

## Deutsche Grundstücksauktionen AG <sup>\*5a,5b,7,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 17,30**

Aktueller Kurs: 15,28  
11.05.2017 / XETRA

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005533400  
WKN: 553340  
Börsenkürzel: DGR

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 1,60  
Marketcap<sup>3</sup>: 24,45  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 20,88  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,60%

Transparenzlevel:  
Freiverkehr

Marktsegment:  
SCALE

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

**Analysten:**

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 7

**Fertigstellung:**  
**15.05.2017**  
**Erstveröffentlichung:**  
**15.05.2017**

**Unternehmensprofil**

Branche: Immobiliendienstleistungen

Fokus: Auktionen

Mitarbeiter: 40 (Stand: 31.12.2016)

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 Verkäufercourtage 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. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Bereinigte Netto-Courtage	10,34	10,59	10,81	11,02
EBITDA	1,71	1,82	1,83	1,92
EBIT	1,64	1,73	1,76	1,85
Jahresüberschuss	1,13	1,17	1,22	1,26

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,71	0,73	0,76	0,79
Dividende je Aktie	0,70	0,72	0,77	0,79

Kennzahlen				
EV/Bereinigte Netto-Courtage	1,92	1,97	1,93	1,89
EV/EBITDA	11,61	11,49	11,44	10,90
EV/EBIT	12,13	12,05	11,90	11,32
KGV	21,65	20,86	19,96	19,34
KBV		2,83		

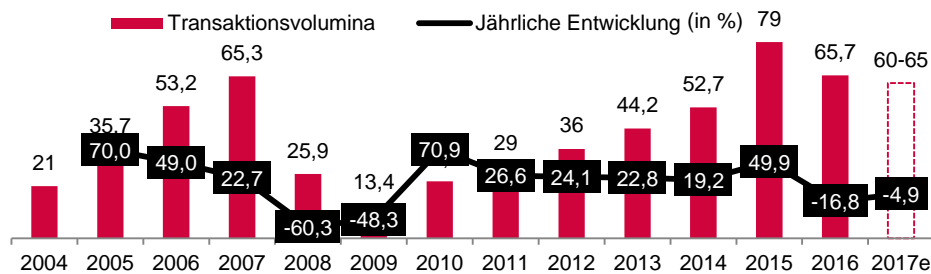
Finanztermine
26.06.2017: Hauptversammlung
04.09.2017: Veröffentlichung HJ-Bericht
Oktober 2017: Veröffentlichung 9M-Bericht
04. - 06.10.2017: Expo Real München
November 2017: Aufsichtsratssitzung

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
03.04.2017: RG / 17,10 / KAUFEN
09.01.2017: RG / 17,10 / KAUFEN
11.10.2016: RG / 17,10 / KAUFEN
12.09.2016: RG / 17,10 / KAUFEN
31.05.2016: RG / 17,10 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter <a href="http://www.gbc-ag.de">www.gbc-ag.de</a> eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## Prognose leicht übertroffen; Marktinteresse an Immobilienauktionen wächst weiter an; 4,7% Dividendenrendite – Kursziel erhöht auf 17,30 € – Rating KAUFEN

Der Gesamtmarkt für Immobilientransaktionen ist weiterhin sehr dynamisch und soll mit 60-65 Mrd. € in 2017 weiterhin deutlich über dem 10-Jahres Durchschnitt liegen. Hintergrund dieser Entwicklung ist zum einen die Niedrigzinspolitik der EZB, welche Anlagealternativen aus dem Markt nimmt sowie günstige Finanzierungen für Immobilientransaktionen ermöglicht. Zum anderen beruht der leichte Rückgang im Transaktionsvolumen für 2017 auf der gesunkenen Verkaufsbereitschaft von Immobilienhaltern, welche trotz Rekordpreisen, aufgrund von fehlenden Anlagealternativen nicht bereit sind, ihre Objekte zu veräußern.

### Transaktionsvolumen auf dem Immobilien-Investmentmarkt in Mrd. €



Quelle: Ernst & Young, GBC AG

Die Immobilientransaktion durch Auktion stellt im deutschen Markt nach wie vor einen sehr kleinen Teil dar. Die Immobilienauktion als Transaktionsmöglichkeit ist gerade in den Nachbarländern und in Großbritannien deutlich verbreiteter. Wir erwarten, dass langfristig eine Angleichung an die Nachbarländer stattfinden wird und der Markt für Immobilienauktionen sukzessive wächst. Hier sehen wir die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA), als deutlichen Marktführer, sehr gut aufgestellt. Im Rahmen einer Wettbewerbsanalyse schätzen wir den Marktanteil der DGA gegenwärtig auf über 90% ein und somit als Hauptprofiteur der Marktausweitung.

### Geschäftsjahr 2016

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016	GBC Prognose 2016	Abweichung
Ber. Netto-Courtage	10,40	10,34	10,59	10,60	0,0%
EBIT	1,57	1,64	1,73	1,60	+8,1%
EBIT-Marge	15,1%	15,8%	16,4%	15,1%	+1,3%
Jahresüberschuss	1,05	1,13	1,17	1,14	+2,6%
Dividende in €	0,65	0,70	0,72	0,72	0,0%

Quelle: DGA, GBC

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 konnte die DGA eine neue historische Bestmarke erzielen und im dritten Jahr in Folge einen Objektumsatz von über 100 Mio. € generieren. Hintergrund hierfür ist der steigende Bekanntheitsgrad für Immobilientransaktionen und die erfolgreiche Akquisetätigkeit der DGA von werthaltigen Objekten. Neben der erfolgreichen Akquisition von steigerungsfähigen Objekten, bewies die DGA mit einer Verkaufsquote von 90,1% (VJ: 89,1%) abermals, dass mit Immobilienauktionen eine hohe Nachfrage erzeugt werden kann.

Darüber hinaus konnte die bereinigte Netto-Courtage weiter auf 10,59 Mio. € (VJ: 10,34 Mio. €) gesteigert werden. Bei der bereinigten Netto-Courtage handelt es sich um die Courtageerlöse der Gruppe, abzüglich Umsatzsteuer und mögliche Unterprovisionen.

Somit ist die bereinigte Netto-Courtage am ehesten vergleichbar mit einem Konzernumsatzerlös. Analog hierzu verbesserte sich die Rentabilität weiter mit einem EBIT in Höhe von 1,73 Mio. € (VJ: 1,64 Mio. €) und einer EBIT-Marge von 16,4% (VJ: 15,8%). Getragen wurde die Entwicklung von der gesamten Gruppe, jedoch konnten besonders die Sächsische Grundstücksauktionen AG (SGA) mit einem Gewinn von 0,76 Mio. € (VJ: 0,57 Mio. €) und die Westdeutsche Grundstücksauktionen (WGA), mit einem Gewinn von 0,55 Mio. € (VJ: 0,15 Mio. €), wichtige Ergebnisbeiträge liefern. Über die WGA wurden insbesondere auf der Winterauktion 2016 drei besonders werthaltige Objekte versteigert u.a. die ehemalige Residenz und Botschaft der Republik Indonesien. Mit dem Verkauf dieser Objekte erhielt die WGA zusätzliche mediale Aufmerksamkeit, welche zum einen die Deutsche Grundstücksauktionen AG aber auch Immobilienauktionen als solche weiter in die öffentliche Wahrnehmung getragen hat. Hier sehen wir besondere Chancen, dass durch die mediale Präsenz zusätzliches Wachstum für die DGA in der mittelfristigen Zukunft generiert werden kann. Insgesamt schlug sich das sehr gute Ergebnis auch auf den Jahresüberschuss mit 1,17 Mio. € (VJ: 1,13 Mio. €) nieder, was eine gute Basis für die geplante Dividende in Höhe von 0,72 € liefert. Somit wird die Deutsche Grundstücksauktionen AG abermals ihrem Ruf als Dividententitel gerecht und weist bei einem aktuellen Kurs von 15,28 € je Aktie eine Dividendenrendite in Höhe von 4,7% auf.

### Prognose für 2017 und 2018

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Bereinigte Netto-Courtage	10,59	10,81	11,02
EBITDA	1,82	1,83	1,92
EBITDA-Marge	17,1%	16,9%	17,4%
EBIT	1,73	1,76	1,85
EBIT-Marge	16,4%	16,2%	16,7%
Jahresüberschuss	1,17	1,22	1,26
Dividende in €	0,72	0,77	0,79

Quelle: GBC

Vor dem Hintergrund des guten aktuellen Marktumfeldes und der steigenden öffentlichen Wahrnehmung von Immobilienauktionen gehen wir davon aus, dass auch im vierten Jahr in Folge ein Objektumsatz von über 100 Mio. € erzielt werden kann. Demensprechend rechnen wir mit einer bereinigten Netto-Courtage in Höhe von 10,81 Mio. € für das GJ 2017 bzw. 11,02 Mio. € für das GJ 2018. Gleichsam waren bereits die Frühjahresauktionen 2017 sehr erfolgreich (siehe Research vom 03.04.2017) und bestätigen unsere Einschätzungen. Neben der neu gewonnen Medienpräsenz erwarten wir auch, dass die Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH zukünftig mit dem Trend der Digitalisierung weitere Einlieferungen gewinnt. Zudem soll die Internetplattform noch im laufenden Jahr deutlich modernisiert werden und könnte somit ebenfalls zusätzliche Kunden ansprechen. Ergebnisseitig erwarten wir, dass das hohe Renditeniveau der vorangegangenen Jahre aufrechterhalten wird und somit auch zukünftige Dividendensteigerungen zu erwarten sind. Konkret erwarten wir eine Dividende in Höhe von 0,77 € je Aktie für das GJ 2017 bzw. 0,79 € für das GJ 2018. Relativ zum aktuellen Aktienkurs würde dies einer attraktiven Dividendenrendite von 5,0% (2017) bzw. 5,2% (2018) entsprechen.

**Insgesamt stufen wir das Marktumfeld für Immobilienauktionen als sehr gut ein und erwarten ein weiteres Wachstum des Gesamtmarktes. Die Deutsche Grundstücksauktionen AG, als deutscher Marktführer, sollte überdurchschnittlich von dem attraktiven Marktumfeld profitieren und demensprechend gehen wir von einer Fortsetzung der Wachstumsdynamik aus. Auf Basis des guten Ausblicks und unseres Bewertungsmodells heben wir das Kursziel von 17,10 € auf 17,30 € je Aktie an. Bei einem aktuellen Aktienkurs von 15,28 € ergibt sich ein Upside-Potenzial von 13,2%. Darüber hinaus erwarten wir eine äußerst attraktive Dividendenrendite von über 5% und vergeben auf Basis der Kursziels das Rating KAUFEN.**

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 bis 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2024 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 17,3 % 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 1,25%. (bisher: 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 1,04.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,0% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,0 %.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,0% errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 17,30 €.**

## 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	17,3%	ewige EBITA - Marge	16,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,3%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	27,0%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency					final Endwert	
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e		GJ 24e
in Mio. EUR									
Bereinigte Netto-Courtage	10,81	11,02	11,24	11,47	11,70	11,93	12,17	12,41	
<i>US Veränderung</i>	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	4,80	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98	
EBITDA	1,83	1,92	1,95	1,99	2,03	2,07	2,11	2,15	
<i>EBITDA-Marge</i>	16,9%	17,4%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	
EBITA	1,76	1,85	1,88	1,91	1,95	1,99	2,03	2,07	
<i>EBITA-Marge</i>	16,2%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,5%
Steuern auf EBITA	-0,55	-0,58	-0,56	-0,57	-0,59	-0,60	-0,61	-0,62	
<i>zu EBITA</i>	31,5%	31,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,20	1,26	1,31	1,34	1,37	1,39	1,42	1,45	
Kapitalrendite	23,0%	24,0%	24,9%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,0%
Working Capital (WC)	3,01	3,05	3,04	3,10	3,16	3,22	3,29	3,35	
<i>WC zu Umsatz</i>	27,9%	27,7%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,08	-0,04	0,01	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,25	2,21	2,26	2,30	2,35	2,40	2,44	2,49	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	
<i>AFA zu OAV</i>	3,1%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,04	-0,03	-0,12	-0,12	-0,12	-0,12	-0,13	-0,13	
Investiertes Kapital	5,27	5,26	5,29	5,40	5,51	5,62	5,73	5,84	
EBITDA	1,83	1,92	1,95	1,99	2,03	2,07	2,11	2,15	
Steuern auf EBITA	-0,55	-0,58	-0,56	-0,57	-0,59	-0,60	-0,61	-0,62	
Investitionen gesamt	-0,11	-0,07	-0,10	-0,18	-0,18	-0,19	-0,19	-0,20	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,04	-0,03	-0,12	-0,12	-0,12	-0,12	-0,13	-0,13	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,08	-0,04	0,01	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,16	1,27	1,28	1,23	1,26	1,28	1,31	1,33	26,92

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	23,66	24,05
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	6,89	6,11
<i>Barwert des Continuing Value</i>	16,77	17,95
Nettoschulden (Net debt)	-3,60	-3,63
Wert des Eigenkapitals	27,26	27,68
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	27,26	27,68
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	17,04	<b>17,30</b>

### Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,04
Eigenkapitalkosten	7,0%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>7,0%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	6,4%	6,7%	7,0%	7,3%	7,6%
24,5%	18,98	17,96	17,06	16,26	15,56
24,8%	19,13	18,09	17,18	16,38	15,66
25,0%	19,27	18,22	<b>17,30</b>	16,49	15,77
25,3%	19,41	18,35	17,42	16,60	15,87
25,5%	19,56	18,49	17,55	16,72	15,98

## 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@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) und Jörg Grunwald.

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](mailto:compliance@gbc-ag.de)