öffentlichen und institutionellen Auftragsgebergruppen von rund 34 % erzielt werden. Dieses starke Netzwerk stellt eine stabile Einlieferungshöhe sicher und es werden zudem stets Verhandlungen mit weiteren Einlieferern geführt, wie z.B. der Deutschen Telekom.

Zwei Faktoren spielen eine besonders wichtige Rolle für die Entwicklung der DGA: Das Einlieferungsvolumen und die Qualität der Einlieferungen. Da die DGA eine stabile Kostenstruktur hat, die eine sehr starke Skalierung zulässt, sind mit steigenden Umsätzen auch noch weitere Margenverbesserungen möglich. Die Qualität der Einlieferungen bezieht sich auf die Steigerungsfähigkeit der Auktionsobjekte. Die Objekte müssen einen vertretbaren Auktions-Limitpreis mit sich bringen und über genügend Steigerungspotential verfügen, so dass eine signifikante Netto-Courtage erzielt werden kann. Der Immobilienpreis spielt hier eine entscheidende Rolle. Zum einen lösen stets steigende Marktpreise Käuferphantasien bei vermeintlich günstigen Objekten aus und somit werden deutliche Steigerungen bei den Auktionen erzielt. Andererseits bewegen fallende Marktpreise auch Verkäufer zu deutlich geringeren Limitpreisen und sprechen somit mehr potentielle Käufer an. Damit würden sich unseres Erachtens nur stagnierende Immobilienmarktpreise negativ auf den Objektumsatz auswirken.

Transaktionsvolumen auf dem Immobilien-Investmentmarkt in Deutschland, 2004 – 2016 (in Mrd. €)



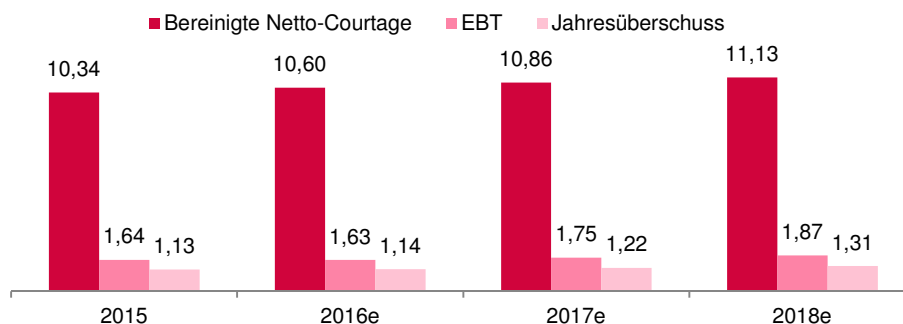
Quelle: Ernst & Young, GBC

Für das Jahr 2016 wird im deutschen Immobilien-Investmentmarkt mit einem leichten Rückgang des Transaktionsvolumens von 79 Mrd. € im Vorjahr auf 65 Mrd. € gerechnet. Dennoch wird ein weiterhin hohes Transaktionsniveau im anhaltenden Niedrigzinsumfeld

erwartet. Nichtsdestotrotz könnte durch größere Übernahmen im Bereich Wohnen das Niveau des Vorjahres wieder erreicht werden. Der starke Transaktionsmarkt spricht für einen deutlichen Verkäufermarkt, an dem auch die DGA partizipieren kann. Wir erwarten, dass sich der dynamische Immobilienmarkt positiv auf das Geschäft der DGA auswirken wird und im kommenden Geschäftsjahr abermals die Marke von 100 Mio. € Objektumsatz überschritten wird.

Wir erwarten aufgrund des stabilen Marktumfelds und der starken Marktposition der DGA einen sukzessiven Anstieg der Netto-Courtage von 10,34 Mio. € im Jahr 2015 auf 11,13 Mio. € im Jahr 2018. Eine hohe Beständigkeit des Einlieferungsvolumens wird durch bestehende Rahmenverträge sichergestellt und daher sind unsere Schätzungen als konservativ anzusehen. Durch die schlanke Kostenstruktur, welche wenig kapitalintensiv ist, können sich steigende Umsätze direkt auf das Ergebnis überproportional niederschlagen.

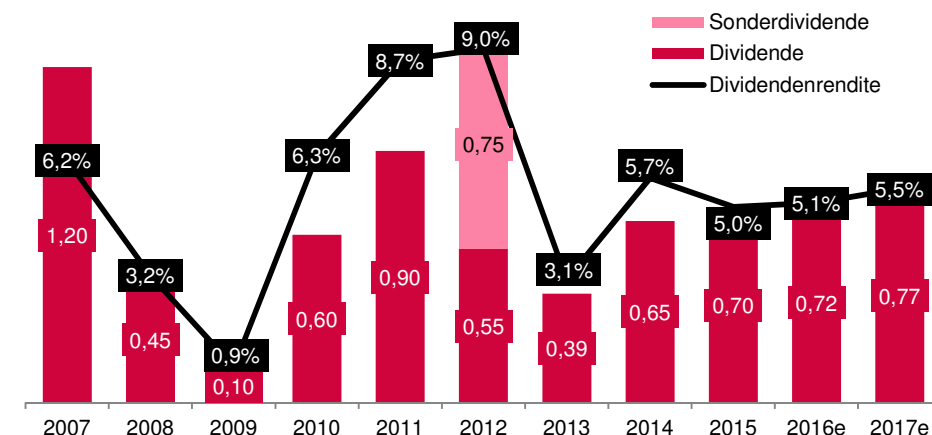
Prognostizierte Umsatz- und Ergebnisentwicklung (in Mio. €)



Quelle: DGA, GBC

Neben der langfristig positiven Entwicklung sehen wir die DGA als attraktiven Dividentitel. Die Ausschüttungspolitik der DGA sieht eine nahezu 100%ige Ausschüttung des Bilanzgewinns vor. Daher konnten in der Vergangenheit nahezu jedes Jahr weit überdurchschnittliche Dividendenrenditen erzielt werden. Zu dem aktuellen Kurs von 13,90 € je Aktie ergibt sich aus der vorgeschlagenen Dividende von 0,70 € eine Dividendenrendite von 5,0 %. Im Vergleich zum Vorjahr (0,65 €) stellt dies eine gute Steigerung dar und auch historisch wurden regelmäßig Dividendenrenditen von deutlich über 5 % erzielt. Besonders im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld suchen Anleger nach rentablen Alternativen. Wir erwarten eine weiterhin positive Entwicklung und rechnen für das Geschäftsjahr 2016 mit einer weiter leicht steigenden Dividende auf 0,72 €.

Entwicklung der Dividendenzahlungen und der Dividendenrendite (jeweils auf Basis des Jahresschlusskurses)



Quelle: DGA, GBC

Fazit

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG ist in stabilen Märkten unterwegs, verfügt über ein hervorragendes Einlieferernetzwerk und ist unangefochtener Marktführer im Bereich der Immobilienauktionen. Die überdurchschnittliche Dividendenrendite macht den Titel besonders attraktiv zur Depotbeimischung im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld. Auf Basis der soliden Geschäftsentwicklung und des guten Aussichten haben wir einen fairen Wert je Aktie mit einem Kursziel von 17,10 € errechnet. Wir nehmen die Aktie der Deutschen Grundstücksauktionen AG mit Rating KAUFEN in unser laufendes Research Coverage auf.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 bis 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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 2,0 %.

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 und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,0 %.**

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 1,11.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,13 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,13 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,13 % errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 17,10 €.**

Deutsche Grundstücksauktion - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,5%	ewige EBITA - Marge	15,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,3%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	20,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency					final Endwert	
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e		GJ 23e
Bereinigte Netto-Courtage	10,60	10,86	11,13	11,36	11,58	11,82	12,05	12,29	
US Veränderung	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,88	5,02	5,16	5,19	5,23	5,27	5,31	5,36	
EBITDA	1,67	1,78	1,90	1,87	1,91	1,95	1,99	2,03	
EBITDA-Marge	15,8%	16,4%	17,1%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	
EBITA	1,60	1,71	1,83	1,80	1,84	1,88	1,91	1,95	
EBITA-Marge	15,1%	15,8%	16,5%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,48 30,0%	-0,51 30,0%	-0,55 30,0%	-0,54 30,0%	-0,55 30,0%	-0,56 30,0%	-0,57 30,0%	-0,59 30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,12	1,20	1,28	1,26	1,29	1,31	1,34	1,37	
Kapitalrendite	25,9%	27,6%	29,2%	28,4%	28,9%	29,0%	29,1%	29,2%	29,4%
Working Capital (WC)	2,18	2,23	2,28	2,27	2,32	2,36	2,41	2,46	
WC zu Umsatz	20,5%	20,5%	20,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in WC	-0,04	-0,05	-0,05	0,01	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,17	2,17	2,16	2,19	2,21	2,24	2,27	2,29	
AFA auf OAV	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	
AFA zu OAV	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	
Investitionen in OAV	-0,06	-0,06	-0,06	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Investiertes Kapital	4,35	4,40	4,44	4,46	4,53	4,60	4,68	4,75	
EBITDA	1,67	1,78	1,90	1,87	1,91	1,95	1,99	2,03	
Steuern auf EBITA	-0,48	-0,51	-0,55	-0,54	-0,55	-0,56	-0,57	-0,59	
Investitionen gesamt	-0,10	-0,11	-0,12	-0,09	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	
Investitionen in OAV	-0,06	-0,06	-0,06	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Investitionen in WC	-0,04	-0,05	-0,05	0,01	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,09	1,16	1,24	1,24	1,21	1,24	1,27	1,29	25,36

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	22,27	22,70
Barwert expliziter FCFs	6,61	5,92
Barwert des Continuing Value	15,66	16,78
Nettoschulden (Net debt)	-4,61	-4,66
Wert des Eigenkapitals	26,88	27,36
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	26,88	27,36
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	16,80	17,10

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,11
Eigenkapitalkosten	7,1%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,1%

Kapitalrendite	WACC				
	6,5%	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%
28,9%	18,67	17,73	16,91	16,18	15,53
29,1%	18,78	17,84	17,00	16,27	15,61
29,4%	18,90	17,94	17,10	16,36	15,69
29,6%	19,01	18,04	17,20	16,45	15,78
29,9%	19,12	18,15	17,29	16,53	15,86

ANHANG

§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 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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert 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/de/Offenlegung.htm>

§ 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: (5a,5b,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 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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers der Finanzanalyse.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligt 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.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Sonstige an der Studiererstellung beteiligte Personen:

Manuel Hölzle, Dipl.Kaufmann, 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



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