

GBC Research Anno

**Deutsche
Grundstücksauktionen AG**

**DEUTSCHE
GRUNDSTÜCKSAUKTIONEN AG**



WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 11.

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

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

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG profitiert von Marktbelegung und zuverlässigen Einliefererverträgen

Branche: Immobiliendienstleistungen

Fokus: Auktionen

Gegründet: 1998

Mitarbeiter: 30

Hauptsitz: Berlin, Deutschland

Vorstand: Michael Plettner, Carsten Wohlers

Das Kerngeschäft der Deutsche Grundstücksauktionen AG (kurz: 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 eine nahezu 40-jährige (erste Auktion im September 1985) erfolgreiche Unternehmenshistorie zurückblicken. Die Gesellschaft und ihre Tochterunternehmen erhalten primär auf die Verkaufserlöse (Objekturnsatz) aus den Auktionen eine Courtage vom Käufer sowie gegebenenfalls eine weitere Courtage vom Verkäufer. Die Courtage der Käufer unterliegt einer festen Staffellung, 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 Objekturnsätze sichergestellt.

in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatz	7,07	7,43	9,00	11,50	12,50
EBITDA	-2,11	-0,36	0,85	1,76	2,54
EBIT	-2,21	-0,43	0,70	1,58	2,36
Nettoergebnis	-1,88	-0,42	0,50	1,08	1,61
EPS	-1,17	-0,26	0,31	0,68	1,01
Dividenden	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
EV/Umsatz	1,57	1,49	1,23	0,96	0,89
EV/EBITDA	-5,25	-30,50	12,94	6,30	4,36
EV/EBIT	-5,00	-25,45	15,70	7,02	4,70
KGv	-6,90	-30,74	25,90	12,00	8,03
KBV		2,36			

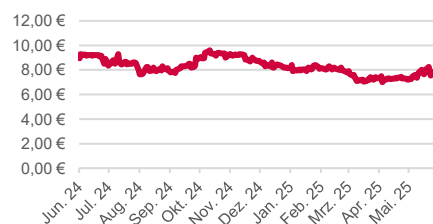
Investment Case

- **Marktführerschaft im Nischensegment:** Führendes Auktionshaus für Immobilien in Deutschland mit breitem Zugang zu privaten und institutionellen Einlieferern. Verlässliche Einlieferungsbasis durch bestehende Verträge mit Bund und öffentlichen Institutionen.
- **Operative Erholung klar erkennbar:** Steigendes Objekturnsatzvolumen und wir erwarten eine deutliche Ergebnisverbesserung nach zwei Verlustjahren. Verwaltungsaufwand auf Gruppenebene um über 1 Mio. € gesenkt.
- **Solide Bilanzstruktur:** Hohe Eigenkapitalquote, schuldenfrei und komfortable Liquiditätsposition.
- **Rückkehr in die Gewinnzone ab 2025 erwartet, Dividendenwiederaufnahme ab 2027 in Aussicht.**

Bewertung: Kaufen

Kursziel: 12,85 € (bisher: 12,75 €)

Aktie und Stammdaten



Kurs 06.06.25 8:13	7,75 EUR
Börse	MUC
ISIN	DE0005533400
WKN	553340
Anzahl der Aktien (in Mio.):	1,60
MCap (in Mio. €)	12,40
Enterprise Value (in Mio. €)	10,51

Marktsegment	m:access
Geschäftsjahr	31. Dezember
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

Streubesitz	60,6%
-------------	-------

Finanztermine

01.07.2025	Hauptversammlung
08.09.2025	Halbjahresbericht 2025
07.10.2025	9-Monats-Zahlen

Analysten

Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)
Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)

Letzter GBC-Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel / Bewertung
14.03.2025: RG / 12,75 / KAUFEN
12.09.2024: RG / 12,75 / KAUFEN
10.06.2024: RG / 12,75 / KAUFEN
06.02.2024: RG / 15,75 / KAUFEN
** Die oben genannten Researchberichte können unter www.gbc-ag.de abgerufen werden.

Fertigstellung: 10.06.2025 (15:00 Uhr)
Erste Weitergabe: 11.06.2025 (12:00 Uhr)

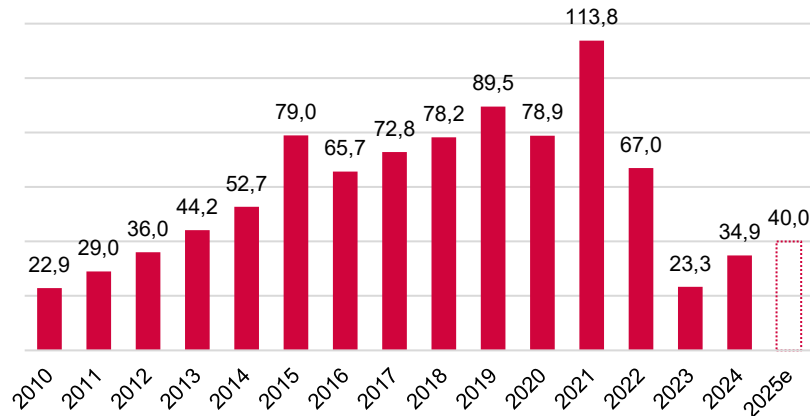
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

*Katalog der möglichen Interessenkonflikte auf S.12

Marktentwicklung und -ausblick

Der deutsche Immobilien-Investmentmarkt startete 2025 mit verhaltenem Optimismus. Nach dem Einbruch der Vorjahre zeigt sich erstmals wieder eine Stabilisierung. Das Transaktionsvolumen stieg 2024 leicht auf rund 35 Milliarden Euro, bleibt jedoch klar unter dem langjährigen Durchschnitt. Für 2025 erwarten Marktteilnehmer laut EY ein moderates Wachstum von 10% bis 20%, getragen von einer verbesserten Marktstimmung, zunehmenden Portfoliotransaktionen und selektiven Kaufgelegenheiten. Drei Viertel der Befragten sehen Deutschland erneut als attraktiven Investitionsstandort.

Transaktionsvolumina in Mrd. Euro in Deutschland



Quelle: EY

Trotz dieser positiven Signale bleibt das Umfeld herausfordernd. Die Leitzinssenkung der EZB wird von der Branche nicht als Wendepunkt gesehen. Hohe Baukosten, schwierige Refinanzierungen und insolvenzbedingte Marktberichtigungen bestimmen weiterhin die Realität. Besonders Projektentwickler und Bestandshalter mit schwächerer Kapitalausstattung stehen unter Druck.

Wohnimmobilien bleiben dabei die favorisierte Anlageklasse. Premiumprodukte und Portfolios, insbesondere in Berlin, erfahren rege Nachfrage. Auch Logistik bleibt stabil, während Büroimmobilien, vor allem in Sekundärlagen, weiter unter Druck stehen. Einzelhandel differenziert sich stark: Fachmärkte sind gefragt, Shopping-Center bleiben außen vor. Hotels stabilisieren sich, fokussieren sich jedoch zunehmend auf Revitalisierung statt Neubau.

Im Finanzierungsmarkt dominieren weiterhin Zurückhaltung und Unsicherheit. Anschlussfinanzierungen bleiben eine der größten Herausforderungen, auch wenn alternative Kapitalquellen wie Private Debt und Kapitalmarktfinanzierungen an Bedeutung gewinnen.

Insgesamt zeigt sich der Markt 2025 als fragmentiert, aber mit zunehmender Dynamik. Kapitalstarke Investoren mit langfristigem Horizont finden selektive Chancen, vor allem dort, wo Preisrealismus, Nutzungsqualität und Lage zusammenkommen. Eine nachhaltige Erholung hängt jedoch weiterhin stark von gesamtwirtschaftlicher Stabilität und funktionierenden Finanzierungsbedingungen ab.

Geschäftsentwicklung 2024

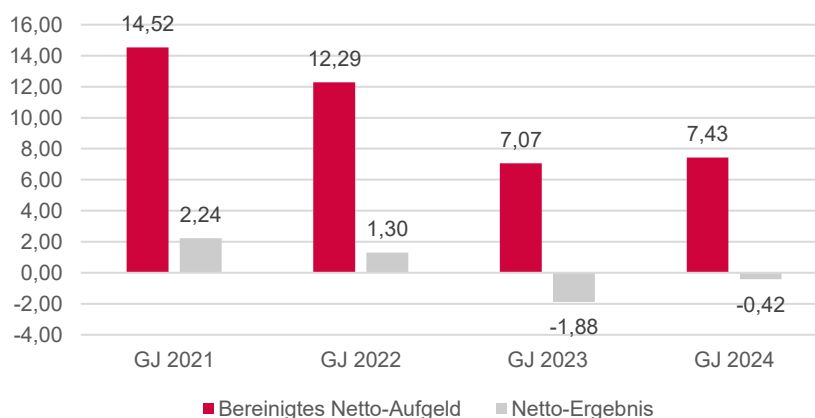
GuV in Mio. €	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024
Bereinigtes Netto-Aufgeld	12,71	14,52	12,29	7,07	7,43
EBITDA	3,21	3,47	2,10	-2,11	-0,36
EBITDA-Marge	25,2%	23,9%	17,1%	-29,8%	-4,9%
EBIT	2,98	3,30	1,93	-2,21	-0,43
EBIT-Marge	23,5%	22,7%	15,7%	-31,3%	-5,9%
Jahresüberschuss	2,05	2,24	1,30	-1,88	-0,42
EPS in €	1,28	1,40	0,81	-1,17	-0,26

Quellen: Deutsche Grundstücksauktionen AG; GBC AG

Im Geschäftsjahr 2024 konnte die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) in einem weiterhin herausfordernden Marktumfeld eine spürbare operative Erholung gegenüber dem Vorjahr erzielen. Nach dem drastischen Rückgang des Objektumsatzes im Jahr 2023 verzeichnete die Gruppe im Berichtsjahr einen Anstieg des Objektumsatzes um rund 11,2% auf 73,87 Mio. € (VJ: 66,44 Mio. €). Die Anzahl der versteigerten Immobilien stieg von 1.216 auf 1.456, was ebenfalls einen positiven Trend markiert.

Trotz der gestiegenen Umsätze blieb die Ertragslage belastet: das bereinigte Netto-Aufgeld, als wichtigste Ertragsgröße der DGA, erhöhte sich nur moderat um 5,1% auf 7,43 Mio. € (VJ: 7,07 Mio. €), blieb aber weiterhin deutlich unter dem Vorkrisenniveau von 2022 (12,29 Mio. €) zurück. Kostenseitig wirkten sich bereits eingeleitete Einsparmaßnahmen positiv aus, sodass sich das EBITDA auf -0,36 Mio. € verbesserte (VJ: -2,11 Mio. €). Auch das Jahresergebnis fiel mit -0,42 Mio. € geringer negativ aus als im Vorjahr (-1,88 Mio. €), markierte jedoch weiterhin keinen vollständigen Turnaround.

Entwicklung des bereinigten Netto-Aufgelds und des Netto-Ergebnisses (in Mio. €)

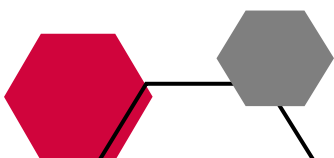


Quellen: Deutsche Grundstücksauktionen AG; GBC AG

Die Entwicklung verlief innerhalb des Jahres heterogen. Während das erste Quartal nur leicht über dem Vorjahresniveau lag, kam es im dritten Quartal mit einem Objektumsatz von 20,6 Mio. € erstmals seit Ende 2022 wieder zu einer signifikanten Belebung. Das vierte Quartal konnte diesen Schwung jedoch nicht halten und blieb mit 17,1 Mio. € unter den Erwartungen.

Strategisch bleibt die DGA breit aufgestellt: Private und gewerbliche Auftraggeber bleiben die größte Kundengruppe, mit einem Objektumsatz von 56 Mio. €.

Verkäufe im Rahmen der bestehenden Rahmenverträge mit der öffentlichen Hand machten rund 13 Mio. € aus und stiegen damit um über 18% gegenüber dem Vorjahr. Die DGA konnte ihre Marktführerschaft mit einem Gruppenmarktanteil von 83,5% (VJ: 79,2%) weiter ausbauen.



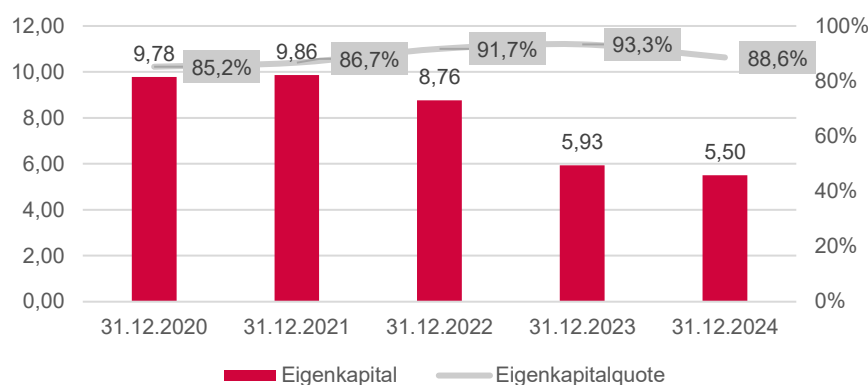
Darstellung der Bilanz- und Finanzlage

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Eigenkapital	9,86	8,76	5,93	5,50
EK-Quote (in %)	86,7%	91,7%	93,3%	88,6%
Operatives Anlagevermögen	2,09	2,17	2,09	2,03
Working Capital	4,55	3,53	2,02	1,78
Net Cash	3,30	3,08	1,85	1,75

Quellen: Deutsche Grundstücksauktionen AG; GBC AG

Die Bilanz der Deutsche Grundstücksauktionen AG zum 31.12.2024 zeigt eine weiterhin stabile Vermögens- und Finanzlage. Das Eigenkapital lag bei 5,50 Mio. € (31.12.2023: 5,93 Mio. €) und spiegelt den Jahresfehlbetrag von rund € 0,42 Mio. wider. Trotz des Verlusts bleibt die Eigenkapitalquote auf sehr hohem Niveau, was der Gesellschaft eine starke finanzielle Unabhängigkeit sichert.

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



Quellen: Deutsche Grundstücksauktionen AG; GBC AG

Zum Bilanzstichtag 31.12.2024 weist die Deutsche Grundstücksauktionen AG einen kumulierten Bilanzverlust von € 1,95 Mio. aus (31.12.2023: € 1,53 Mio.). Dieser resultiert aus zwei aufeinanderfolgenden Verlustjahren und muss vor künftigen Ausschüttungen vollständig ausgeglichen werden. Angesichts der strukturell soliden Bilanz, der hohen Eigenkapitalquote und erster operativer Erholungstendenzen ist bei einer nachhaltigen Rückkehr in die Gewinnzone mittelfristig wieder mit einer Dividendenzahlung zu rechnen. Die Gesellschaft hat über viele Jahre hinweg eine ausschüttungsfreundliche Politik verfolgt, die unterbrochen wurde, als operative Verluste eintraten. Sobald die Ergebniswende stabil erreicht und der Bilanzverlust vollständig abgebaut ist, dürfte die Ausschüttung wieder aufgenommen werden. Aus heutiger Sicht erscheint ein Neustart der Dividendenpolitik ab dem Geschäftsjahr 2027 realistisch.

Die liquiden Mittel, bestehend aus Bankguthaben und Wertpapieren, betrugen € 1,75 Mio. (31.12.2023: € 1,85 Mio.) und stellen weiterhin eine komfortable Liquiditätsreserve dar. Der Rückgang resultiert primär aus dem negativen Ergebnis, ohne dass externe Finanzierung in Anspruch genommen werden musste. Das Anlagevermögen blieb mit € 3,18 Mio. (31.12.2023: € 3,08 Mio.) stabil. Investitionen wurden weiterhin sehr zurückhaltend getätigt. Auf der Passivseite bestanden wie im Vorjahr keine zinstragenden Finanzverbindlichkeiten. Die Bilanz bestätigt den konservativen finanzpolitischen Kurs der Gesellschaft. Die hohe Eigenkapitalausstattung, solide Liquiditätsbasis und die vollständige Schuldenfreiheit unterstreichen die strukturelle Robustheit des Unternehmens.

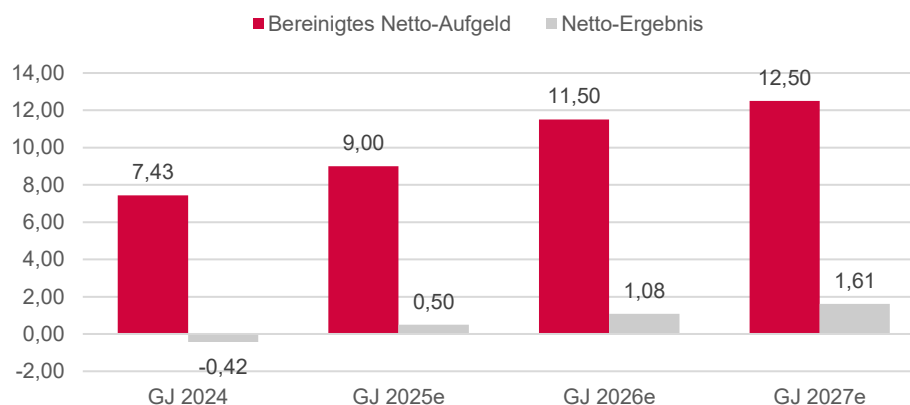
PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Bereinigtes Netto-Aufgeld	7,43	9,00	11,50	12,50
EBITDA	-0,36	0,85	1,76	2,54
EBITDA-Marge	-4,9%	9,5%	15,3%	20,3%
EBIT	-0,43	0,70	1,58	2,36
EBIT-Marge	-5,9%	7,8%	13,7%	18,8%
Jahresüberschuss	-0,42	0,50	1,08	1,61

Quelle: GBC AG

Für die Jahre 2025 bis 2027 rechnen wir bei der Deutschen Grundstücksauktionen AG mit einer nachhaltigen Rückkehr in die Profitabilität, getragen von einer moderaten Markterholung im deutschen Immobiliensektor, einer sukzessiven Normalisierung der Transaktionstätigkeit sowie den in den vergangenen beiden Geschäftsjahren implementierten strukturellen Effizienzmaßnahmen. Nach zwei verlustreichen Jahren befindet sich das Unternehmen in einer Übergangsphase, in der die Weichen für langfristiges Wachstum gestellt wurden. Der Fokus liegt auf der nachhaltigen Rückkehr zu einem stabilen Ergebnisniveau, getragen vom bewährten Auktionsmodell der DGA, das sich auf ein belastbares Einlieferernetzwerk sowie langfristig etablierte Rahmenverträge mit öffentlichen Auftraggebern stützt.

Prognose der bereinigten Netto-Aufgelder und des Netto-Ergebnisses (in Mio. €)



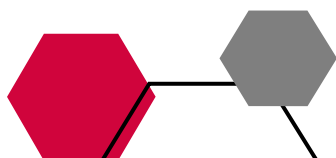
Quelle: GBC AG

Für das Geschäftsjahr 2025 erwarten wir einen Anstieg des bereinigten Netto-Aufgelds auf 9,00 Mio. €, was einem Zuwachs von knapp 21% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Die zugrunde liegende Annahme basiert auf einem gruppenweiten Objektumsatzvolumen von etwa 80 Mio. €. Die DGA dürfte dabei insbesondere von einer gestiegenen Abschlusswahrscheinlichkeit profitieren, da sich Verkäufer zunehmend an die neue Marktrealität anpassen und Kaufpreisvorstellungen auf beiden Seiten konvergieren. Gleichzeitig führt die anhaltende Zurückhaltung im Neubausegment dazu, dass Auktionen als Transaktionsformat mit hoher Sichtbarkeit und Effizienz wieder stärker in den Fokus rücken. Auf der Kostenseite werden die im Geschäftsjahr 2023 initiierten Maßnahmen zur strukturellen Verschlinkung erstmals in vollem Umfang wirksam. Im Vergleich zu den Vorjahren konnten die fixen Verwaltungskosten auf Gruppenebene um über eine Million Euro gesenkt werden. Damit sinkt der Break-even-Schwellenwert deutlich. Bei einem Umsatzniveau, wie es für 2025 angenommen wird, sollte die DGA nicht nur in die operative Gewinnzone zurückkehren, sondern auch wieder ein positives Nettoergebnis

erzielen. Wir rechnen mit einem Jahresüberschuss von 0,50 Mio. €, womit die Gesellschaft erstmals seit 2022 wieder ein positives Konzernergebnis ausweisen sollte.

Für das Jahr 2026 rechnen wir mit einer Fortsetzung dieser positiven Entwicklung. Die zunehmende Marktstabilität sowie das erwartete moderate Zinsumfeld dürften sich weiterhin positiv auf die Investitions- und Finanzierungsmöglichkeiten potenzieller Käufer auswirken. Parallel dazu sollte das verbesserte Sentiment unter gewerblichen wie auch privaten Eigentümern positive Effekte haben, was sich bereits 2024 in einer höheren Einlieferungsbereitschaft und einem breiteren Angebotsmix niederschlug. In Verbindung mit der anhaltend hohen Transaktionsquote in den Auktionen, zuletzt bei über 80 %, dürfte sich unseres Erachtens das Netto-Aufgeld auf rund 11,50 Mio. € erhöhen. Das entspricht einem weiteren Anstieg um mehr als 27 % gegenüber 2025. Der Jahresüberschuss sollte entsprechend auf 1,08 Mio. € ansteigen und reflektiert eine wiederhergestellte Ertragskraft, die eine Rückkehr zu einer dividendenfähigen Struktur begünstigt.

Für das Geschäftsjahr 2027 gehen wir von einer Fortsetzung dieser positiven Entwicklung aus. Zwar ist nicht mit einem exponentiellen Wachstum zu rechnen, jedoch dürfte sich die Kombination aus stabilen Einliefererbeziehungen, sowie eine fortlaufende Durchdringung neuer Käufergruppen positiv auf die Geschäftsentwicklung auswirken. Das bereinigte Netto-Aufgeld schätzen wir auf 12,50 Mio. €. Unter dem Strich sollte die DGA unseres Erachtens im Jahr 2027 einen Jahresüberschuss von rund 1,61 Mio. € erzielen. Damit wäre der Bilanzverlust aus 2023/2024 vollständig abgebaut und die Voraussetzungen für eine Wiederaufnahme der Dividendenzahlung geschaffen.



Bewertung

Modellannahmen

Die Deutsche Grundstücksauktionen AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2025 - 2027 in Phase 1 erfolgt von 2028 bis 2032 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,8%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 15,9% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 31,5% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,5%.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Deutsche Grundstücksauktionen AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode.

Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,5%.

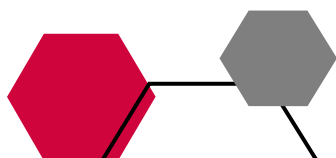
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,00.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,00% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,00%.

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 12,85 € (bisher: 12,75 €) ermittelt. Die Anhebung des Kursziels spiegelt die fortgeschrittene Prognoseperiode wider, innerhalb derer wir auf Basis der bisherigen Geschäftsentwicklung nun für das kommende Jahr ein höheres Ergebnisniveau erwarten.



DCF-MODELL

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Bereinigtes Netto-Aufgeld	9,00	11,50	12,50	12,75	13,01	13,27	13,53	13,80	
Wachstum	21,2%	27,8%	8,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%
EBITDA	0,85	1,76	2,54	2,03	2,07	2,11	2,15	2,19	
EBITDA-Marge	9,5%	15,3%	20,3%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	
EBITA	0,70	1,58	2,36	1,85	1,90	1,94	1,98	2,03	
EBITA-Marge	7,8%	13,7%	18,8%	14,5%	14,6%	14,6%	14,7%	14,7%	14,7%
NOPLAT	0,48	1,08	1,61	1,27	1,30	1,33	1,36	1,39	
Working Capital (WC)	2,15	2,25	2,35	3,83	3,90	3,98	4,06	4,14	
Anlagevermögen (OAV)	2,10	2,10	2,10	2,08	2,05	2,03	2,01	2,00	
Investiertes Kapital	4,25	4,35	4,45	5,90	5,95	6,01	6,07	6,14	
Kapitalrendite	12,6%	25,4%	37,1%	28,5%	22,0%	22,3%	22,6%	22,9%	23,1%
EBITDA	0,85	1,76	2,54	2,03	2,07	2,11	2,15	2,19	
Steuern auf EBITA	-0,22	-0,50	-0,74	-0,58	-0,60	-0,61	-0,62	-0,64	
Veränderung OAV	-0,22	-0,18	-0,18	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	
Veränderung WC	-0,37	-0,10	-0,10	-1,48	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	0,04	0,98	1,51	-0,18	1,24	1,27	1,30	1,32	20,43

Entwicklung Kapitalkosten

risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,00
Eigenkapitalkosten	8,00%
Zielgewichtung	100,00%
Fremdkapitalkosten	5,50%
Zielgewichtung	0,00%
Taxshield	24,99%
WACC	8,00%

Ermittlung fairer Wert

	GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft	17,35	17,76
Barwert expliziter FCFs	5,43	4,88
Barwert Continuing Value	11,92	12,87
Nettoschulden	-1,82	-2,80
Wert des Eigenkapitals	19,17	20,56
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	19,17	20,56
Ausstehende Aktien in Mio.	1,60	1,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,98	12,85

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		7,4%	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%
Kapitalrendite	22,6%	13,76	13,18	12,66	12,19	11,76
	22,9%	13,86	13,28	12,76	12,28	11,85
	23,1%	13,97	13,38	12,85	12,37	11,93
	23,4%	14,07	13,48	12,94	12,45	12,01
	23,6%	14,18	13,58	13,04	12,54	12,09

ANHANG

I. Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

II. §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden, und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen 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: <https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

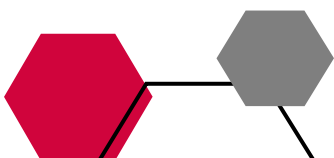
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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. Aktien-splits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

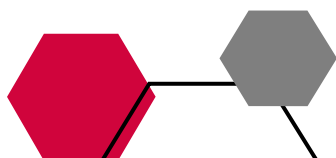
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent



- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der 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.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

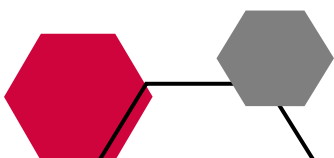
Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

§ 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 & INVESTMENTANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Deutschland

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de