



Researchstudie (Anno light)



DEUTSCHE EIGENHEIM
UNION AG

- Planmäßige Entwicklung im Geschäftsjahr 2021 erreicht
- Übergabe von 24 Wohneinheiten in 2022 geplant
- Kostenentwicklung liegt innerhalb der Planungen

Kursziel: 1,50 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 7

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 01.06.2022 (14:07 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 02.06.2022 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

Deutsche Eigenheim Union AG*5a;11

Rating: Kaufen
Kursziel: 1,50 EUR
(bisher: 1,55 EUR)

aktueller Kurs: 0,79
31.05.22 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0STWH9
WKN: A0STWH
Börsenkürzel: JZ6
Aktienanzahl³: 36,05
Marketcap³: 28,48
EnterpriseValue³: 29,10
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 30 %

Transparenzlevel:
Freiverkehr
Marktsegment:
Primärmarkt Düsseldorf/Quota-
tion Board Frankfurt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien
Fokus: Errichtung bezahlbarer
Ein- und Mehrfamilienhäuser

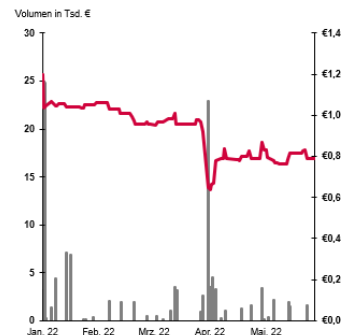
Mitarbeiter: 10 Stand: 31.03.2022

Gründung: 2007

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Dr. Christian Pahl, Thomas Zienterski, Vincent Busch

Die Deutsche Eigenheim Union AG fokussiert sich auf die Errichtung bezahlbaren Wohnraums im Ballungsraum Berlin-Brandenburg. Es werden Einfamilien- und Reihenhäuser auf eigenen Grundstücken sowie auch Häuser auf fremden Grundstücken errichtet. Im Vordergrund steht der Fokus ganz klar auf der preisgünstigen Errichtung von Eigenheimen, womit einerseits ein breiterer Käuferkreis erreicht wird und andererseits ein besserer Zugang zu Baugrundstücken möglich ist. Kunden der Deutsche Eigenheim Union AG können aus einer definierten Anzahl an standardisiert geplanten und errichteten Häusern auswählen und profitieren dabei von sehr günstigen Preisen, die im Durchschnitt unterhalb von 300.000 €/Haus liegen. Derzeit verfügt die Gesellschaft über Projekte mit einem geplanten Umsatzvolumen in Höhe von über 45 Mio. €.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	4,79	8,40	23,75	34,75
EBITDA	-0,19	1,24	5,45	7,33
EBIT	-0,31	1,09	5,25	7,03
Jahresüberschuss	-0,63	0,71	4,06	5,15

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,02	0,02	0,11	0,14
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	6,07	3,46	1,23	0,84
EV/EBITDA	neg.	23,51	5,34	3,97
EV/EBIT	neg.	26,75	5,54	4,14
KGV	neg.	40,11	7,01	5,53

Finanztermine

06 Juli 2022: Hauptversammlung
August 2022: Halbjahresbericht 2022
Oktober 2022: Q3-Zahlen

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
23.02.2022: RS / 1,55 EUR / KAUFEN

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

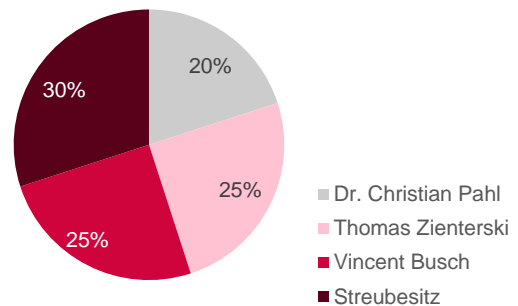
* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

UNTERNEHMEN

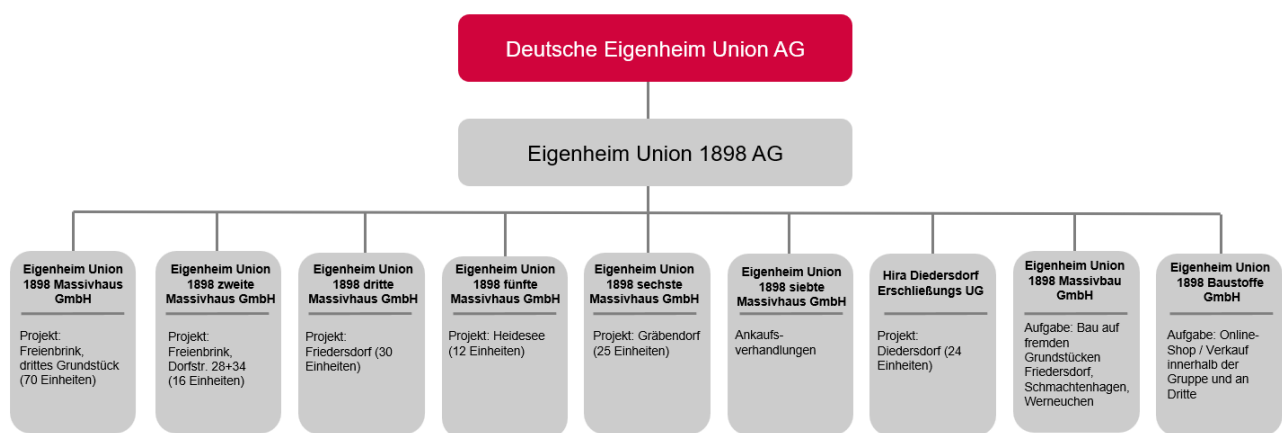
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.12.2012
Dr. Christian Pahl	20 %
Thomas Zienterski	25 %
Vincent Busch	25 %
Streubesitz	30 %

Quelle: Deutsche Eigenheim Union AG; GBC AG; Stand: 30.11.2021



Unternehmensstruktur



Quelle: Deutsche Eigenheim Union AG; GBC AG

Die Deutsche Eigenheim Union AG gibt es in der aktuellen Form erst seit dem 01.01.2021. Zum 24.09.2021 wurde auf der Hauptversammlung der Erwerb der Eigenheim Union 1898 AG beschlossen, welcher im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung rückwirkend zum 01.01.2021 erfolgt ist. Seit diesem Zeitpunkt ist die erworbene Eigenheim Union 1898 AG und deren Tochtergesellschaften Bestandteil des Deutsche Eigenheim Union-Konzerns. Im Rahmen der Sachkapitalerhöhung hat die Muttergesellschaft insgesamt 36,00 Mio. neue Aktien zu einem Ausgabebetrag in Höhe von 1,00 € je Aktie ausgegeben. Gezeichnet wurden diese im Wege einer Sachkapitalerhöhung von der Eigenheim Union 1898 AG und damit wurde der Wert der Sacheinlage auf 36,00 Mio. € festgesetzt.

Die Gesellschaftsstruktur ist typisch für Immobiliengesellschaften. Dabei sind die Tochtergesellschaften in der Regel Projektgesellschaften. Ergänzt werden die aktuell sieben Projektgesellschaften (davon sechs Projekte auf eigenen Grundstücken) durch die Eigenheim Union 1898 Baustoffe GmbH, die die zentrale Beschaffung von Baustoffen abdeckt.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG BIS ZUM 31.03.2022

in Mio. €	GJ 2021	Q1 2022
Umsatzerlöse	4,79	0,07
EBIT	-0,31	-0,25
Nachsteuerergebnis	-0,63	-0,28
Cashflow (operativ)	0,17	-0,28
Cashflow (Investition)	-0,18	0,00
Cashflow (Finanzierung)	-0,68	0,17

Quelle: Deutsche Eigenheim Union AG; GBC AG

Die bisherige Geschäftstätigkeit der Deutsche Eigenheim Union AG ist in erster Linie vom Erwerb der Eigenheim Union 1898 AG mittels Sacheinlage geprägt. Die Transaktion erfolgte rückwirkend zum 01.01.2021, weswegen lediglich eine Analyse der Geschäftsjahreszahlen 2021 aussagekräftig ist. Dabei war die Geschäftsentwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres 2021, wie zuvor erwartet, von der Übergabe von 16 Wohneinheiten des Projektes in Freienbrink geprägt. Darüber hinaus wurde ein weiteres Wohnobjekt auf einem fremden Grundstück übergeben, womit insgesamt Umsatzerlöse in Höhe von 4,79 Mio. € erwirtschaftet wurden. In unseren bisherigen Prognosen (siehe Researchstudie vom 23.02.2022) hatten wir Umsatzerlöse in Höhe von 4,88 Mio. € erwartet.

Das im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 erreichte Umsatzniveau ist noch als niedrig einzustufen und ermöglicht es der Gesellschaft noch nicht, die Kosten im Overheadbereich abzudecken. Der erwirtschaftete Rohertrag in Höhe von 1,25 Mio. € (Rohertragsmarge: 25,6 %) lag dabei unterhalb der Overheadkosten (Personal; sbA; Afa) in Höhe von 1,44 Mio. €, womit für das Geschäftsjahr 2021 ein leicht negatives EBIT in Höhe von -0,31 Mio. € ausgewiesen wird. Abzüglich Finanzaufwendungen in Höhe von 0,14 Mio. € sowie Steuern in Höhe von 0,18 Mio. € lag das Nachsteuerergebnis im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 mit -0,63 Mio. € ebenfalls im negativen Bereich. An dieser Stelle ist zu erwähnen, dass die Deutsche Eigenheim Union AG die Finanzierung der Objekterrichtung im Rahmen von Erwerberräten abdeckt. Es liegt demnach lediglich im Bereich des Grundstückserwerbs und damit der Projektsicherung ein Vorfinanzierungsbedarf vor.

In 2021 wurde zusätzlich zur Fertigstellung der Einheiten in Freienbrink mit den Erschließungsarbeiten auf dem Baufeld in Diedersdorf (Gemeinde südlich von Berlin) begonnen, auf dem im laufenden Geschäftsjahr 2022 insgesamt 24 Wohneinheiten fertiggestellt und übergeben werden sollen. Die Arbeiten an diesem Projekt sind, nach Angaben der Gesellschaft, auch im ersten Quartal 2022 planmäßig vorangeschritten. Da in den ersten drei Monaten 2022 erwartungsgemäß keine Objektübergabe stattgefunden hat, wurden mit 0,07 Mio. € keine nennenswerten Umsatzerlöse ausgewiesen. Hiervon ausgehend lag das im ersten Quartal 2022 erwirtschaftete EBIT mit -0,25 Mio. € und das Nachsteuerergebnis mit -0,28 Mio. € erwartungsgemäß im negativen Bereich.

Die Fortsetzung der Errichtungsarbeiten an den 24 Wohneinheiten wird auch anhand der Bilanzkennzahlen ersichtlich. Im Zuge dessen kletterte der Vorratsbestand (Anschaffungs- und Herstellungskosten der Objekte) zum 31.03.2022 auf 6,23 Mio. € (31.12.21: 5,39 Mio. €). Auf der Gegenseite erhöhten sich die Anzahlungen der Erwerber auf 5,01 Mio. € (31.12.21: 4,56 Mio. €). Damit wird auch deutlich, dass die Gesellschaft nur im geringen Umfang vorfinanzieren muss. Die Bankverbindlichkeiten spielen dabei mit 0,32 Mio. € (31.12.21: 0,10 Mio. €) eine nur untergeordnete Rolle.

Prognosen 2022 - 2024

in Mio. €	GJ 2021	GJ 22e (neu)	GJ 22e (alt)	GJ 23e (neu)	GJ 23e (alt)	GJ 24e (neu)	GJ 24e (alt)
Umsatzerlöse	4,88	8,40	19,60	23,75	28,98	34,75	30,36
EBITDA	-0,12	1,24	3,32	5,05	5,47	7,33	6,03
JÜ	-0,54	0,71	2,32	4,06	3,82	5,15	4,24
EPS in €	-0,02	0,02	0,06	0,11	0,11	0,14	0,12

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2021 sowie der Zahlen zum ersten Quartal 2022 hat das Management der Deutsche Eigenheim Union AG einen Ausblick auf das laufende und kommende Geschäftsjahr gegeben. Mit der erwarteten Übergabe der 24 Wohneinheiten des Projektes in Diedersdorf wird für das laufende Geschäftsjahr 2022 mit Umsatzerlösen in Höhe von 7,7 Mio. € sowie mit einem Periodenüberschuss in Höhe von mehr als 0,50 Mio. € gerechnet. Für das kommende Geschäftsjahr wird bereits ein Jahresüberschuss in Höhe von mehr als 4,0 Mio. € in Aussicht gestellt.

Diese Unternehmens-Guidance basiert hauptsächlich auf den bereits gesicherten Projekten, auf denen bis Ende 2024 mit der Erstellung und Übergabe von insgesamt 161 Einheiten ein Umsatzvolumen von rund über 45 Mio. € realisiert werden soll. Nach aktueller Unternehmens-Präsentation liegt folgende Projekt-Aufteilung vor:

Projektname	Anzahl Einheiten	Umsatzvolumen	Fertigstellung
Diedersdorf	24	7,7 Mio. €	2022
Friedersdorf	30	8,4 Mio. €	2023
Klein-Eichholz	12	3,5 Mio. €	2023
Gräbendorf	25	7,2 Mio. €	2023
Freienbrink	70	18,9 Mio. €	2024
Summe	161	45,7 Mio. €	

Quelle: Deutsche Eigenheim Union AG; GBC AG

In unserer bisherigen Researchstudie (siehe Studie vom 23.02.2022) hatten wir bei den Projekten in Friedersdorf und in Klein-Eichholz noch mit der Fertigstellung und Übergabe für das laufende Geschäftsjahr 2022 kalkuliert. Entsprechend der Unternehmens-Erwartung verschieben wir die aus diesen Projekten zu realisierenden Umsätze in das kommende Geschäftsjahr 2023. Darüber hinaus gehen wir beim großen Projekt in Freienbrink von der Fertigstellung im Geschäftsjahr 2024 (bisher: 2023) aus. Mit Bezug auf der aktuellen, von Lieferschwierigkeiten geprägten Situation, sieht die Gesellschaft nur einen geringen Einfluss auf die künftige Geschäftsentwicklung. Dies besonders vor dem Hintergrund, da die Baustoffe direkt vom Hersteller und damit von regionalen Produktionsbetrieben bezogen werden. Nach Angaben des Managements liegen derzeit keine nennenswerten Abweichungen vom geplanten Kostenrahmen vor.

Wir gehen zudem davon aus, dass die Gesellschaft in den kommenden Geschäftsjahren in der Lage sein wird, weitere Grundstücke zu erwerben und diese zu Wohnprojekten zu entwickeln. Neben den gesicherten Projekten sollten, jedoch in einer geringeren Anzahl, auch Wohnhäuser auf fremden Grundstücken errichtet werden.

Unsere angepassten Umsatz- und Ergebnisschätzungen reflektieren die gegenüber unserer bisherigen Studie geänderten erwarteten Fertigstellungszeitpunkte der Projekte Friedersdorf, Klein-Eichholz und Freienbrink. Nachdem in den Geschäftsjahren 2022 und 2023 gegenüber unseren bisherigen Erwartungen niedrigere Umsatzerlöse ausgewiesen werden sollten, sollten im Geschäftsjahr 2024 höhere Umsätze und ein höheres Ergebnisniveau erwirtschaftet werden. Hier rechnen wir mit der Übergabe des derzeit größten Projektes in Freienbrink.

Bewertung

Modellannahmen

Die Deutsche Eigenheim Union AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 bis 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 6,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 19,9 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25,0 % 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 Eigenheim Union AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 0,40 % (bisher: 0,25 %).**

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 1,67.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,59 % (bisher: 9,44 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,64 % (bisher: 8,51 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unsers angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 1,50 € (bisher: 1,55 €) ermittelt. Die marginale Kurszielreduktion ist auf die niedrigeren Prognosen des laufenden Geschäftsjahres 2022 sowie auf die Anhebung des risikolosen Zinssatzes zurückzuführen.

DCF-Modell

Deutsche Eigenheim Union AG - 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	20,0%	ewige EBITA - Marge	19,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	30,0%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	45,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
Umsatz (US)	8,40	23,75	34,75	35,45	36,16	36,88	37,62	38,37	
US Veränderung	75,2%	182,8%	46,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	16,80	33,93	34,75	34,75	34,75	34,75	34,75	34,75	
EBITDA	1,24	5,45	7,33	7,09	7,23	7,38	7,52	7,67	
EBITDA-Marge	14,7%	22,9%	21,1%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBITA	1,09	5,25	7,03	6,79	6,93	7,06	7,21	7,35	
EBITA-Marge	12,9%	22,1%	20,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%
Steuern auf EBITA	-0,22	-1,05	-1,76	-1,70	-1,73	-1,77	-1,80	-1,84	
zu EBITA	20,0%	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	0,87	4,20	5,27	5,09	5,19	5,30	5,40	5,51	
Kapitalrendite	-89,0%	132,7%	74,8%	41,5%	30,6%	30,6%	30,6%	30,6%	30,6%
Working Capital (WC)	2,67	6,35	11,26	15,95	16,27	16,60	16,93	17,27	
WC zu Umsatz	31,7%	26,7%	32,4%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	
Investitionen in WC	-4,04	-3,68	-4,91	-4,69	-0,32	-0,33	-0,33	-0,34	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,50	0,70	1,00	1,02	1,04	1,06	1,08	1,10	
AFA auf OAV	-0,15	-0,20	-0,30	-0,30	-0,31	-0,31	-0,32	-0,32	
AFA zu OAV	30,0%	28,6%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Investitionen in OAV	-0,25	-0,40	-0,60	-0,32	-0,33	-0,33	-0,34	-0,35	
Investiertes Kapital	3,17	7,05	12,26	16,97	17,31	17,66	18,01	18,37	
EBITDA	1,24	5,45	7,33	7,09	7,23	7,38	7,52	7,67	
Steuern auf EBITA	-0,22	-1,05	-1,76	-1,70	-1,73	-1,77	-1,80	-1,84	
Investitionen gesamt	-4,29	-4,08	-5,51	-5,01	-0,65	-0,66	-0,67	-0,68	
Investitionen in OAV	-0,25	-0,40	-0,60	-0,32	-0,33	-0,33	-0,34	-0,35	
Investitionen in WC	-4,04	-3,68	-4,91	-4,69	-0,32	-0,33	-0,33	-0,34	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,27	0,32	0,06	0,38	4,85	4,95	5,05	5,15	79,19

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	57,71	62,37
Barwert expliziter FCFs	13,36	14,19
Barwert des Continuing Value	44,35	48,18
Nettoschulden (Net debt)	3,77	3,63
Wert des Eigenkapitals	53,93	58,75
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	53,93	58,75
Ausstehende Aktien in Mio.	36,05	36,05
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,50	1,63

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,4%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,67
Eigenkapitalkosten	9,6%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	28,7%
WACC	8,6%

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%
29,6%	1,76	1,59	1,45	1,33	1,23
30,1%	1,78	1,62	1,47	1,35	1,25
30,6%	1,81	1,64	1,50	1,37	1,27
31,1%	1,84	1,66	1,52	1,39	1,29
31,6%	1,87	1,69	1,54	1,41	1,30

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst
Marcel Schaffer, Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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