



Researchstudie (Anno)

HELMA Eigenheimbau AG



**Prognosen voll erfüllt,
Fokussierung auf Ergebniswachstum trägt Früchte,
Umsatzpotenzial auf gesicherten Grundstücken liegt bei über
1,4 Mrd. €**

Kursziel: 60,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18

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“

HELMA Eigenheimbau AG ^{*5a,6a,7,11}

Kaufen

Kursziel: 60,00
(bisher: 57,70 €)

aktueller Kurs: 35,90
21.03.19; XETRA; 9:13 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578
WKN: A0EQ57
Börsenkürzel: H5E
Aktienanzahl³: 4,000
Marketcap³: 143,60
EnterpriseValue³: 302,91
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 60,2 %

Transparenzlevel:
Scale
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
M.M. Warburg

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

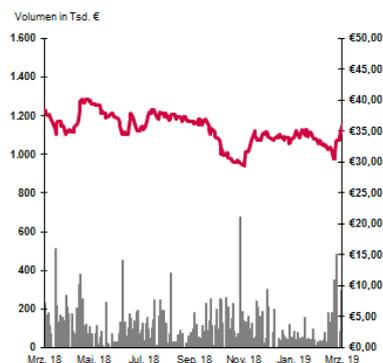
Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgersgeschäft

Mitarbeiter: 325 (31.12.2018)

Gründung: 1980

Firmensitz: Lehrte

Vorstand: Gerrit Janssen, Max Bode, André Müller



Die HELMA Eigenheimbau AG (HELMA) ist einer der führenden deutschen Baudienstleister mit Full-Service-Angebot. Der Fokus liegt dabei auf der Entwicklung, der Planung, dem Verkauf sowie der Bauregie von individuell geplanten Einfamilienhäusern, welche in traditioneller Massivbauweise ("Stein-auf-Stein") auf den Grundstücken der Kunden gebaut werden. Über die Tochtergesellschaft HELMA Wohnungsbau GmbH, welche als breit diversifizierter Projektentwickler und Bauträger auftritt, besteht in verschiedenen Metropolregionen Deutschlands ferner die Möglichkeit, das individuelle Traumhaus auch zusammen mit einem passenden Grundstück aus einer Hand zu erwerben. Darüber hinaus verwirklicht die HELMA Wohnungsbau GmbH in ausgesuchten Lagen hochwertige Doppelhaus-, Reihenhäuser- und Wohnungsbauprojekte. Mit der Realisierung von Ferienhäusern und -wohnungen an infrastrukturell gut entwickelten Standorten, vorwiegend an der Nord- und Ostseeküste, gehört auch die Tochtergesellschaft HELMA Ferienimmobilien GmbH zu den führenden Unternehmen in ihrem Marktsegment. Das Angebot richtet sich überwiegend an Privatkunden zur Selbstnutzung oder als Kapitalanlage. Das Tochterunternehmen Hausbau Finanz GmbH komplettiert als Finanzierungs- und Bauversicherungsvermittler das Angebot der HELMA-Gruppe.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	253,28	288,28	317,10	332,96
EBITDA	23,78	27,52	30,78	34,00
EBIT	21,78	25,52	28,58	31,70
Jahresüberschuss	14,49	16,92	18,90	20,89

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	3,62	4,23	4,72	5,22
Dividende je Aktie	1,31	1,50	1,70	1,90

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,20	1,05	0,96	0,91
EV/EBITDA	12,74	11,01	9,84	8,91
EV/EBIT	13,91	11,87	10,60	9,55
KGV	9,91	8,49	7,60	6,87
KBV	1,47			

Finanztermine

03.04.19: Geschäftsbericht 2018
07 - 08.05.19: MKK München
05.07.19: Hauptversammlung
20.08.19: Halbjahresbericht 2019
22.08.19: 3.Hamburger Investorentag
25 - 27.19: Eigenkapitalforum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
30.08.2018: RS / 57,70 / KAUFEN
17.05.2018: RS / 53,00 / KAUFEN
20.03.2018: RS / 53,00 / KAUFEN
24.01.2018: RS / 53,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2018 hat die HELMA Eigenheimbau AG erwartungsgemäß eine leicht rückläufige Umsatzentwicklung, jedoch eine deutliche Ergebnisverbesserung präsentiert. Diese Entwicklung ist insofern im Rahmen der Erwartungen ausgefallen, da die Gesellschaft bereits im Vorfeld von einer stärkeren Fokussierung auf die weitere Profitabilitätssteigerung bei der Realisierung von Bauträgerprojekten berichtet hatte. Angesichts derzeit vorherrschender Engpässe bei den Bauunternehmen und bei den Genehmigungsbehörden würde ein „Übers-Knie-Brechen“ von Projekten zulasten der Ergebnismargen einhergehen. Die Gesamtumsätze minderten sich entsprechend um 5,3 % auf 253,28 Mio. € (VJ: 267,42 Mio. €).
- Besonders hervorzuheben ist die Fähigkeit der Gesellschaft, trotz des aktuell von einer starken Nachfrage geprägten Marktumfelds, neue, attraktive Grundstücke zu erwerben und damit die Basis für das künftige Bauträgergeschäft auszuweiten. Die Grundstücke befinden sich hauptsächlich in den Metropolregionen Berlin/Potsdam, Hamburg/Hannover, Leipzig und München. Künftig sollen auch die Regionen Frankfurt, Köln/Düsseldorf/Bonn und Würzburg adressiert werden.
- Die Konzentration auf die weitere Profitabilitätssteigerung bei der Realisierung von Bauträgerprojekten hatte, trotz der rückläufigen Umsatzentwicklung, einen Anstieg des EBIT auf 21,78 Mio. € (VJ: 20,23 Mio. €) und damit eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 8,6 % (VJ: 7,6 %) zur Folge. Auch auf Basis des Vorsteuerergebnisses EBT, der vom HELMA-Management verwendeten Kennzahl für die Unternehmensguidance, wurde mit 21,15 Mio. € (VJ: 19,13 Mio. €) ein neuer historischer Rekordwert erreicht. Gleichzeitig liegt das EBT innerhalb der zu Beginn des Jahres 2018 publizierten Guidance-Bandbreite in Höhe von 21,00 – 22,50 Mio. €.
- Für das laufende Geschäftsjahr wird eine weitere EBT-Verbesserung in einer Bandbreite in Höhe von 23,5 – 26,0 Mio. € in Aussicht gestellt. Neben der anhaltenden Fokussierung auf die weitere Profitabilitätssteigerung bei der Realisierung von Bauträgerprojekten rechnen wir mit einer Rückkehr zum Umsatzwachstum. Eine gute Grundlage bildet dabei die Ausweitung des Auftragseinganges um 13,5 % auf 278,58 Mio. €. Weitere Auftragseingänge sollten durch den geplanten Vertriebsstart bei diversen Projekten des Wohnimmobilien- und Ferienimmobilienbereiches generiert werden. Grundsätzlich verfügt die Gesellschaft dabei über einen umfangreichen Grundstücksbestand, auf denen in den kommenden Geschäftsjahren weitere Projekte gestartet werden sollen. Auf denen im Bestand, jedoch weitestgehend noch nicht im Vertrieb befindlichen Grundstücken, lassen sich potenziell 3.365 Einheiten mit einem Umsatzpotenzial von ca. 1,4 Mrd. € realisieren. Gemäß Aussage des Unternehmens soll ein Großteil dieses Umsatzpotenzials in den nächsten fünf Jahren gehoben werden. Hinzu kommen die Umsätze aus dem Bereich Baudienstleistungen, für die keine eigenen Grundstücke benötigt werden, welche jährlich rund 100 Mio. € ausmachen sollten.
- Diese umfangreiche „Unterfütterung“ unserer erwarteten Umsatzsteigerungen in den kommenden Geschäftsjahren (bis in die Stetigkeitsphase des DCF-Bewertungsmodells hinein) sollte zudem von weiteren Margenverbesserungen begleitet werden. Wir rechnen mit einer Verbesserung des EBT auf über 30,0 Mio. € bis zum Jahr 2021. Abzüglich der Steueraufwendungen prognostizieren wir dann ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 20,89 Mio. €, was auf aktuellem Kursniveau einem attraktiven KGV von 6,9 entspricht.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 60,00 € (bisher: 57,70 €) ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir damit weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

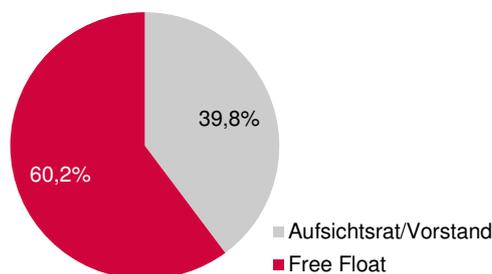
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsbereiche	4
Klassisches Baudienstleistungsgeschäft (seit 1980)	4
Bauträrgeschäft Wohnen (seit 1984)	5
Bauträrgeschäft Ferienimmobilien (seit 2011)	6
Bankenunabhängige Finanzierungsberatung (seit 2010)	6
Markt und Marktumfeld	7
Marktumfeld Wohnimmobilien	7
Marktumfeld Ferienimmobilien	8
Unternehmensentwicklung & Prognose	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung GJ 2018	10
Umsatzentwicklung GJ 2018	10
Ergebnisentwicklung GJ 2018	11
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.18	13
Prognose und Bewertung	14
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

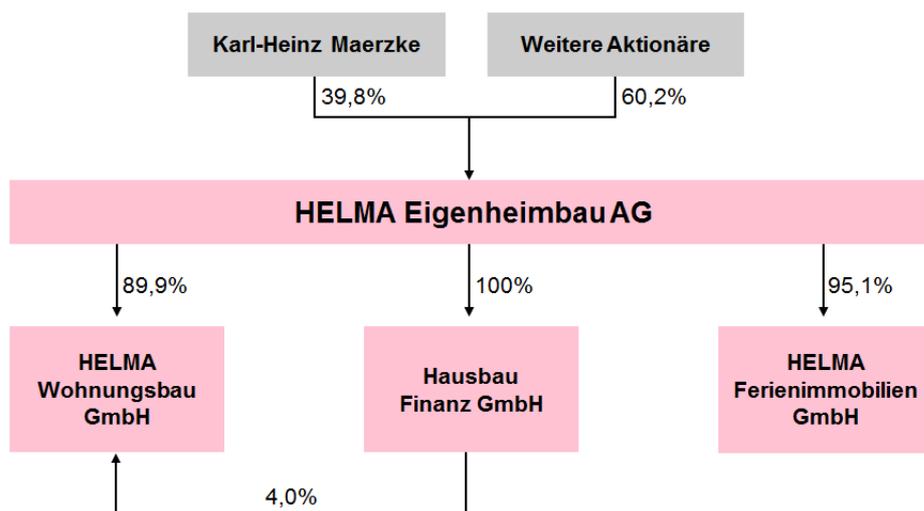
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Karl-Heinz Maerzke (Aufsichtsrat)	39,6 %
Gerrit Janssen (Vorstand)	0,1 %
André Müller (Vorstand)	0,1 %
Free Float	60,2 %

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Der Konsolidierungskreis der **HELMA Eigenheimbau AG** (kurz: HELMA) repräsentiert die unterschiedlichen Geschäftssegmente der Gesellschaft. Die Konzernobergesellschaft HELMA Eigenheimbau AG (nachfolgend: HELMA) ist dabei operativ im Bereich des Stammgeschäfts Baudienstleistungen tätig. Für das Bauträgergeschäft sind die beiden Tochtergesellschaften **HELMA Wohnungsbau GmbH** und **HELMA Ferienimmobilien GmbH** verantwortlich. Ihrerseits profitieren die im Bauträgerbereich tätigen Tochtergesellschaften von Dienstleistungen der Konzernobergesellschaft HELMA Eigenheimbau AG. Diese werden im Zusammenhang mit der Baubetreuung, Bauplanung und Baudurchführung erbracht. Komplettiert wird das Dienstleistungsspektrum der HELMA durch die Vermittlung von Finanzierungs- und Bauversicherungen, welche über die Tochtergesellschaft **Hausbau Finanz GmbH** realisiert wird.

Geschäftsbereiche

Klassisches Baudienstleistungsgeschäft (seit 1980)

Als Konzernobergesellschaft des HELMA-Konzerns liegt der Fokus der im Jahr 1980 gegründeten HELMA Eigenheimbau AG (HELMA) auf der Entwicklung, Planung sowie dem Verkauf von schlüsselfertigen oder teilfertigen Ein- und Zweifamilienhäusern, welche ausschließlich in Massivbauweise angeboten werden. Im Zuge eines Full-Service-Ansatzes übernimmt die Gesellschaft darüber hinaus die Bauregie und offeriert zusätz-

lich die Finanzierungsberatung und -vermittlung. Damit wird die gesamte Wertschöpfungskette eines Bauprozesses abgedeckt:



So können die Kunden der Gesellschaft Beratungsdienstleistungen beim Grundstückskauf sowie im Bauplanungsprozess in Anspruch nehmen. Die HELMA-Häuser sind somit gegenüber den frei geplanten Architektenhäusern als besonders konkurrenzfähig einzuordnen. Im weiteren Wertschöpfungsprozess übernimmt die Gesellschaft im Rahmen der Bauregie die Auftragsvergabe an Subunternehmen und die Koordination und Überwachung des kompletten Bauprozesses. Schließlich werden die HELMA-Häuser vor der Übergabe zur Qualitätskontrolle einer DEKRA-Sachverständigenüberprüfung unterzogen.

In diesem Segment werden Massivhäuser (nahezu ausschließlich individuell) auf bereitgestellte Grundstücke der Erwerber errichtet. Dabei wird die Bauleistung an regionale Subunternehmer vergeben. Die finanziellen Risiken dieses Geschäftsbereiches sind vor allem vor dem Hintergrund der Vergabe an Subunternehmer und des Erhalts von dem Baufortschritt entsprechenden Abschlagszahlungen durch die Bauherren als gering einzustufen.

Bauträgergeschäft Wohnen (seit 1984)

Über die HELMA Wohnungsbau GmbH tritt der HELMA-Konzern zudem als Bauträger auf und fokussiert sich hierbei einerseits auf den Ankauf von attraktiven Grundstücken, die inklusive eines individuell geplanten HELMA Massivhauses als Einheit an Privatpersonen verkauft werden. Neben den individuell gestaltbaren Einfamilienhäusern erweitern andererseits in ausgesuchten Lagen vorgeplante Doppelhaushälften, Reiheneigenheime und Eigentumswohnungen in Mehrfamilienhäusern in Massivbauweise das Produktportfolio.

Im Segment der individuellen Einfamilienhäuser ist die Vorgehensweise nahezu die gleiche wie in der HELMA Eigenheimbau AG, mit der Ausnahme, dass die Errichtung der Einfamilienhäuser auf Grundstücken erfolgt, die zuvor von der HELMA Wohnungsbau GmbH erworben wurden. Die Zielbaugebiete für diese Einfamilienhäuser verfügen über bis zu 250 Bauplätze und befinden sich in den Speckgürteln von Großstädten wie z. B. Berlin, Hamburg, Hannover, Leipzig und München oder innerhalb dieser in verkehrsgünstiger Lage zum Stadtkern. In den Großräumen Berlin, Hamburg, Hannover und München hat die Gesellschaft in den vergangenen Jahrzehnten einen umfangreichen Track-Record aufgebaut und verfügt mit dem Baugebiet in Berlin - Karlshorst, in welchem inzwischen ca. 400 Einheiten errichtet wurden, und einem weiteren Baugebiet in Berlin - Pankow mit 110 Einheiten, über die größten inoffiziellen Musterhausparcs Deutschlands.

Bei der Entwicklung der vorgeplanten Wohnungen in Doppel-, Reihen- und Mehrfamilienhäusern werden zunächst geeignete Grundstücke im Hinblick auf die Bedürfnisse der potentiellen Eigennutzer sowie Kapitalanleger und ihrer Mieter anhand umfangreicher Marktuntersuchungen ausgewählt. Anschließend werden die Projekte vorgeplant, wobei auch die jeweiligen baurechtlichen Vorschriften geprüft werden. Nach der Planung der gesamten Bebauung und Erwirkung der Baugenehmigung erfolgt die Vermarktung an Privatkunden oder eine Direktansprache potentieller Erwerber für den Kauf des gesamten Wohnimmobilienprojekts. Die Errichtung des Baukörpers in Massivbauweise wird je

nach Projektumfang gewerkweise oder an einen Generalunternehmer zum Festpreis vergeben. Für die Kontrolle des Baufortschritts sind eigene Projektentwickler und Bauingenieure zuständig.

Bauträgergeschäft Ferienimmobilien (seit 2011)

Ebenfalls im Rahmen des margenstarken Bauträgersegments werden über die Tochtergesellschaft HELMA Ferienimmobilien GmbH die Entwicklung, die Planung sowie der Vertrieb von Ferienhäusern und -wohnungen umgesetzt. Regionale Schwerpunkte sind besonders die infrastrukturell gut entwickelten Standorte an den Nord- und Ostseeküsten Deutschlands.

In diesem Geschäftsbereich ist besonders das in Schleswig-Holstein angesiedelte Ferienimmobilienprojekt Ostseeresort Olpenitz hervorzuheben. Im Rahmen der geplanten sieben Bauabschnitte sollen auf dem mehr als 150 Hektar großen Areal in den kommenden Jahren etwa 1.100 Ferienimmobilien (Ferienwohnungen; Ferienhäuser) entstehen. Flankierend hierzu entstehen innerhalb des Projektes Hafendorf Zerpenschleuse 200 Ferienhäuser. Weitere Projekte wie das in den Vertrieb gegangene NordseeResort Büsum (113 Ferienimmobilien) sowie die anstehenden Projekte NordseeResort Tossens und GebirgsResort Winterberg komplettieren die umfangreiche Pipeline in diesem Bereich.

Bankenunabhängige Finanzierungsberatung (seit 2010)

Als Verlängerung der Wertschöpfungskette im Wohnimmobilienbereich bietet die HELMA über die Tochtergesellschaft Hausbau Finanz GmbH auch Dienstleistungen bei der Vermittlung von Baufinanzierungen und Bauversicherungen an. Konzipiert ist dieser Geschäftsbereich, dessen Fokus auf dem Neukundengeschäft liegt, als ein hauseigener und bankenunabhängiger Berater und Vermittler von Finanzierungen und Bauversicherungen. Die Umsatzerlöse in diesem Segment sind demnach als Provisionserträge mit den Vertragspartnern der HELMA zu verstehen.

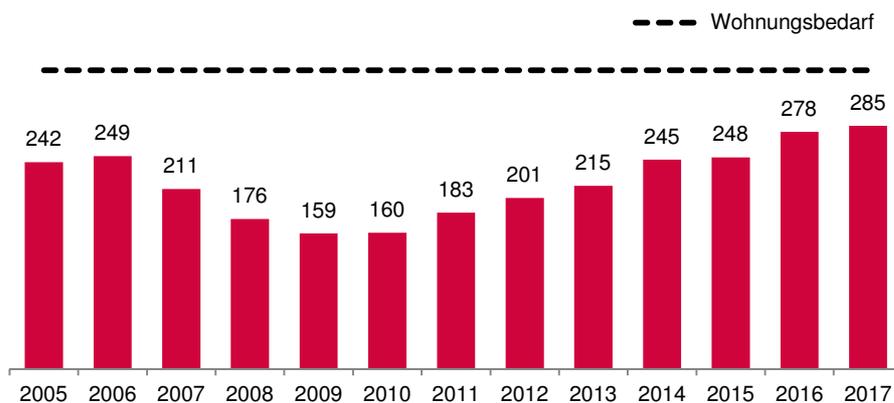
MARKT UND MARKTUMFELD

Marktumfeld Wohnimmobilien

Mit dem Baudienstleistungsgeschäft und dem Bauträgergeschäft ist die HELMA in erster Linie im Wohnungsbau tätig. Grundsätzlich ist die Gesellschaft damit in einem Markt tätig, welcher von einer hohen Nachfrage, dem ein weiterhin nicht ausreichendes Angebot gegenüber steht, geprägt ist. Vor allem das aktuell unverändert niedrige Zinsniveau, wodurch die Finanzierungsbedingungen für die Kaufseite gleichbleibend besonders günstig sind, erweist sich hier als ein wichtiger Faktor. Auf Basis des historischen niedrigen Leitzinses liegen Ende 2018 die durchschnittlichen Hypothekenzinsen bei 1,39 % (Quelle: interhyp; Hypotheken mit 10jähriger Zinsfestschreibung) und damit auf historisch niedrigem Niveau.

Der Wohnimmobilienmarkt war in den vergangenen Jahren und wird gemäß Prognosen auch in den kommenden Jahren von einer strukturellen Unterversorgung geprägt sein. Die Anzahl der Wohnungsfertigstellungen legte dabei zwar in den vergangenen Jahren sukzessive zu, diese liegt aber nach wie vor unterhalb der Nachfrage. In 2017 wurden insgesamt rund 285.000 Wohnungen fertiggestellt. Gegenüber 2009 entspricht dies zwar einer Steigerung von annähernd 80 %. Laut Angaben des Institutes der deutschen Wirtschaft liegt aber der jährliche Bedarf an Wohnungen bei 350.000, wodurch eine hohe Angebotslücke ersichtlich wird.

Baufertigstellungen in Deutschland vs. Wohnungsbedarf (in Tausend)



Quelle: Statistisches Bundesamt, Institut der deutschen Wirtschaft, GBC AG

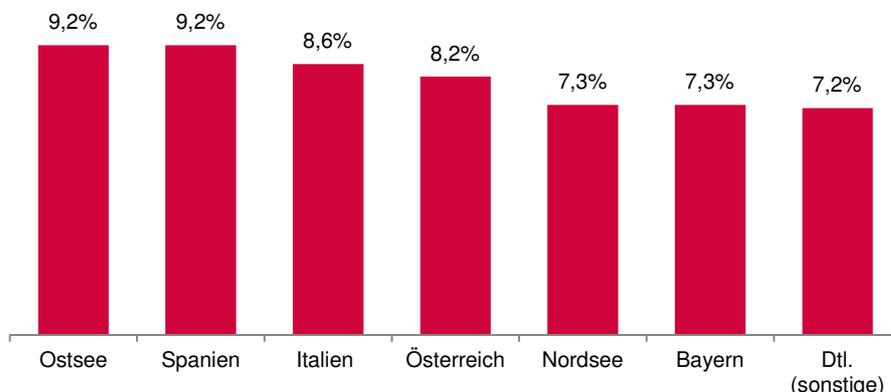
Infolge der andauernden, am Bedarf vorbeigehenden Bauaktivitäten, hat sich der marktaktive Leerstand deutschlandweit zwischen 2006 und 2016 von 4,1 % auf 2,9 % reduziert. Zeitgleich weisen die Immobilienpreise eine ungebrochen aufwärtsgerichtete Tendenz auf. Gegenüber 2007 legten die Wohnimmobilienpreise Stand November 2018 um über 50 % und damit deutlich zu. Da von einer unveränderten Marktlage auszugehen ist, wird im gesamtdeutschen Markt eine weiterhin steigende Preisentwicklung erwartet.

Im Wohnimmobilienbereich ist die HELMA gut positioniert, um an der künftigen erwarteten hohen Nachfrageentwicklung zu partizipieren. Insbesondere die bereits gesicherten Projekte des Bauträgersegments bieten hier eine gute Grundlage für das künftige Unternehmenswachstum. Auf den im Wohnungsbaubereich bereits gesicherten Grundstücken sollen insgesamt 2.200 Einheiten mit einem potenziellen Gesamtumsatzvolumen in Höhe von rund 1,0 Mrd. € entstehen.

Marktumfeld Ferienimmobilien

Neben dem Wohnimmobilienbereich hat die HELMA auch bei den Ferienimmobilien einen umfangreichen Projektbestand aufgebaut. Auf Basis der gesicherten Grundstücke/Projekte soll in den nächsten fünf Jahren ein Großteil des vorhandenen Umsatzpotenzials von rund 370 Mio. € realisiert werden. Die Grundstücke befinden sich dabei primär in den stark nachgefragten Regionen Nord-/Ostsee. Zusätzlich dazu verfügt die HELMA über Projekte in Brandenburg sowie in Winterberg (NRW). Die von der Gesellschaft gesicherten umfangreichen Projekte befinden sich dabei in den attraktivsten Urlaubsregionen Deutschlands. Besonders im Fokus der deutschen Reisenden stehen dabei deutsche Küstenregionen mit der Ost- und Nordsee, also die Regionen, in denen die HELMA die höchste Präsenz aufweist. Zumal beim Erwerb von Ferienimmobilien die Lage für 86,9 % der Erwerber das mit Abstand wichtigste Kaufkriterium darstellt (Quelle: Marktstudie private Ferienimmobilien).

Wichtigste Urlaubsziele der Deutschen



Quelle: IfDAllensbach; GBC AG

Analog dazu ist die deutsche Küste mit der Ost- und Nordsee, wo sich insgesamt rund 32 % aller Ferienimmobilien befinden, die wichtigste Region für Ferienimmobilien in Deutschland. Die hohe Nachfrage nach Ferienimmobilien insbesondere in den infrastrukturell gut angebundenen Küstenregionen dürfte aufgrund der vergleichsweise hohen Mietrenditen, bei sonst fehlenden Anlagealternativen, weiterhin anhalten. Da die Mehrheit der Ferienimmobilien zu Renditezwecken erworben wird, ist die mögliche Mietrendite ein wichtiger Faktor für die künftige Entwicklung dieser Immobiliengattung. Aus den Umfrageergebnissen der „Marktstudie private Ferienimmobilien 2017“ liegt die durchschnittliche Bruttomietrendite bei deutschen Ferienimmobilien mit 9,1 % deutlich höher als bei anderen Immobilie-Assetklassen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	267,42	253,28	288,28	317,10	332,96
Bestandsveränderung	15,90	25,76	21,30	22,20	24,23
Gesamtleistung	283,32	279,03	309,58	339,30	357,19
sonst. Erträge	1,66	1,63	1,20	2,00	2,00
Materialaufwand	-226,37	-217,10	-242,15	-266,37	-279,69
Personalaufwand	-20,91	-23,85	-25,30	-26,95	-28,30
Abschreibungen	-2,30	-1,99	-2,00	-2,20	-2,30
sonst. Betriebliche Aufwendungen	-15,18	-15,94	-15,80	-17,20	-17,20
EBIT	20,23	21,78	25,52	28,58	31,70
Finanzaufwendungen	-1,18	-0,69	-0,96	-1,15	-1,38
Beteiligungserträge	0,08	0,05	0,00	0,00	0,00
EBT	19,13	21,15	24,57	27,43	30,32
Steuern	-6,11	-6,64	-7,62	-8,50	-9,40
Minderheiten	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03
Jahresüberschuss	12,99	14,49	16,92	18,90	20,89
EBITDA	22,53	23,78	27,52	30,78	34,00
in % der Umsatzerlöse	8,4%	9,4%	9,5%	9,7%	10,2%
EBIT	20,23	21,78	25,52	28,58	31,70
in % der Umsatzerlöse	7,6%	8,6%	8,9%	9,0%	9,5%
Ergebnis je Aktie in €	3,25	3,62	4,23	4,72	5,22
Dividende je Aktie in €	1,40	1,31	1,50	1,70	1,90
Aktienzahl in Mio. Stück	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00

Geschäftsentwicklung GJ 2018

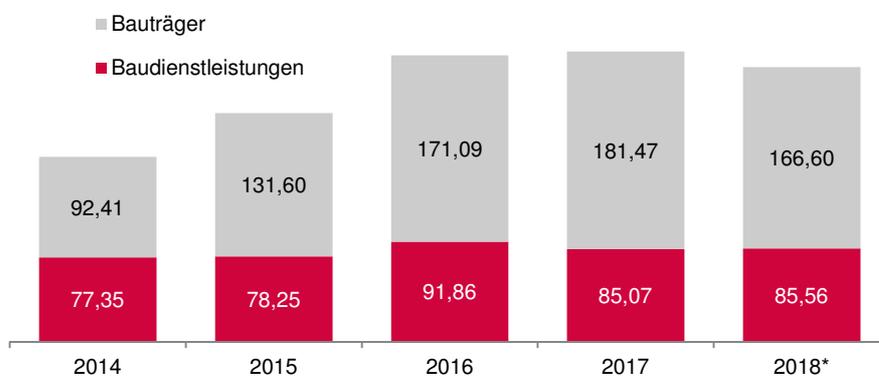
GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018*
Umsatzerlöse	263,84	267,42	253,28
EBIT	21,66	20,23	21,78
EBIT-Marge	8,2%	7,6%	8,6%
bereinigtes EBIT	22,16	22,14	22,89
bereinigte EBIT-Marge	8,4%	8,3%	9,0%
EBT	19,57	19,13	21,15
Jahresüberschuss	13,50	12,99	14,49
EPS in €	3,37	3,25	3,62

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gem. vorläufigen Zahlen

Umsatzentwicklung GJ 2018

Bereits mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2018 war es ersichtlich, dass die HELMA, angesichts der vorherrschenden Engpässe bei den General- und Subunternehmen sowie bei den Genehmigungsbehörden, von rückläufigen Umsatzerlösen geprägt sein würde. Wenngleich in der zweiten Jahreshälfte wieder das Umsatzniveau des Vorjahres erreicht wurde, lagen die Gesamtjahresumsätze mit 253,28 Mio. € (VJ: 267,42 Mio. €) um 5,3 % unter dem Vorjahreswert. Nach Unternehmensangaben wären dabei durchaus höhere Umsatzerlöse möglich gewesen, dies wäre aber insbesondere im Geschosswohnungsbau zulasten der Ergebnismarge gegangen. Folglich weist das Bauträgergeschäft um 14,87 Mio. € niedrigere Umsätze auf, während sich die Umsätze der Baudienstleistungen konstant entwickelt haben:

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gem. vorläufigen Zahlen

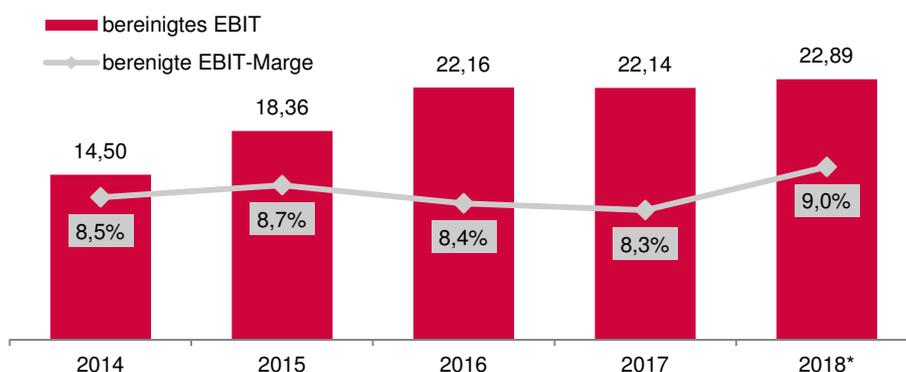
Die leicht rückläufige Umsatzentwicklung hatten wir im Vorfeld (siehe Researchstudie vom 30.08.18) bereits antizipiert, wenngleich unsere bisherigen Umsatzschätzungen in Höhe von 262,07 Mio. € etwas höher lagen. Positiv ist jedoch hervorzuheben, dass die Gesellschaft trotz der derzeitigen kapazitätsbedingten Herausforderungen in der Lage war, neue Grundstücke zu erwerben und damit die Basis für das künftige Bauträgergeschäft zu erweitern. Nach wie vor ist der deutsche Wohnimmobilienmarkt, besonders in den Ballungszentren, von einer hohen Nachfrage und einem nicht ausreichenden Angebot geprägt. Vor dem Hintergrund des auch in den kommenden Jahren erwarteten attraktiven Marktumfelds ist der weitere Ausbau der Baugrundstücke ein wichtiges Asset für die künftige Entwicklung der HELMA. Diese befinden sich derzeit vornehmlich in der Region Berlin/Potsdam, gefolgt von den Metropolregionen Hamburg/Hannover, Leipzig und München. Im Oktober 2018 hatte die Gesellschaft die Ausweitung des Bauträgergeschäftes auf die Regionen Frankfurt, Köln/Düsseldorf/Bonn und Würzburg angekündigt.

Der Ausbau der Baugrundstücke hatte ergebniswirksame Bestandsveränderungen in Höhe von 25,76 Mio. € (VJ: 15,90 Mio. €) zur Folge und damit beläuft sich die Gesamtleistung auf insgesamt 279,03 Mio. € (VJ: 283,32 Mio. €).

Ergebnisentwicklung GJ 2018

Nachdem das Umsatzwachstum in den vergangenen Geschäftsjahren einen hohen Stellenwert hatte, wird nun eine stärkere Konzentration der Gesellschaft auf die weitere Profitabilitätssteigerung bei der Realisierung von Bauträgerprojekten sichtbar. Trotz rückläufiger Umsatzerlöse wurde dabei eine Verbesserung des EBIT in Höhe von 7,7 % auf 21,78 Mio. € (VJ: 20,23 Mio. €) und damit gleichzeitig ein neuer Höchstwert erreicht. Die EBIT-Marge verbesserte sich um einen Prozentpunkt auf 8,6 % (VJ: 7,6 %). Ein ähnliches Bild ergibt sich beim um den Abgang aktivierter Zinsen bereinigten EBIT, welches mit 22,89 Mio. € (bereinigte EBIT-Marge: 9,0 %) ebenfalls den Vorjahreswert deutlich übertroffen hat:

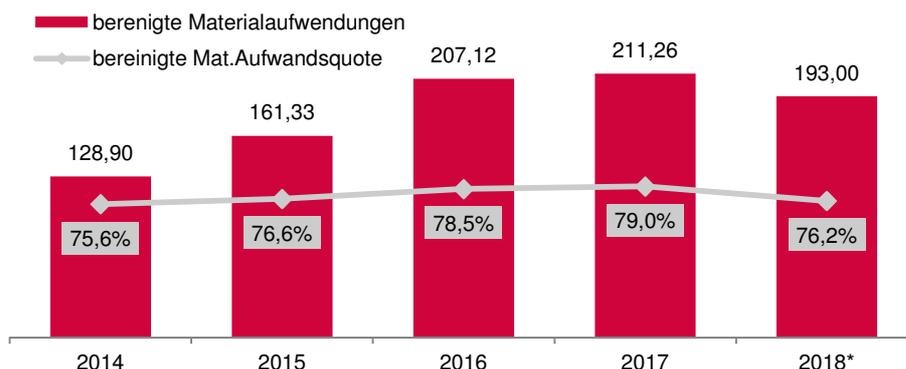
Bereinigtes EBIT (in Mio. €) und bereinigte EBIT-Marge (in %)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gem. vorläufigen Zahlen

Ein wichtiger Aspekt dieser Entwicklung liegt in der Konzentration der Gesellschaft auf rentable Projekte. Darüber hinaus hat die HELMA Ergebnisbeiträge mit der Veräußerung von Grundstücken bzw. der Realisierung von Projekten auf eigenen Grundstücken erzielt. Neben der ergebniswirksamen Wertschöpfung im Rahmen der Schaffung von Baurechten haben sich die Grundstückspreise zwischen Ankauf und Verkauf (inkl. Immobilie) tendenziell nach oben entwickelt, mit entsprechend positiven Effekten auf das operative Ergebnis. Sichtbar wird dies insbesondere in der bereinigten Materialaufwandsquote (bereinigt um neu hinzugekommene Grundstücke, die in den Bestandsveränderungen erfasst sind), die mit 76,2 % (VJ: 79,0 %) deutlich unterhalb des Vorjahreswertes lag.

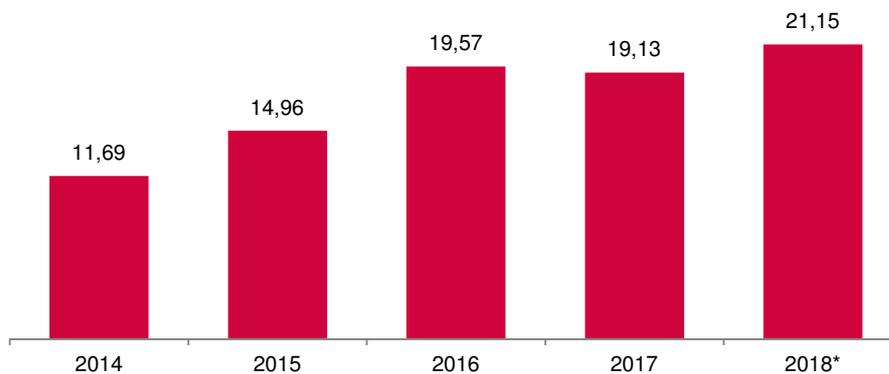
Bereinigte Materialaufwendungen (in Mio. €) und Materialaufwandsquote



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gem. vorläufigen Zahlen

Die stärkere Fokussierung auf die Rentabilität findet auch ihren Ausdruck in der geänderten Unternehmenskommunikation. Zu Beginn des abgelaufenen Geschäftsjahres 2018 hatte die HELMA die Guidance ausschließlich auf EBT-Basis ausformuliert, nachdem diese in der Vergangenheit auf Umsatz und EBIT-Ebene basierte. Dies ist insofern gut nachvollziehbar, da beim EBT zudem auch die tendenzielle Verbesserung bei den Finanzaufwendungen enthalten ist und damit eine vollumfängliche Würdigung der operativen Entwicklung stattfindet. Das erreichte EBT in Höhe von 21,15 Mio. € (VJ: 19,13 Mio. €) liegt dabei innerhalb der Bandbreite der HELMA-Guidance in Höhe von 21,0 – 22,50 Mio. €. Hinsichtlich unserer EBT-Prognose (siehe Researchstudie vom 30.08.18) in Höhe von 21,08 Mio. € liegt eine Punktladung vor.

EBT (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gem. vorläufigen Zahlen

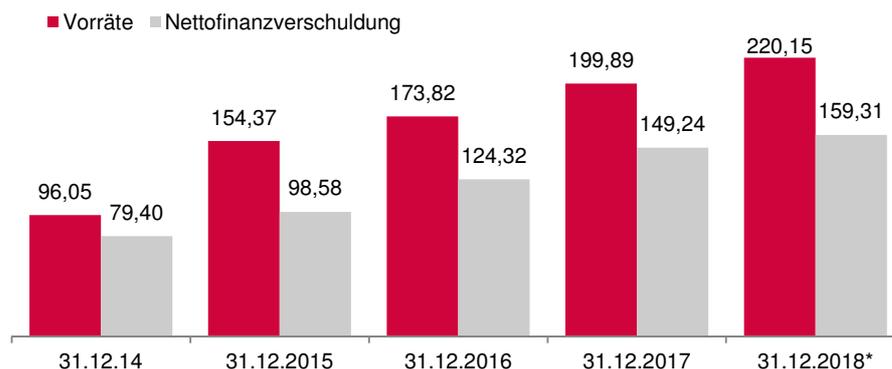
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.18

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018*
Eigenkapital	80,24	88,83	97,72
Eigenkapitalquote	28,8%	28,0%	28,6%
Vorräte	173,82	199,89	220,15
Working Capital	195,07	226,28	244,88
Nettofinanzverschuldung	124,32	149,24	159,31
Liquide Mittel	11,33	16,66	16,33
Cash Earnings	17,08	17,97	14,98
Cashflow (operativ)	-20,78	-13,34	4,06
Cashflow (Investition)	-1,86	-3,30	-4,45
Cashflow (Finanzierung)	21,48	21,97	0,06

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gem. vorläufigen Zahlen

Der Ausbau der Umsätze im Bauträgergeschäft geht mit einem Anstieg der Vorleistungen für die dafür notwendigen Grundstücke einher. In diesem Geschäftssegment erfolgt die Errichtung der Einfamilienhäuser sowie der vorgeplanten Objekte auf Grundstücken, die zuvor von der HELMA Wohnungsbau erworben wurden und werden dabei als Einheit an die Erwerber veräußert. Folglich muss die HELMA in diesem Geschäftssegment beim Erwerb der Grundstücke in Vorleistung gehen. Da hier eine kurzfristige Veräußerungsabsicht vorliegt, sind die vorab erworbenen Grundstücke in den Vorräten (at-cost) erfasst. Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg kletterten die Vorräte auf zuletzt 220,15 Mio. € (31.12.17: 199,89 Mio. €). Unserer Ansicht nach stellt dies eine gute Grundlage für den weiteren Ausbau des Bauträgersegments dar. Hier gilt es aber zu berücksichtigen, dass bei der Bilanzierung „at-cost“ erhebliche stille Reserven enthalten sind. Besonders aufgrund des Umstandes, dass die HELMA die Grundstücke zum Teil bis zur Baureife entwickelt hat. Darüber hinaus unterliegen die Baugrundstücke Preissteigerungen, welche aber erst bei Verkauf realisiert werden.

Vorräte und Finanzverschuldung (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gem. vorläufigen Zahlen

Teilweise wird die Finanzierung der Vorleistung über Fremdkapital abgedeckt. Entsprechend kletterte die Nettofinanzierungsverschuldung auf 159,31 Mio. € (31.12.17: 149,24 Mio. €). Parallel dazu verbesserte sich das Eigenkapital, ergebnisbedingt, auf 97,72 Mio. € (31.12.17: 88,83 Mio. €) und die EK-Quote blieb damit trotz deutlicher Bilanzverlängerung mit 28,6 % (31.12.17: 28,0 %) unverändert auf einem hohen Niveau.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

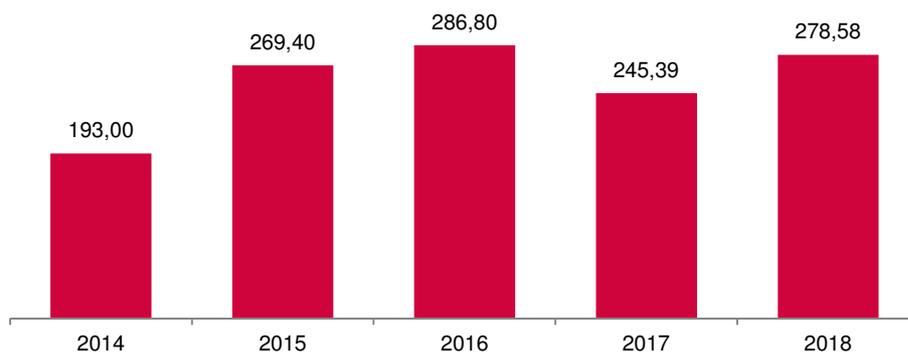
GuV (in Mio. €)	GJ 2018*	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	253,28	288,28	317,10	332,96
EBIT	21,78	25,52	28,58	31,70
EBIT-Marge	8,6%	8,9%	9,0%	9,5%
EBT	21,15	24,05	27,43	30,32
Jahresüberschuss	14,49	16,92	18,90	20,89
EPS in €	3,62	4,23	4,73	5,22

Quelle: GBC AG; *gem. vorläufigen Zahlen

Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Geschäftsjahreszahlen 2018, mit denen die bisherige EBT-Prognose der Gesellschaft vollumfänglich erfüllt wurde, hat die HELMA die 2019er EBT-Prognose bestätigt. Unverändert wird dabei ein EBT in einer Bandbreite in Höhe von 23,5 - 26,0 Mio. € in Aussicht gestellt. Dass die HELMA bei der Guidance bewusst auf Umsatzprognosen verzichtet, ist ein weiterer Beleg der stärkeren Fokussierung auf der Projektrentabilität. Dies ist unter anderem dem aktuellen Marktumfeld geschuldet, welches bei den Generalunternehmen und bei den Genehmigungsbehörden von Kapazitätsengpässen geprägt ist. Eine Forcierung der Projekte zur Erreichung von Umsatzvorgaben würde in diesem Umfeld zulasten der Rentabilität gehen.

Dennoch gehen wir für die kommenden Geschäftsjahre von einer Rückkehr zum Umsatzwachstum aus. Das von uns in 2019 erwartete Umsatzwachstum in Höhe von 13,8 % auf 288,28 Mio. € basiert dabei auf der 13,5 %igen Ausweitung des Auftragseingangs auf 278,58 Mio. € (31.12.17: 245,39 Mio. €), als Folge von Vertriebsstarts bei diversen Projekten. Alleine bei der Baurägerochter HELMA Wohnungsbau GmbH beläuft sich das Auftragseingangsplus auf 33,6 %. Der Auftragseingang im Ferienimmobilienbereich liegt zwar noch um 24,2 % unterhalb des Vorjahreswertes, dieser dürfte jedoch mit dem im Vertrieb befindlichen Projekt in Büsum, sowie der geplanten Vertriebsstarts der Projekte in Tossens und Winterberg wieder zulegen.

Auftragseingang (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

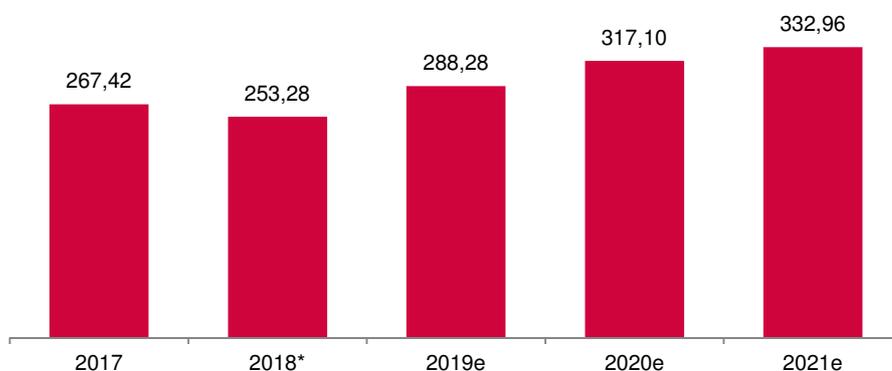
Die Basis der kommenden Geschäftsjahre bildet der mittlerweile umfangreiche gesicherte Grundstücksbestand für den Wohnimmobilien- und Ferienimmobilienbereich. Derzeit verfügt die Gesellschaft über Grundstücke, auf denen potenziell 3.365 Einheiten mit einem Umsatzpotenzial in Höhe von ca. 1,4 Mrd. € errichtet werden können. Die Umsatzpotenziale könnten innerhalb der kommenden fünf Jahre gehoben werden, was alleine aus dem Baurägergeschäft einem jährlichen durchschnittlichen Umsatzvolumen in Höhe von rund 270 Mio. € entspricht. Sollten neue Projekte hinzukommen, steigt entsprechend die Grundlage für die Umsatzerlöse. Hinzu kommen die Umsätze aus dem Bereich Baudienstleistungen, für die keine eigenen Grundstücke benötigt werden, welche mittelfristig jährlich rund 100 Mio. € ausmachen sollten.

	Anzahl Einheiten	Umsatzpotenzial (in Mio. €)
Wohnungsbau (Berlin /Potsdam)	1.150	486,00
Wohnungsbau (Hamburg/Hannover)	540	226,00
Wohnungsbau (Leipzig)	295	119,00
Wohnungsbau (München)	215	165,00
Ferienimmobilien	1.165	373,00
Gesamt	3.365	1.369,00

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG

Auf der genannten Basis sind unsere Umsatzprognosen für die kommenden Jahre sowie die im DCF-Bewertungsmodell abgebildeten langfristigen Umsatzerwartungen umfangreich „unterfüttert“.

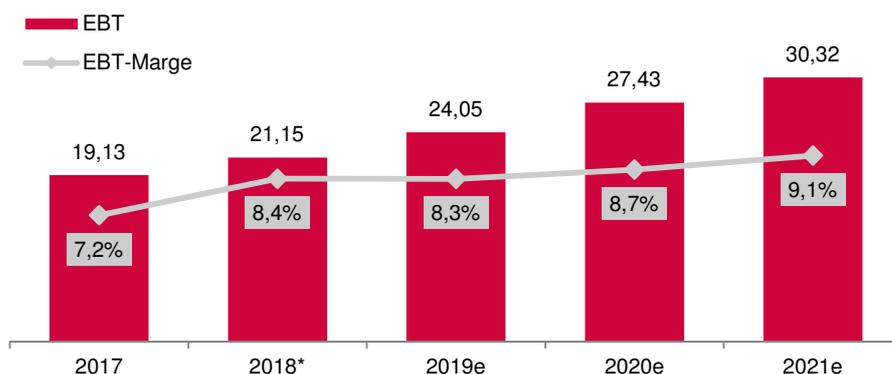
Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Tendenziell sollte die HELMA bei steigenden Umsätzen eine leicht überproportionale Ergebnisentwicklung erzielen. Insbesondere gilt dies vor dem Hintergrund, wonach der margenstarke Bauträgerbereich (Wohnimmobilien und Ferienimmobilien) auch künftig stärker als das Segment Baudienstleistungen wachsen sollte. Zudem sollte die Gesellschaft, da bereits ein umfangreicher Grundstücksbestand gesichert wurde, von der tendenziell aufwärtsgerichteten Preisentwicklung bei den Grundstücken zusätzlich profitieren. Grundsätzlich ist die HELMA in der komfortablen Lage, den Fokus auf Rentabilität zu setzen. Auch wenn bei den Projekten eine längere Vorlaufzeit in Anspruch genommen werden sollte, profitiert die Gesellschaft vom steigenden Preistrend bei den Grundstücken. Während wir uns beim 2019er EBT an der Guidance-Bandbreite orientieren, rechnen wir für die kommenden Geschäftsjahre mit einer Verbesserung der EBT-Marge:

EBT(in Mio. €) und EBT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

Die HELMA Eigenheimbau AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019, 2020 und 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,0 % 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 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der HELMA Eigenheimbau 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 1,00 % (bisher: 1,25 %).

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 1,54 (bisher 1,54).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,5 % (bisher: 9,7%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 65 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,2 % (bisher: 7,4 %).

Bewertungsergebnis

Als Resultat des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 60,00 € (bisher: 57,70 €) ermittelt. Die Kurszielanhebung basiert einerseits auf der Reduktion des risikolosen Zinssatzes auf 1,00 % (bisher: 1,25 %) und damit der Minderung des Diskontierungssatzes WACC. Darüber hinaus haben wir erstmalig das Geschäftsjahr 2021 als konkrete Schätzperiode und damit als höhere Basis für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells herangezogen.

DCF-Modell

HELMA Eigenheimbau AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	11,0%	ewige EBITA - Marge	10,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,4%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	73,4%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	288,28	317,10	332,96	349,61	367,09	385,44	404,71	424,95	
US Veränderung	13,8%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	15,17	15,86	15,80	15,80	15,80	15,80	15,80	15,80	
EBITDA	27,52	30,78	34,00	38,46	40,38	42,40	44,52	46,74	
EBITDA-Marge	9,5%	9,7%	10,2%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	25,52	28,58	31,70	36,05	37,85	39,74	41,73	43,82	
EBITA-Marge	8,9%	9,0%	9,5%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Steuern auf EBITA	-7,91	-8,86	-9,51	-10,81	-11,35	-11,92	-12,52	-13,14	
zu EBITA	31,0%	31,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	17,61	19,72	22,19	25,23	26,49	27,82	29,21	30,67	
Kapitalrendite	6,6%	8,0%	8,6%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,3%
Working Capital (WC)	228,00	238,00	244,50	256,73	269,56	283,04	297,19	312,05	
WC zu Umsatz	79,1%	75,1%	73,4%	73,4%	73,4%	73,4%	73,4%	73,4%	
Investitionen in WC	16,88	-10,00	-6,50	-12,23	-12,84	-13,48	-14,15	-14,86	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	19,00	20,00	21,08	22,13	23,24	24,40	25,62	26,90	
AFA auf OAV	-2,00	-2,20	-2,30	-2,41	-2,53	-2,66	-2,79	-2,93	
AFA zu OAV	10,5%	11,0%	10,9%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	
Investitionen in OAV	-0,32	-3,20	-3,38	-3,46	-3,64	-3,82	-4,01	-4,21	
Investiertes Kapital	247,00	258,00	265,58	278,86	292,80	307,44	322,81	338,95	
EBITDA	27,52	30,78	34,00	38,46	40,38	42,40	44,52	46,74	
Steuern auf EBITA	-7,91	-8,86	-9,51	-10,81	-11,35	-11,92	-12,52	-13,14	
Investitionen gesamt	16,56	-13,20	-9,88	-15,69	-16,47	-17,30	-18,16	-19,07	
Investitionen in OAV	-0,32	-3,20	-3,38	-3,46	-3,64	-3,82	-4,01	-4,21	
Investitionen in WC	16,88	-10,00	-6,50	-12,23	-12,84	-13,48	-14,15	-14,86	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	36,17	8,72	14,61	11,95	12,55	13,18	13,84	14,53	508,14

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	379,39	398,04
Barwert expliziter FCFs	67,38	63,52
Barwert des Continuing Value	312,01	334,52
Nettoschulden (Net debt)	139,25	137,68
Wert des Eigenkapitals	240,14	260,36
Fremde Gewinnanteile	-0,13	-0,14
Wert des Aktienkapitals	240,00	260,22
Ausstehende Aktien in Mio.	4,00	4,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	60,00	65,05

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	65,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
Zielgewichtung	35,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,2%

Kapitalrendite	WACC				
	6,6%	6,9%	7,2%	7,5%	7,8%
8,8%	69,11	60,87	53,83	47,76	42,47
9,1%	72,85	64,25	56,92	50,58	45,07
9,3%	76,59	67,64	60,00	53,41	47,67
9,6%	80,33	71,03	63,09	56,23	50,26
9,8%	84,07	74,42	66,17	59,06	52,86

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.htm>

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.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 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.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 § 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,6a,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 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, 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), 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), Stellv. Chefanalyst

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

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