



Researchstudie (Anno)

HELMA Eigenheimbau AG



**„Neuer Umsatz- und Ergebnisrekord erreicht;
die Weichen für eine weiterhin hohe Wachstumsdynamik sind gelegt“**

Kursziel: 42,85 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19**

HELMA Eigenheimbau AG^{*4;5}

Kaufen

Kursziel: 42,85 EUR

aktueller Kurs: 33,00 EUR
4.3.2015 / ETR / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578
WKN: A0EQ57
Börsenkürzel: H5E
Aktienanzahl³: 3,41
Marketcap³: 112,53
Enterprise Value³: 196,66
in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 45,5 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
M.M. Warburg

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

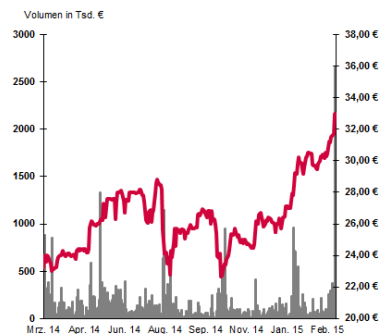
Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgergeschäft

Mitarbeiter: 233

Gründung: 1980

Firmensitz: Lehrte

Vorstand: Karl-Heinz Maerzke, Gerrit Janssen



Die HELMA Eigenheimbau AG ist ein kundenorientierter Baudienstleister mit Full-Service-Angebot. Der Fokus liegt dabei auf der Entwicklung, der Planung, dem Verkauf sowie der Bauregie von schlüsselfertigen oder teilfertigen Ein- und Zweifamilienhäusern in Massivbauweise. Insbesondere die Möglichkeit der individuellen Planung bzw. Individualisierung ohne Extrakosten sowie das ausgeprägte Know-how im Bereich energieeffizienter Bauweise werden am Markt als Alleinstellungsmerkmale der HELMA Eigenheimbau AG wahrgenommen. Mit überzeugenden, nachhaltigen Energiekonzepten hat sich die Gesellschaft als einer der führenden Anbieter solarer Energiesparhäuser etabliert und gehört mit mehreren tausend gebauten Eigenheimen zu den erfahrensten Unternehmen der Massivhausbranche. Die Tochterunternehmen HELMA Wohnungsbau GmbH, HELMA Ferienimmobilien GmbH und Hausbau Finanz GmbH komplettieren als Bauträger, Ferienhausanbieter und Finanzierungsvermittler das Angebot der HELMA-Gruppe.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014*	31.12.2015e	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	170,50	213,12	266,40	327,67
EBITDA	15,97	19,78	24,84	31,09
EBIT	14,17	17,73	22,54	28,23
Jahresüberschuss	8,13	10,08	13,04	16,35

*gemäß vorläufigen Zahlen

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	2,38	2,96	3,82	4,80
Dividende je Aktie	0,65*	0,90	1,10	1,40

*gemäß GBC-Annahme

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,15	0,92	0,74	0,60
EV/EBITDA	12,31	9,94	7,92	6,33
EV/EBIT	13,88	11,09	8,72	6,97
KGV	13,84	11,16	8,63	6,88
KBV	2,75			

Finanztermine

13.04.2015: Veröffentlichung GJ-Bericht
13.04.2015: Vertriebszahlen Q1 2015
03.07.2015: Hauptversammlung
13.07.2015: Vertriebszahlen 1. HJ 2015
31.08.2015: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
16.1.2015: RS / 35,40 / KAUFEN
8.12.2014: RG / 35,40 / KAUFEN
15.10.2014: RS / 35,40 / KAUFEN
19.9.2014: RS / 35,40 / KAUFEN
15.9.2014: RS / 35,40 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, 86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 23,5 % auf 170,50 Mio. € (VJ: 138,02 Mio. €) hat die HELMA Eigenheimbau AG gemäß vorläufigen Zahlen wie erwartet einen neuen Rekordwert erreicht. Zwar haben alle Konzerngesellschaften zu diesem Erfolg beigetragen, besonders dynamisch präsentierte sich abermals das margenstarke Bauträgersegment mit hohen Wachstumsraten im Bereich der Ferienimmobilien.
- Angesichts des zunehmenden Umsatzanteils des Bauträgersegments legte das EBIT überproportional um 37,7 % auf einen neuen Rekordwert in Höhe von 14,17 Mio. € (VJ: 10,29 Mio. €) zu. Hier profitierte die HELMA Eigenheimbau AG auch von Skaleneffekten im Zuge eines unterproportionalen Anstiegs der Overheadkosten. Insgesamt wurden unsere Umsatzprognosen nahezu erreicht, die Ergebnisprognosen jedoch deutlich übertroffen.
- Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen wurde die kurz- bis mittelfristige Unternehmens-Guidance angepasst. Nunmehr rechnet die Gesellschaft mit Umsatzerlösen für 2015 in Höhe von 210 Mio. € (bisher: über 200 Mio. €), für 260 Mio. € (2016) sowie für 2017 in Höhe von 340 Mio. € (bisher: mindestens 250 Mio. €). Die Grundlagen dieser Annahmen sind hauptsächlich in den bereits gesicherten Projekten des Bauträgersegments zu finden.
- Im Bereich der Wohnungsbauprojekte für Eigennutzer konnten eine Reihe kleinerer Projekte in deutschen Metropolregionen gesichert werden. Die größten Projekte in Berlin und München haben insgesamt ein Umsatzpotenzial in Höhe von 225 Mio. €. Flankierend hierzu ist das Ferienimmobilienprojekt „Port Olpenitz“ zu nennen, welches für die nächsten Jahre ein Umsatzpotenzial in Höhe von 300 - 350 Mio. € aufweist. Im neuen Bereich der Wohnimmobilien für Investoren wird mit jährlichen Umsatzerlösen in Höhe von 40 Mio. € gerechnet. Diese Zielsetzung dürfte bereits im laufenden Geschäftsjahr 2015 erreicht werden.
- Zusätzlich zum Bauträgersegment sollten die klassischen Baudienstleistungen weiterhin vom attraktiven Marktumfeld profitieren und wie auch schon in der Vergangenheit stärker als das Branchenumfeld wachsen. Wichtige Kriterien für diese Annahme sind die forcierte Vertriebsaktivität sowie die klare Positionierung im stark nachgefragten Bereich der energieeffizienten Bauweise.
- Unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen berücksichtigen dies. Wir orientieren uns an die Unternehmens-Guidance und rechnen mit Umsatzerlösen in Höhe von 213,12 Mio. € (2015e), 266,40 Mio. € (2016e) sowie 327,67 Mio. € (2017e). Für die letzte Schätzperiode haben wir gegenüber den Unternehmenserwartungen einen kleinen Sicherheitsabschlag vorgenommen, wir rechnen trotzdem mit einer anhaltend hohen Wachstumsdynamik. Skaleneffekte sowie die zunehmende Bedeutung der margenstarken Bauträgerumsätze dürften einen sukzessiven EBIT-Anstieg nach sich ziehen.
- **Hierauf aufbauend haben wir eine Aktualisierung des DCF-Modells vorgenommen und ein neues Kursziel in Höhe von 42,85 € (bisher: 35,40 €) ermittelt. Die hohen Wachstumspotenziale bei einer erwarteten Verbesserung der operativen Ergebnismargen rechtfertigen dies. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus in Höhe von 33,00 € (04.03.15; XETRA; 17:30 Uhr) ergibt sich ein hohes Kurspotenzial und wir erneuern daher unser Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

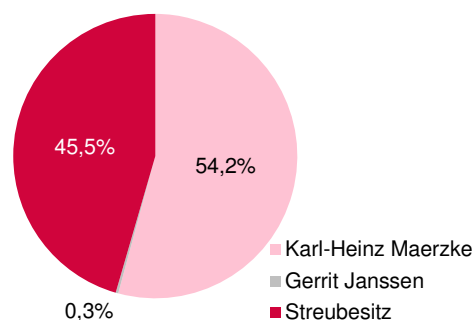
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensstruktur	4
Geschäftsbereiche	4
Baudienstleistungen	4
Bauträrgeschäft - Eigenheime	5
Bauträrgeschäft - Wohnimmobilien für Investoren.....	6
Bauträrgeschäft - Ferienimmobilien.....	6
Finanzierungs- und Bauversicherungsvermittlung.....	6
Markt und Marktumfeld	7
Nachfrage nach Wohneigentum weiterhin hoch.....	7
Immobilienangebot kann die Nachfrage noch nicht bedienen.....	7
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2014	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
SWOT-Analyse	13
Prognose und Modellannahmen	14
Umsatzprognosen	15
Ergebnisprognosen	16
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell.....	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

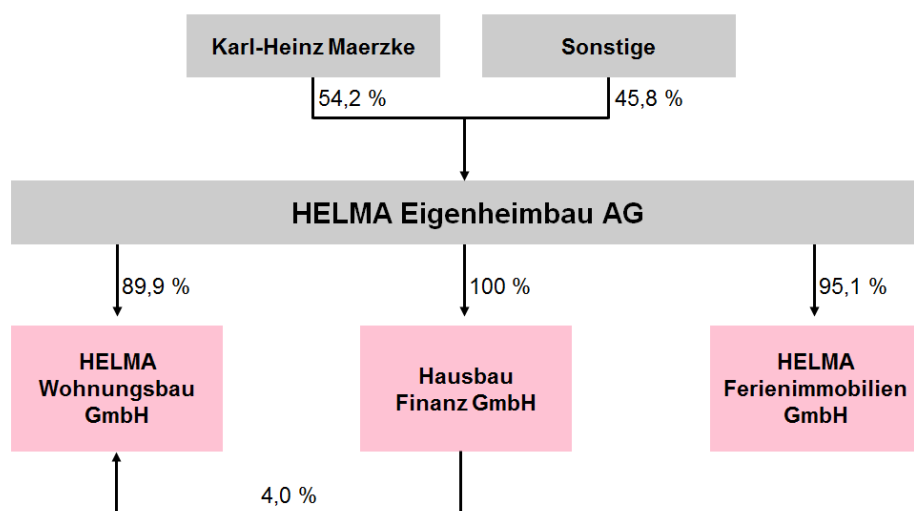
Aktionärsstruktur

Anteilseigener in %	17.02.2015
Karl-Heinz Maerzke	54,2 %
Gerrit Janssen	0,3 %
Streubesitz	45,5 %

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG



Unternehmensstruktur



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Der Konsolidierungskreis der **HELMA Eigenheimbau AG** 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 werden. Zum Jahresende 2014 wurde die Geschäftstätigkeit in Luxemburg beendet und die HELMA LUX S.A. auf die HELMA Eigenheimbau AG verschmolzen.

Geschäftsbereiche

Baudienstleistungen

Als Konzernobergesellschaft des HELMA-Konzerns liegt der Fokus der im Jahr 1980 gegründeten HELMA Eigenheimbau AG (HELMA) in der Entwicklung, Planung sowie dem Verkauf von schlüsselfertigen oder teilfertigen Ein- und Zweifamilienhäusern, wel-

che ausschließlich in Massivbauweise angeboten werden. Im Zuge eines Full-Service-Ansatzes übernimmt die Gesellschaft darüber hinaus die Bauregie und offeriert zusätzlich hierzu 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 Architektenhäuser 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 TÜV-Sachverständigenüberprüfung unterzogen.

In diesem Segment werden Massivhäuser (größtenteils 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.

Mit der frühzeitigen Konzentration auf den Bereich der energieeffizienten Bauweise, hat sich die HELMA als eines der führenden Anbieter für solare Energiesparhäuser etabliert. Der wichtigste Eckpfeiler dieser Strategie ist insbesondere die Nutzung der Sonnenenergie, welche in den unterschiedlichen Energiesparhäuser der HELMA angewendet wird. Hervorzuheben ist dabei das im Jahr 2011 vorgestellte und in den Medien viel beachtete EnergieAutarkeHaus.



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Bauträrgeschäft - Eigenheime

In der HELMA Wohnungsbau GmbH ist das zweite wichtige Geschäftsfeld, das klassische Bauträrgeschäft, gebündelt. Hier liegt der Fokus auf dem Ankauf von Grundstücken mit anschließendem Verkauf (Grundstück + Haus) und der Bebauung der einzelnen Bauplätze nach den Wünschen der Kunden (kein Baurisiko, da der Baubeginn erst bei entsprechender Kundennachfrage stattfindet) mit individuellen und energieeffizienten Massivhäusern. Gerade in Ballungsräumen sind die exklusiven Grundstücke im Eigenbestand, angesichts der vorherrschenden Knappheit, ein entscheidendes Verkaufsargument. Das künftige Unternehmenswachstum soll primär aus diesem margenstarken Bereich generiert werden. Ein wesentlicher Aspekt hierfür ist die Identifikation, Prüfung und der Erwerb geeigneter Ankaufsflächen, welche durch einzeln beauftragte Fachleute sowie durch die Projektprüfungsverantwortlichen vorgenommen werden. Die Zielgebiete für das Bauträrgeschäft verfügen über bis zu 200 Bauplätze und befinden sich in Großstädten, wie beispielsweise Berlin, Hannover, Hamburg oder München sowie in

deren Speckgürteln. In den vergangenen Jahren hat die Gesellschaft speziell in Berlin und Hannover mit zahlreichen erfolgreich realisierten Projekten einen umfangreichen Track-Record aufgebaut.

Als Referenzobjekt für das Bauträgergeschäft kann das Projekt Berlin-Karlshorst genannt werden, das bisher größte von der HELMA realisierte Wohnquartier. Über die drei Bauabschnitte hinweg wurden zwischen 2006 und 2014 insgesamt 376 Objekte (Einfamilienhäuser, Reihenhäuser) bei Gesamtumsätzen in Höhe von ca. 110 Mio. € veräußert und errichtet.

Bauträgergeschäft - Wohnimmobilien für Investoren

Während der bisherige Fokus der HELMA im Bauträgersegment alleine auf den Bereich der Ein- und Zweifamilienhäuser lag, wurde im Geschäftsjahr 2013 eine Erweiterung auf Reiheneigenheime und Eigentumswohnungen in Mehrfamilienhäusern vorgenommen. Aufgrund der Vorgehensweise, wonach auch im Bereich der Mehrfamilienhäuser der Käufer vor Entwicklungsbeginn feststeht bzw. ein Verkauf im Vorfeld erfolgt, sind die Risiken für die HELMA auch in diesem Bereich als gering einzustufen. Die Risiken erstrecken sich in der Regel lediglich auf die Vorfinanzierung des Grundstückserwerbs. Die sich hieraus ergebenden Umsatzpotenziale beziffert die HELMA vor dem Hintergrund der geplanten jährlichen Realisierung von drei Projekten auf 40,0 Mio. € p.a..

Bauträgergeschäft - Ferienimmobilien

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.

Erwähnenswert in diesem Zusammenhang ist das im Geschäftsjahr 2013 erworbene Projekt „Port Olpenitz“, welches für die kommenden sieben Jahre in mehreren Abschnitten (1.100 Einheiten) ein Umsatzpotenzial von über 300 - 350 Mio. € aufweist. Darüber hinaus ist die Pipeline der HELMA im Bereich der Ferienimmobilien mit mehreren Projekten gefüllt.

Finanzierungs- und Bauversicherungsvermittlung

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 Baudarlehen. Die Umsatzerlöse in diesem Segment sind demnach als Provisionserträge mit den Vertragspartnern der HELMA zu verstehen.

MARKT UND MARKTUMFELD

Nachfrage nach Wohneigentum weiterhin hoch

Mit den Segmenten Baudienstleistungen und Bauträgergeschäft ist die HELMA in einem von sehr attraktiven Vorgaben geprägten Marktumfeld tätig. Als wesentlicher Treiber einer hohen Nachfrage nach Wohneigentum ist in erster die Linie das aktuell historisch niedrige Zinsumfeld zu nennen, wodurch die Immobilienfinanzierung zu sehr günstigen Konditionen möglich ist. Aussagekräftig wird der aktuelle Zustand durch die 10jährige DGZF-Pfandbriefkurve, als Indikator für die Zinsentwicklung von Baugeld, illustriert. In den letzten 15 Jahren haben sich dabei die Bauzinsen von 5,8 % (Januar 2000) auf 0,6 % (Februar 2015) deutlich reduziert.

DGZF-Pfandbriefkurve (10-jährig)



Quelle: Deka-Gruppe; GBC AG

Die allgemein positive Arbeitsmarktlage in Deutschland ist, neben den ohnehin günstigen Finanzierungskonditionen, ein ebenfalls wichtiger Faktor für die Immobiliennachfrage. Einerseits weist die Entwicklung der Arbeitslosenquote einen rückläufigen Trend, mit einem signifikanten Rückgang von 11,7 % (2005) auf 6,7 % (2014), auf. Andererseits wird die Besserung der Arbeitsmarktlage von einem Anstieg des verfügbaren Einkommens flankiert. Dem statistischen Bundesamt zufolge hat das verfügbare Einkommen je Einwohner von 12.537 € (1991) auf 20.478 (2013) deutlich zugelegt.

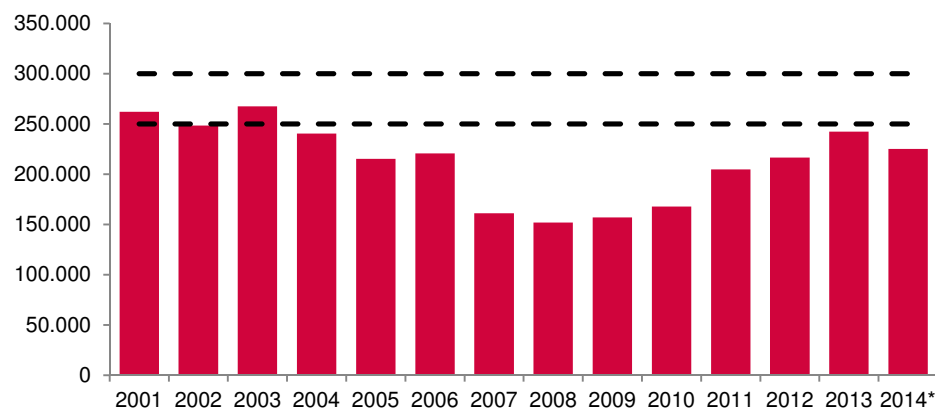
Insgesamt trifft das Zusammenspiel aus attraktiven Finanzierungskonditionen, hohen Beschäftigungsraten sowie steigenden Einkommenserwartungen auf fehlende Anlagealternativen. Die Kapitalmärkte werden insbesondere nach dem Platzen der so genannten „Dotcom-Blase“ als risikoreich wahrgenommen, was von privater Seite ein vergleichsweise geringes Engagement in Kapitalmarktprodukte bedeutet. Seit dem Jahr 2001 hat sich in Deutschland die Zahl der Aktionäre und Fondsbesitzer von 12,8 Mio. auf 8,9 Mio. signifikant rückläufig entwickelt (Quelle: DAI Deutsches Aktieninstitut).

Immobilienangebot kann die Nachfrage noch nicht bedienen

Die insgesamt sehr positiv geprägte Nachfrageseite nach Wohnimmobilien hat in den letzten Jahren zwar zu einem Anstieg der Baugenehmigungen geführt, die erhöhte Nachfrage kann jedoch weiterhin nicht bedient werden. Gemäß aktuellen Statistiken des statistischen Bundesamtes wurden im Jahr 2014 im Zeitraum Januar-November insgesamt Baugenehmigungen für 224.947 Wohnungen erteilt. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum kommt dies einem Anstieg in Höhe von 4,2 % gleich (Jan.-Nov.13: 215.961). Gemäß einer im Juli 2014 aktualisierten Umfrage der Landesbausparkassen (LBS) geht die Mehrheit der befragten Immobilienexperten jedoch von einem

jährlichen Neubaubedarf von 250.000 bis 300.000 Einheiten aus. Die hier genannte untere Bandbreite wurde in den letzten zehn Jahren nicht erreicht, was auf einen weiterhin vorhandenen Nachholbedarf im Wohnungsbau spricht:

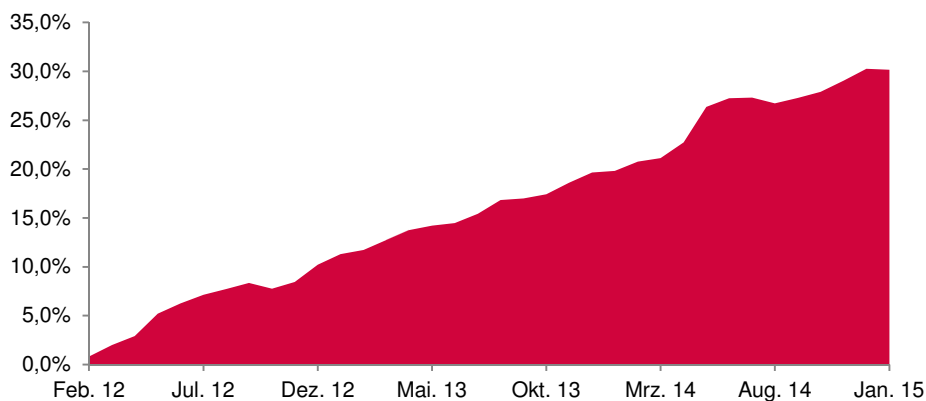
Anzahl der Baugenehmigungen von Wohnobjekten



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG; *Januar-November 2014

Ein weiteres Indiz für die bestehende Diskrepanz zwischen Nachfrage und Angebot nach Wohnimmobilien findet sich im allgemeinen Anstieg der Immobilienpreise in Deutschland. Alleine in den letzten drei Jahren (Januar 2012 - Januar 2015) verteuerten sich die Kaufpreise für Wohnimmobilien im deutschlandweiten Durchschnitt von 1.827 €/qm auf 2.378 €/qm, was einem Preisanstieg in Höhe von +30,1 % entspricht.

Kaufpreisentwicklung von Wohnimmobilien (in %)



Quelle: immowelt.de; GBC AG

Als Anbieter von Baudienstleistungen mit dem Fokus auf Ein- und Zweifamilienhäuser profitiert die HELMA in besonderer Weise von den aktuellen Marktbedingungen, welche aufgrund des bestehenden Nachfrageüberhangs eine weiterhin positive Entwicklung erwarten lassen. Wichtig in diesem Zusammenhang ist der Umstand, wonach die Gesellschaft für das Bauträgergeschäft (Wohn- und Ferienimmobilien) bereits attraktive Grundstücke gesichert und somit die Grundlage für weiteres Wachstum geschaffen hat.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	138,02	170,50	213,12	266,40	327,67
Bestandsveränderung	42,13	15,84	0,00	0,00	0,00
aktivierte Eigenleistungen	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00
Gesamtleistung	180,20	186,34	213,12	266,40	327,67
sonst. Erträge	0,88	1,21	0,50	1,40	1,60
Materialaufwand	-145,76	-143,95	-160,69	-201,40	-247,39
Personalaufwand	-13,52	-15,18	-17,80	-22,38	-27,20
Abschreibungen	-1,51	-1,80	-2,05	-2,30	-2,86
sonst. betriebliche Aufwendungen	-10,00	-12,45	-15,35	-19,18	-23,59
EBITDA	10,29	14,17	17,73	22,54	28,23
Finanzaufwendungen	-2,08	-2,50	-2,90	-3,20	-3,80
sonstige Finanzerträge	0,07	0,02	0,00	0,00	0,00
EBT	8,27	11,69	14,83	19,34	24,43
Steuern	-2,58	-3,53	-4,45	-5,80	-7,33
Minderheiten	-0,09	-0,03	-0,30	-0,50	-0,75
Jahresüberschuss	5,61	8,13	10,08	13,04	16,35
EBITDA	11,79	15,97	19,78	24,84	31,09
in % der Umsatzerlöse	8,5%	9,4%	9,3%	9,3%	9,5%
EBIT	10,29	14,17	17,73	22,54	28,23
in % der Umsatzerlöse	7,5%	8,3%	8,3%	8,5%	8,6%
Ergebnis je Aktie in €	1,81	2,38	2,96	3,82	4,80
Dividende je Aktie in €	0,53	0,65	0,90	1,10	1,40
Aktienzahl in Mio. Stück	3,10	3,41	3,41	3,41	3,41

Geschäftsentwicklung 2014

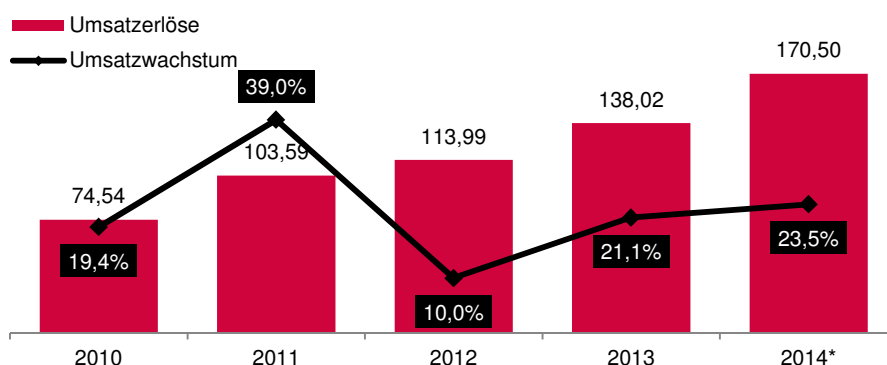
GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014*
Umsatzerlöse	113,99	138,02	170,50
EBITDA	8,77	11,79	15,97
EBITDA-Marge	7,7%	8,5%	9,4%
EBIT	7,33	10,29	14,17
EBIT-Marge	6,4%	7,5%	8,3%
Jahresüberschuss	3,80	5,61	8,13
EPS in €	1,33	1,81	2,38

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Gemäß vorläufigen Zahlen hat die HELMA im Geschäftsjahr 2014 erwartungsgemäß sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisebene neue Rekordwerte erreicht.

Gegenüber dem Vorjahr verbesserte sich das Umsatzniveau auf 170,50 Mio. € (VJ: 138,02 Mio. €). Die ohnehin schon hohe Wachstumsdynamik der Vorjahre konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr auf 23,5 % (GJ 2013: 21,1 %) nochmals gesteigert werden. Vor dem Hintergrund einer sukzessive erhöhten Umsatzbasis, ist die Aufrechterhaltung der Wachstumsdynamik umso bemerkenswerter. In den letzten fünf Geschäftsjahren (2010-2014) erzielte die Gesellschaft ein durchschnittliches Umsatzwachstum in Höhe von 22,6 %. Die Anzahl der Baugenehmigungen im Wohnungsbau ist im gleichen Zeitraum um durchschnittlich 9,6 % gestiegen, was bedeutet, dass die HELMA in der Lage war, Marktanteile hinzuzugewinnen.

Umsatzerlöse (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)

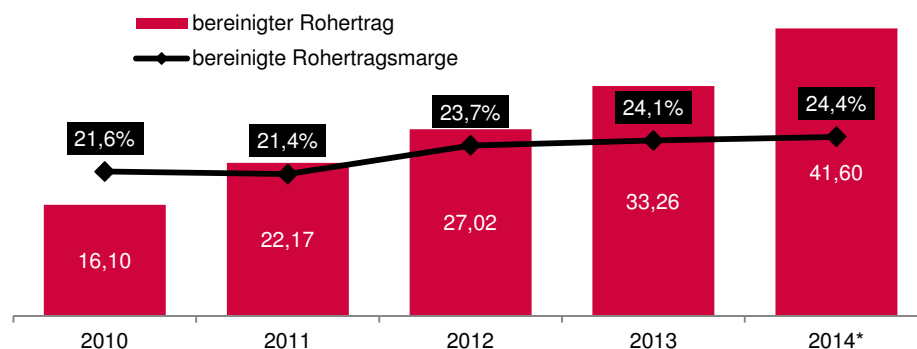


Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Zur Erlösverbesserung dürften, wie auch schon in den ersten sechs Monaten 2014, alle Gesellschaften des HELMA-Konzerns beigetragen haben. Ein wesentlicher Aspekt ist hierbei der Umsatzanstieg des Bauträgersegments (HELMA Wohnungsbau GmbH; HELMA Ferienimmobilien GmbH), welcher als vergleichsweise margenstark einzustufen ist. In diesem Segment werden die HELMA-Häuser auf eigene Grundstücke errichtet und damit wird ein höherer Wertschöpfungsanteil abgedeckt als bei der klassischen Baudienstleistung. Der erhöhte Umsatzanteil des Bauträgergeschäftes hatte einen Anstieg der bereinigten Rohertragsmarge auf 24,4 % (VJ: 24,1 %) zur Folge. Beim im Rohertrag berücksichtigten größten Kostenblock „Materialaufwendungen“ wurde dementsprechend eine weitere Verbesserung erreicht. Gemäß eigenen Berechnungen reduzierte sich die bereinigte Materialaufwandsquote auf 75,5 % (VJ: 76,2 %), was in erster Linie dem Anstieg im margenstarken Umsatzbereich zu verdanken ist.

Für die Darstellung des bereinigten Rohertrages werden die Bestandsveränderungen sowie die dazugehörigen Materialaufwendungen (inkl. Gemeinkosten) bereinigt und somit ein der Realität entsprechender Ergebnisausweis ermöglicht.

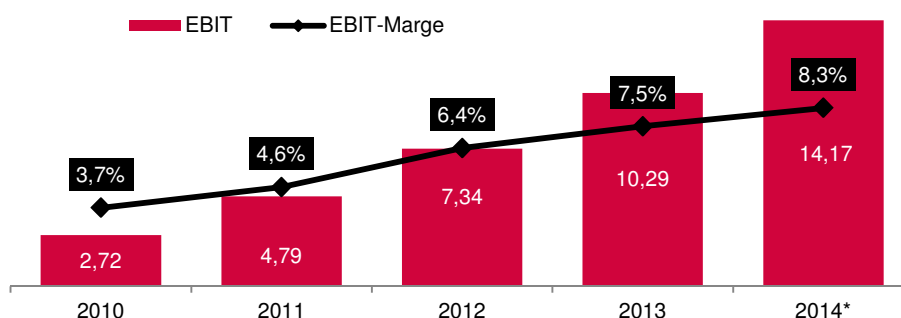
Bereinigter Rohertrag (in Mio. €) und bereinigte Rohertragsmarge (in %)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Hiervon ausgehend sowie unter der Berücksichtigung einer nur unterproportionalen Entwicklung der so genannten Overheadkosten (Personalaufwand; Abschreibungen; sonstige betriebliche Aufwendungen) auf 29,43 Mio. € (VJ: 25,03 Mio. €) verbesserte sich das EBIT deutlich um +37,7 % auf 14,17 Mio. € (VJ: 10,29 Mio. €) und parallel dazu die EBIT-Marge auf 8,3 % (VJ: 7,5 %).

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



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Schlussfolgernd lassen sich für die überproportionale operative Ergebnisentwicklung zwei wichtige Treiber erkennen. Einerseits profitiert die HELMA von einem Anstieg der margenstarken Umsatzerlöse im Bauträgersegment und andererseits kommen bei steigendem Umsatzniveau verstärkt Skaleneffekte zum Tragen. Wir hatten diese Effekte in unseren bisherigen Ergebnisprognosen für das Geschäftsjahr 2014 unterschätzt und daher wurden diese deutlich übertroffen. Auf Umsatzebene hat die HELMA Eigenheimbau AG unsere Schätzungen nahezu erreicht:

In Mio. €	GBC-Prognosen 2014	Abweichung	GJ 2014*
Umsatzerlöse	172,50	-1,2%	170,50
EBIT	12,81	+10,6%	14,17

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Der Jahresüberschuss wurde infolgedessen auf 8,13 Mio. € (VJ: 5,61 Mio. €) um 45,1 % deutlich verbessert.

Erwähnenswert ist darüber hinaus die vergleichsweise solide Entwicklung der Finanzaufwendungen, welche vornehmlich mit den Vorlaufinvestitionen im Bauträgersegment im Zusammenhang stehen. Neben Bankkrediten umfasst der Finanzierungsmix auch eine Unternehmensanleihe mit einem emittierten Volumen in Höhe von 35,0 Mio. €. Bei

Finanzaufwendungen in Höhe von 2,50 Mio. € (VJ: 2,09 Mio. €) ergibt sich gemäß unseren Berechnungen ein durchschnittlicher FK-Zins in Höhe von ca. 3,0 %.

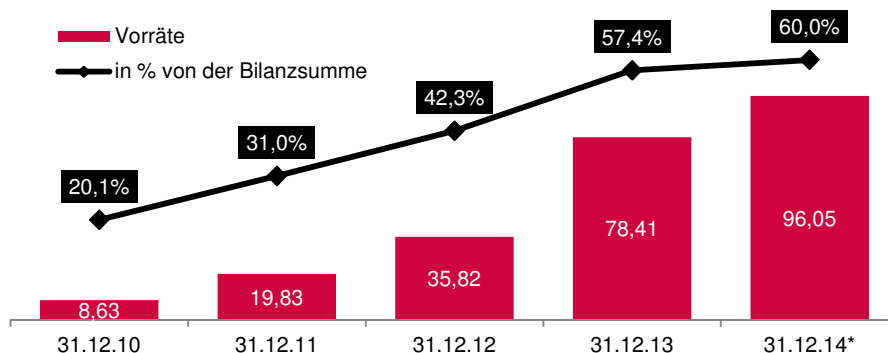
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014*
Eigenkapital	20,19	27,86	40,83
Eigenkapitalquote	23,9%	20,4%	25,5%
Vorräte	35,82	78,41	96,05
Nettofinanzverschuldung	37,91	71,23	84,13
Liquide Mittel	1,54	6,82	6,92

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Die Vermögenslage der HELMA wird durch das Bauträgergeschäft dominiert, welches sich in der Entwicklung der Vorräte wiederfindet. Vornehmlich hängt diese mit dem Erwerb der Baugrundstücke zusammen und ist daher als Investition in die künftige Umsatzentwicklung zu verstehen. Der geplante Ausbau des Bauträgergeschäftes hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 zu einem Vorratsanstieg auf 96,05 Mio. € (31.12.13: 78,41 Mio. €) und folglich zu einer Ausweitung des Working Capitals auf 107,04 Mio. € (31.12.13: 81,42 Mio. €) geführt. Mittlerweile repräsentieren die Vorräte 60,0 % (31.12.13: 57,4 %) der Bilanzsumme und verdeutlichen damit die zunehmende Bedeutung des margenstarken Bauträgersegments.

Vorräte (in Mio. €) und Anteil an der Bilanzsumme (in %)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Es wird deutlich, dass die HELMA mit dem Projekterwerb für das Bauträgersegment in Vorleistung geht. Für die Finanzierung kommt hierbei im überwiegenden Maße Fremdkapital zum Einsatz. Zum Bilanzstichtag 31.12.2014 belaufen sich die Finanzverbindlichkeiten (Bankkredite + Unternehmensanleihe) auf 91,43 Mio. € (31.12.13: 78,93 Mio. €) und decken somit das Working Capital zu 85,4 % (31.12.13: 96,9 %) ab. Die Finanzverbindlichkeiten sind mit 71,80 Mio. € (31.12.13: 53,26 Mio. €) hauptsächlich langfristiger Natur und bieten somit eine gute Planungsgrundlage für die weitere Entwicklung des Bauträgersegments.

Trotz des deutlichen Anstieges des Working Capitals und der daraus resultierenden Bilanzsummenausweitung, gelang es der HELMA die EK-Quote auf 25,5 % (31.12.13: 20,4 %) auszuweiten. Neben dem positiven Jahresüberschuss wurde im Geschäftsjahr 2014 eine 10%ige Kapitalerhöhung mit einem Emissionserlös in Höhe von 6,65 Mio. € erfolgreich durchgeführt. Die Dividendenauszahlung in Höhe von 1,81 Mio. € hat vor diesem Hintergrund zu keiner nennenswerten Reduktion des Eigenkapitals geführt.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Langjährige Erfahrungen und damit umfangreicher Track Record im Immobilienbereich • Die HELMA deckt den gesamten Wertschöpfungsbereich beim Bau von Wohnimmobilien ab • Kein Klumpenrisiko, da sehr geringe Abhängigkeit von einzelnen Kunden • Gute Verhandlungsposition gegenüber Subunternehmen • Hohe Kundenzufriedenheit und hoher Bekanntheitsgrad erleichtern Vertrieb • Attraktives Risikoprofil, da nur geringe Vorfinanzierungserfordernisse im Bauträgersegment • HELMA profitiert vom aktuellen Marktumfeld überproportional stark 	<ul style="list-style-type: none"> • Die HELMA agiert in einem stark fragmentierten Markt mit einem hohen regionalen Wettbewerb • Vorfinanzierung für das Bauträgersegment, zumindest für den Erwerb und die Entwicklung der Grundstücke, erforderlich
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Das Marktumfeld für Wohnimmobilien lässt derzeit eine erhöhte Nachfrage erwarten • Bei zunehmenden Umsätzen sollten Skaleneffekte noch stärker zum Tragen kommen • Mit dem Geschäftsfeld Wohnimmobilien für Investoren wird mit bestehendem Know-How eine neue Kundengruppe erschlossen • Die Gesellschaft verfügt über einen umfangreichen Grundstücksbestand für das Bauträgersegment • Aufgrund der frühzeitigen Positionierung auf Energiesparhäuser könnte die HELMA stärker von der Nachfrage nach der energieeffizienten Bauweise profitieren 	<ul style="list-style-type: none"> • Weiteres Wachstum im Bauträgersegment hängt stark von der Verfügbarkeit und dem Erwerb geeigneter Grundstücke ab • Das Geschäftsmodell weist eine hohe Abhängigkeit von der Witterung auf. Ungünstige Witterungsbedingungen könnten Umsatzverschiebungen nach sich ziehen • Preissteigerungen könnten unter Umständen nicht zeitnah an den Käufer weitergegeben werden • Ein Anstieg der Zinssätze könnte einen Rückgang der Immobiliennachfrage zur Folge haben

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014*	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	170,50	213,12	266,40	327,67
EBITDA	15,97	19,78	24,84	31,09
EBITDA-Marge	9,4%	9,3%	9,3%	9,5%
EBIT	14,17	17,73	22,54	28,23
EBIT-Marge	8,3%	8,3%	8,5%	8,6%
Jahresüberschuss	8,13	10,08	13,04	16,35
EPS in €	2,38	2,96	3,82	4,80

Quelle: GBC AG; gemäß vorläufigen Zahlen

Das beeindruckende Umsatzwachstum der letzten Geschäftsjahre belegt den richtigen strategischen Kurs der HELMA. Insbesondere die Forcierung des margenstarken Bauträgersegments hat einen wichtigen Beitrag zur Umsatz- und Ergebnisentwicklung geleistet und darüber hinaus wurde eine Verbesserung der Planbarkeit der künftigen Geschäftsentwicklung erreicht. Zumal im Bauträgersegment Großprojekte umgesetzt und somit deutlich höhere Umsatzniveaus erzielt werden können. Darüber hinaus profitiert die HELMA von einer Bündelung der Vertriebsaktivitäten sowie von Skaleneffekten bei der Auftragsvergabe an Subunternehmen.

Als Referenzobjekt für das Bauträgergeschäft kann das Projekt Berlin-Karlshorst genannt werden, das bisher größte von der HELMA realisierte Wohnquartier. Über die drei Bauabschnitte hinweg wurden zwischen 2006 und 2014 insgesamt 376 Objekte (Einfamilienhäuser, Reihenhäuser) bei Gesamtumsätzen in Höhe von ca. 110 Mio. € veräußert und errichtet. Derzeit verfügt die HELMA über eine weitere Vielzahl an Wohnungsbauprojekten für Eigennutzer, welche sich vornehmlich in den Regionen Berlin, München und Hannover befinden. Die größten Projekte in Berlin und München haben insgesamt ein Umsatzpotenzial in Höhe von 225,0 Mio. €, welches plangemäß in den Jahren 2015-2018 gehoben werden soll.

Ebenfalls dem margenstarken Bauträgersegment ist der Bereich der Ferienimmobilien zuzuordnen. Seit dem Geschäftsjahr 2012 erzielte die HELMA mit der Errichtung und dem Verkauf von Ferienimmobilien die stärksten Wachstumsraten. Hervorzuheben ist dabei das Projekt „Ostseeresort Port Olpenitz“, welches für die nächsten sechs Jahre insgesamt ein Umsatzpotenzial von 300,0 – 350,0 Mio. € aufweist. Flankierend hierzu konnte sich HELMA mit dem „Hafendorf Zerpenschleuse“ ein zweites großes Ferienimmobilienprojekt sichern. Geplant ist hier die Errichtung von 220 Ferienhäusern. Weitere kleinere Projekte wie etwa das „Dünenresort Binz“ komplettierten den Bauträgerbereich Ferienimmobilien. Hierauf basierend dürfte auch künftig dieses Segment signifikant wachsen.

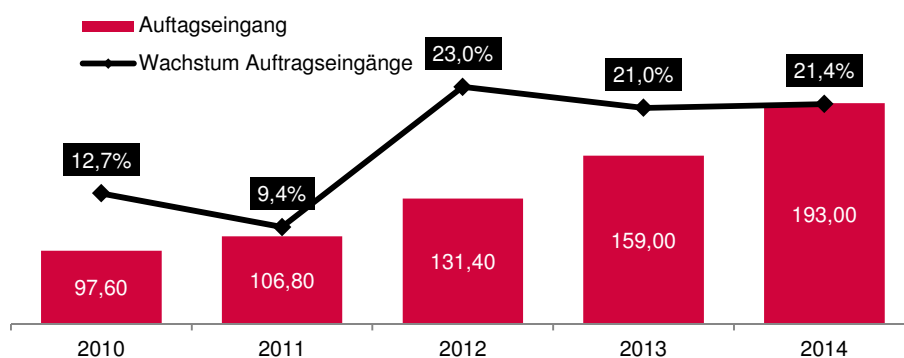
Auch der neue Bereich Wohnimmobilien für Investoren soll das künftige Unternehmenswachstum mit einem jährlichen Umsatzbeitrag in Höhe von etwa 40 Mio. € mitgestalten. Bereits im laufenden Geschäftsjahr 2015 soll mit der Übergabe von drei Projekten (Hannover - Hohes Ufer; Hannover – Wiedekindstr.; Potsdam – Kurfürstenstr.) ein hohes Umsatzniveau erreicht werden.

Flankierend zum Bauträgerbereich dürfte die HELMA mit dem klassischen Baudienstleistungsbereich wachsen. Hier rechnen wir mit einem im Vergleich zum ohnehin positiven Marktumfeld überproportionalen Wachstum. Die Steigerung des Bekanntheitsgrades oder die Fokussierung auf die energieeffiziente Bauweise sind beispielsweise wesentliche Faktoren, die dazu beitragen dürften. Unterstützend wirkt sich hier auch die bun-

desweite Präsenz mit 32 Vertriebsstandorten, wodurch eine möglichst flächendeckende Ansprache möglich ist.

Vor diesem Hintergrund ist die Entwicklung des Auftragseingangs zu verstehen, womit eine aussagekräftige Grundlage der kurzfristigen Unternehmensentwicklung gegeben ist. Zum 31.12.2014 lag das Vertriebsvolumen bei 193,0 Mio. € und damit konnte der Vorjahreswert nochmals um 21,4% deutlich übertroffen und ein neues Rekordniveau erreicht werden.

Auftragseingang (in Mio. €) und Wachstum Auftragseingang (in %)



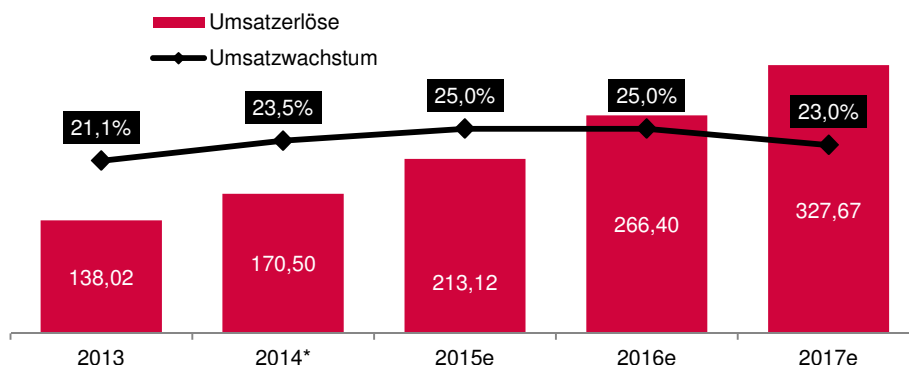
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Auf Basis der vorgenannten Faktoren hat die Gesellschaft mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen eine Anpassung bzw. Veröffentlichung der kurz- bis mittelfristigen Guidance vorgenommen. Für das laufende Geschäftsjahr 2015 wird nunmehr ein Umsatzniveau in Höhe von 210 Mio. € erwartet. Bei einer nahezu gleichbleibenden Wachstumsdynamik werden für das Geschäftsjahr 2016 Umsatzerlöse in Höhe von etwa 260 Mio. € und für das Geschäftsjahr 2017 Umsatzerlöse in Höhe von etwa 340 Mio. € erwartet. Für die Zielerreichung wird einerseits von einem plangemäßen Projektverlauf sowie andererseits von einem Fortbestehen des attraktiven Marktumfelds ausgegangen.

Unsere Umsatzprognosen für die kommenden beiden Geschäftsjahre orientieren sich mit 213,12 Mio. € (GJ 2015e) sowie 266,40 Mio. € (GJ 2016e) an die Unternehmens-Guidance. Bei der mittelfristigen Umsatzerwartung des Geschäftsjahres 2017 haben wir mit einer Umsatzprognose in Höhe von 327,67 Mio. € im Vergleich zu den Unternehmenserwartungen einen kleinen Sicherheitsabschlag berücksichtigt. Dennoch gehen wir von einer anhaltend hohen Wachstumsdynamik aus:

Umsatzprognosen (in Mio. €) und erwartetes Umsatzwachstum (in %)

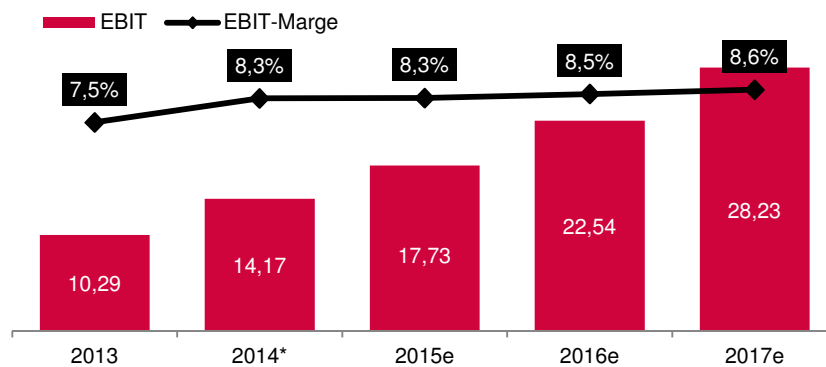


Quelle: GBC AG; gemäß vorläufigen Zahlen

Ergebnisprognosen

Die Erwartung eines steigenden Umsatzniveaus geht mit der Erwartung einer positiven Auswirkung von Skaleneffekten einher. Folglich dürften die Overheadkosten nur unterproportional zur Umsatzentwicklung ansteigen. Darüber hinaus dürfte allgemein eine Verbesserung der Rohertragsmarge vor dem Hintergrund einer zunehmenden Bedeutung des margenstärkeren Bauträgerbereiches sichtbar werden. Angesichts erwarteter steigender Umsätze rechnen wir mit einem sukzessiven Anstieg der EBIT-Marge in der von der HELMA erwarteten Bandbreite zwischen 7-10 %:

EBIT-Prognose (in Mio. €) und erwartete EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG; gemäß vorläufigen Zahlen

Die operative Ergebnisprognose stellt gleichzeitig die Grundlage für unser DCF-Modell, welches wir im Rahmen dieser Studie angepasst haben.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die HELMA Eigenheimbau AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015, 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2022 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 9,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan 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 1,75 %.**

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 10,24 % (bisher: 10,49 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,90 % (bisher: 9,08 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,08 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht als Kursziel 42,85 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 35,40 € nach oben hin angepasst. Die Kurszielanpassung ist vornehmlich eine Folge der angehobenen Prognosen für die konkrete Schätzperiode und darauf basierend für die Stetigkeitsphase des DCF-Modells.

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	9,5%	ewige EBITA - Marge	9,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	45,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	213,12	266,40	327,67	344,06	361,26	379,32	398,29	418,20	
US Veränderung	25,0%	25,0%	23,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	11,84	13,32	13,32	13,32	13,32	13,32	13,32	13,32	
EBITDA	19,78	24,84	31,09	32,69	34,32	36,04	37,84	39,73	
EBITDA-Marge	9,3%	9,3%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	
EBITA	17,73	22,54	28,23	30,98	32,52	34,15	35,86	37,65	
EBITA-Marge	8,3%	8,5%	8,6%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-5,32	-6,76	-8,47	-9,29	-9,76	-10,25	-10,76	-11,30	
EBI (NOPLAT)	12,41	15,78	19,76	21,68	22,77	23,91	25,10	26,36	30,0%
Kapitalrendite	10,0%	11,6%	13,1%	13,2%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,1%
Working Capital (WC)	118,00	131,00	139,90	157,92	165,82	174,11	182,81	191,96	
WC zu Umsatz	55,4%	49,2%	42,7%	45,9%	45,9%	45,9%	45,9%	45,9%	
Investitionen in WC	-10,96	-13,00	-8,90	-18,02	-7,90	-8,29	-8,71	-9,14	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	18,00	20,00	24,60	25,83	27,12	28,48	29,90	31,40	
AFA auf OAV	-2,05	-2,30	-2,86	-1,71	-1,80	-1,88	-1,98	-2,08	
AFA zu OAV	11,4%	11,5%	11,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in OAV	-3,38	-4,30	-7,46	-2,94	-3,09	-3,24	-3,40	-3,57	
Investiertes Kapital	136,00	151,00	164,50	183,75	192,94	202,59	212,72	223,35	
EBITDA	19,78	24,84	31,09	32,69	34,32	36,04	37,84	39,73	
Steuern auf EBITA	-5,32	-6,76	-8,47	-9,29	-9,76	-10,25	-10,76	-11,30	
Investitionen gesamt	-14,34	-17,30	-16,36	-20,96	-10,98	-11,53	-12,11	-12,71	
Investitionen in OAV	-3,38	-4,30	-7,46	-2,94	-3,09	-3,24	-3,40	-3,57	
Investitionen in WC	-10,96	-13,00	-8,90	-18,02	-7,90	-8,29	-8,71	-9,14	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,12	0,78	6,26	2,43	13,58	14,26	14,97	15,72	346,64

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	235,38	255,54
Barwert expliziter FCFs	44,48	47,66
Barwert des Continuing Value	190,90	207,88
Nettoschulden (Net debt)	89,13	94,62
Wert des Eigenkapitals	146,25	160,92
Fremde Gewinnanteile	-0,13	-0,15
Wert des Aktienkapitals	146,11	160,77
Ausstehende Aktien in Mio.	3,41	3,41
Fairer Wert der Aktie in EUR	42,85	47,15

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,8%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	10,2%
Zielgewichtung	75,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	25,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,9%

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%
11,6%	48,11	43,71	39,79	36,27	33,09
11,9%	49,88	45,36	41,32	37,69	34,42
12,1%	51,65	47,00	42,85	39,12	35,76
12,4%	53,42	48,64	44,38	40,55	37,10
12,6%	55,19	50,29	45,91	41,98	38,43

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (4;5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst
Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Christoph Schnabel, Dipl. Betriebswirt (FH); 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