



**Researchstudie (Anno)**

**HELMA Eigenheimbau AG**



**„Hohes Wachstumstempo beim Umsatz und Ergebnis wird  
beibehalten; Bauträgergeschäft wächst stark überproportional;  
Rating auf KAUFEN angehoben“**

**Kursziel: 60,80 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 21**

## HELMA Eigenheimbau AG <sup>\*5a,6a,7,11</sup>

### Kaufen

**Kursziel: 60,80**

aktueller Kurs: 44,49  
04.03.2016 / ETR (17:36 Uhr)  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578  
WKN: A0EQ57  
Börsenkürzel: H5E  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 4,000  
Marketcap<sup>3</sup>: 177,96  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 283,03  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 56,5 %

Transparenzlevel:  
Entry Standard  
Marktsegment:  
Freiverkehr  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
M.M. Warburg

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 22

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgersgeschäft

Mitarbeiter: 254 Stand: 31.12.2015

Gründung: 1980

Firmensitz: Lehrte

Vorstand: Karl-Heinz Maerzke, Gerrit Janssen, Max Bode



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	31.12.2015*	31.12.2016e	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	210,62	266,40	341,02	421,26
EBITDA	19,49	24,84	34,36	42,68
EBIT	17,77	22,54	31,50	39,48
Jahresüberschuss	9,95	13,04	18,64	25,14

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	2,49	3,26	4,66	6,29
Dividende je Aktie	0,90	1,10	1,40	2,20

\*gemäß vorläufigen Zahlen

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,34	1,06	0,83	0,67
EV/EBITDA	14,52	11,39	8,24	6,63
EV/EBIT	15,92	12,55	8,98	7,17
KGV	17,88	13,65	9,55	7,08
KBV	2,55			

### Finanztermine

14.04.16: Vertriebszahlen Q1 2016
01.07.16: Hauptversammlung
14.07.16: Vertriebszahlen 1.HJ 2016
31.08.16: Halbjahresbericht 2016
13.10.16: Vertriebszahlen 9M 2016

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
15.1.2016: RS / 46,80 / HALTEN
14.10.2015: RS / 46,80 / KAUFEN
7.10.2015: RS / 47,50 / KAUFEN
2.9.2015: RS / 47,50 / KAUFEN
13.7.2015: RS / 47,50 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen 2015 hat die HELMA Eigenheimbau AG erwartungsgemäß neue Rekordwerte präsentiert. Dabei war die Gesellschaft in der Lage, das ohnehin schon hohe Wachstumstempo der vergangenen Geschäftsjahre, auch ausgehend von einer höheren Umsatzbasis, zu halten. Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 23,7 % verbesserten sich die Umsätze signifikant auf 210,62 Mio. € (VJ: 170,50 Mio. €).
- Den größten Wachstumsbeitrag leistete abermals das Bauträgergeschäft. Die innerhalb der Tochtergesellschaft HELMA Wohnungsbau AG erzielten Umsätze erhöhten sich auf 110,92 Mio. € (VJ: 65,72 Mio. €) und damit leistete diese Tochtergesellschaft mit einem Umsatzanteil von 52,7 % (VJ: 38,5 %) den größten Umsatzbeitrag innerhalb des HELMA-Konzerns. Der Bereich Baudienstleistungen hat sich gegenüber dem Vorjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 78,25 Mio. € (VJ: 77,35 Mio. €) vergleichsweise konstant entwickelt. Hier gehen wir davon aus, dass ein Teil der Umsätze durch den Bauträgerbereich abgedeckt waren.
- Als Folge des stärkeren Wachstums des margenstarken Bauträgerbereiches verbesserte sich das operative Ergebnis abermals überproportional zur Umsatzentwicklung. Bei einem EBIT in Höhe von 17,77 Mio. € (VJ: 14,17 Mio. €) erhöhte sich die entsprechende EBIT-Marge leicht auf 8,4 % (VJ: 8,3 %). Hier hätte die HELMA sogar noch stärker wachsen können, jedoch hatten Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit veruntreuenden Fehlbuchungen eines ehemaligen Mitarbeiters ein noch stärkeres EBIT-Wachstum verhindert. Insgesamt ist aber sowohl das erreichte Umsatz- als auch EBIT-Niveau, innerhalb unserer Prognosen sowie der Unternehmens-Guidance geblieben.
- Der HELMA-Konzern ist als Baudienstleister und Bauträger in einem sehr attraktiven Marktumfeld tätig. In der Vergangenheit gelang es der Gesellschaft dabei stets deutlich stärker als der Markt zu wachsen und folglich Marktanteilsgewinne zu verbuchen. Auf dieser Grundlage sowie vor dem Hintergrund der umfangreich gesicherten Grundstücke für den Bauträgerbereich gehen wir von einer Fortsetzung der Wachstumsdynamik aus. Erwähnenswert ist hierbei der Auftragseingang, welcher zum 31.12.15 mit einem Rekordwert von 269,4 Mio. € um nahezu 40 % über dem Vorjahresniveau lag.
- Hierauf basierend und unter Einbezug der neuen Unternehmens-Guidance haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen neu formuliert. Gemäß HELMA-Prognose soll dabei bis zum Jahr 2018 das Umsatzniveau auf 420 Mio. € verdoppelt und eine EBIT-Marge in einer Bandbreite von 8,0 – 11,0 % erreicht werden. Bis dahin rechnen wir mit einer Fortsetzung der zweistelligen Wachstumsraten beim Umsatz sowie einer sukzessiven Verbesserung der EBIT-Marge, als Folge des überproportionalen Anstiegs des margenstarken Bauträgersegments.
- **Wir haben eine Aktualisierung des DCF-Modells vorgenommen und ein neues Kursziel in Höhe von 60,80 € (bisher: 46,80 €) ermittelt. Die Kurszielanpassung ist vornehmlich eine Folge der höheren Prognosebasis als Grundlage für die Stetigkeitsphase des DCF-Modells, als auch der reduzierten gewichteten Kapitalkosten (WACC). Die WACC-Reduktion ergibt sich aus der Annahme eines Bedeutungszuwachses beim stärker fremdfinanzierten Bauträgergeschäft, wodurch sich die Gewichtung der höheren Eigenkapitalkosten reduziert. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir das Rating KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

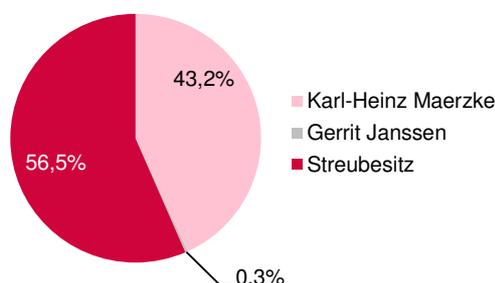
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Geschäftsbereiche .....	4
Baudienstleistungen .....	4
Bauträgergeschäft - Eigenheime .....	5
Bauträgergeschäft - Wohnimmobilien für Investoren .....	6
Bauträgergeschäft - Ferienimmobilien .....	6
Finanzierungs- und Bauversicherungsvermittlung .....	7
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>8</b>
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose .....</b>	<b>10</b>
Kennzahlen im Überblick .....	10
Geschäftsentwicklung 2015 .....	11
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	13
SWOT-Analyse .....	15
Prognose und Modellannahmen .....	16
Prognosegrundlage .....	16
Umsatzprognosen .....	18
Ergebnisprognosen .....	18
<b>Bewertung .....</b>	<b>19</b>
Modellannahmen .....	19
Bestimmung der Kapitalkosten .....	19
Bewertungsergebnis .....	19
DCF-Modell .....	20
<b>Anhang .....</b>	<b>21</b>

## UNTERNEHMEN

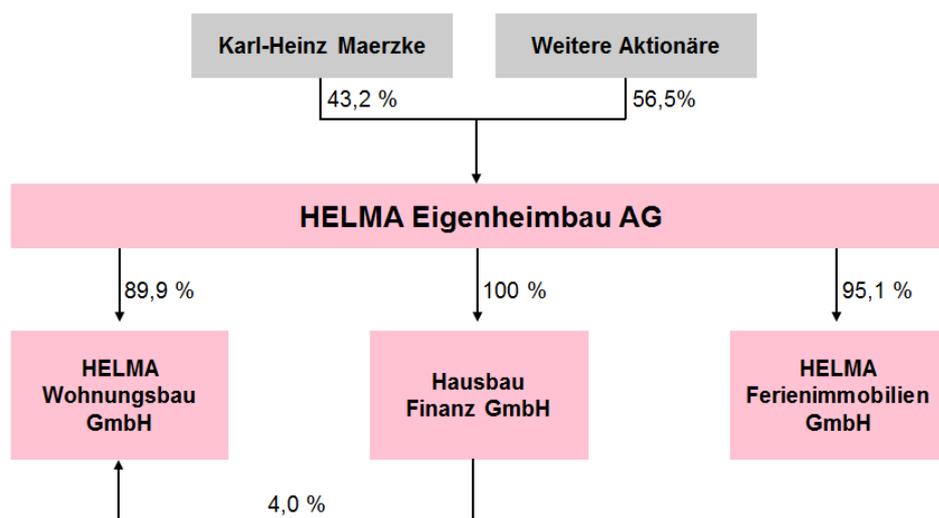
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Karl-Heinz Maerzke	43,2%
Gerrit Janssen	0,3%
<b>Streubesitz</b>	<b>56,5%</b>

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 werden.

## Geschäftsbereiche

### Baudienstleistungen

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 zusätzlich 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 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.

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 Energiesparhäusern 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

### **Bauträgergeschäft - Eigenheime**

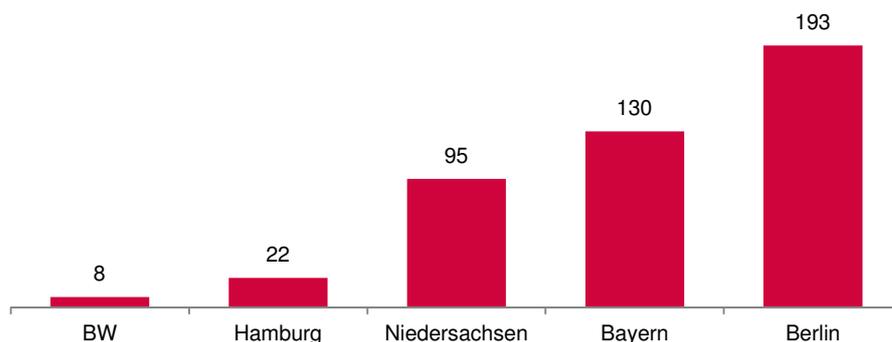
In der HELMA Wohnungsbau GmbH ist das zweite wichtige Geschäftsfeld, das Bauträgergeschäft, gebündelt. Hier liegt der Fokus auf dem Ankauf von Grundstücken mit anschließendem Verkauf (Grundstück + Haus) und der Bebauung der einzelnen Bauplätze nach den Wünschen der Kunden (kein Baurisiko, da der Baubeginn erst bei entsprechender Kundennachfrage stattfindet) mit individuellen und energieeffizienten Massivhäusern. Gerade in Ballungsräumen sind die exklusiven Grundstücke im Eigenbestand, angesichts der dort vorherrschenden Knappheit, ein entscheidendes Verkaufsargument. Ein wesentlicher Aspekt hierfür ist die Identifikation, Prüfung und der Erwerb geeigneter Ankaufflächen, welche durch einzeln beauftragte Fachleute sowie durch die Projektprüfungsverantwortlichen vorgenommen werden. In den vergangenen Jahren hat die Gesellschaft speziell in Berlin und Hannover mit zahlreichen erfolgreich realisierten Projekten einen umfangreichen Track-Rekord aufgebaut.

### **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..

Die HELMA verfügt im Bauträgergeschäft sowohl bei den Eigenheimen als auch bei den Wohnimmobilien für Investoren über eine im Vertrieb befindliche umfangreiche Projektpipeline von nahezu 450 Wohneinheiten, wobei hiervon ein Teil bereits veräußert ist. Das auf einem 13.500 qm großen Grundstück geplante Projekt in Berlin-Karlshorst (Wohnen im Park) umfasst als derzeit größtes Bauvorhaben der HELMA insgesamt 95 Eigentumswohnungen, von denen einige bereits verkauft wurden.

#### **Anzahl der Wohneinheiten der aktuellen Projektpipeline im Bauträgergeschäft**



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

### **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.

In diesem Geschäftsbereich ist besonders das in Schleswig-Holstein angesiedelte Ferienimmobilienprojekt Osteeresort Olpenitz hervorzuheben. Im Rahmen der geplanten sechs 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 220 Ferienhäuser. In den beiden letzten Geschäftsjahren 2014 und 2015 erweist sich der Bereich Ferienimmobilien als wachstumsstärkstes Segment der HELMA.

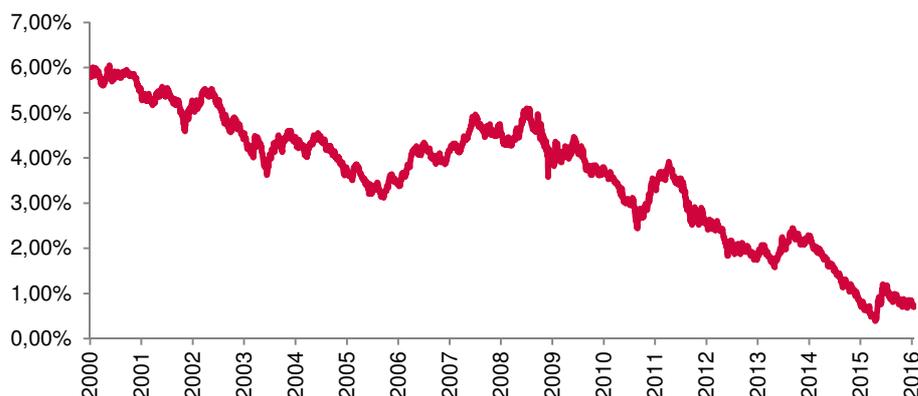
### ***Finanzierungs- und Bauversicherungsvermittlung***

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

Das Marktumfeld für die HELMA, als Bauträger und Baudienstleister im Wohn- und Ferienimmobilienbereich, ist weiterhin von sehr attraktiven Vorgaben geprägt. Allen voran zu nennen sind in diesem Zusammenhang die nach wie vor historisch niedrigen Zinsniveaus, wodurch die Immobilienfinanzierung zu sehr niedrigen Kosten möglich ist. Gemessen an der 10-jährigen DGZF-Pfandbriefkurve, womit die Zinsentwicklung von Baugeld abgebildet wird, liegen die Finanzierungszinsen derzeit bei 0,7 % (Januar 2016) und damit deutlich unterhalb der historischen Durchschnittswerte:

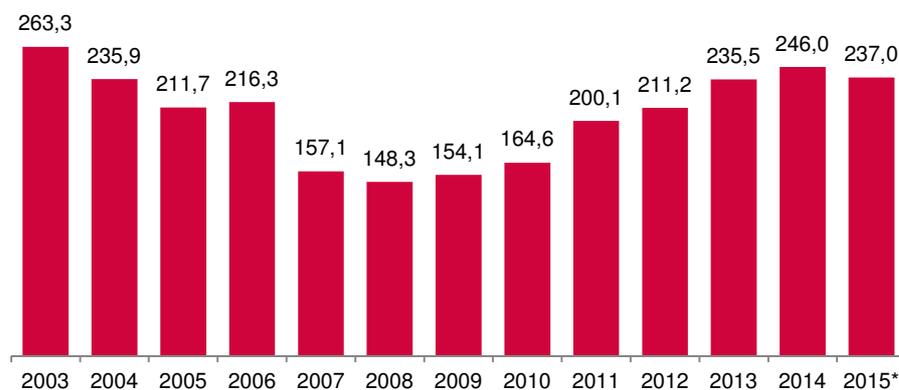
### 10-jährige DGZF-Pfandbriefkurve



Quelle: Deka-Gruppe; GBC AG

Die niedrigen Finanzierungszinsen, welche von einem soliden Arbeitsmarktumfeld, steigenden Lohnerwartungen sowie fehlenden Anlagealternativen flankiert werden, haben zuletzt zu einem Anstieg des Wohnungsneubaus geführt. Im Jahr 2014 lag die Anzahl der Baugenehmigungen bei 245.989 und damit um 4,5 % über dem Wert des Vorjahres. Zwischen Januar und November 2015 wurde der Neubau von 237.026 Wohnungen genehmigt, was hochgerechnet auf das Gesamtjahr 2015 sogar einer Zunahme bei der Wachstumsdynamik gleichkommen sollte:

### Genehmigungen Wohnungsneubau in Deutschland (in Tausend)



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG; \*Januar-November 2015

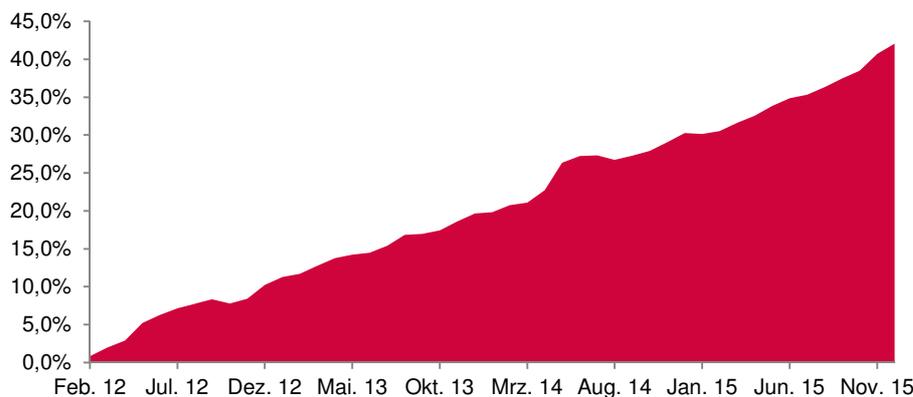
Im Vergleich dazu war die HELMA in der Lage, deutlich höhere Wachstumsraten zu erzielen. Während der Gesamtmarkt zwischen 2011 und 2015 jährlich um durchschnittlich 6,6 % gewachsen sein dürfte, legten die HELMA-Umsätze mit 23,7 % deutlich stärker zu, was einem Ausbau des Marktanteils gleichkommt. Ein wichtiger Faktor dieser Entwicklung ist das Bauträgergeschäft, welches von der HELMA insbesondere in den

attraktiven Lagen in den deutschen Ballungsräumen vorangetrieben wurde. Ohnehin sind die deutschen Ballungszentren mit den dazugehörigen Speckgürteln von einer sehr hohen Nachfrage gekennzeichnet. An dieser Stelle wird die Zuwanderung in die deutschen Metropolregionen aus dem In- und Ausland als wichtiger Faktor für die erwartete Fortsetzung einer regen Wohnungsnachfrage angesehen.

Gemäß dem IW – Institut der deutschen Wirtschaft Köln wäre zwar das erreichte Niveau bei den Wohnungsneubauten ausreichend, um den zwischen 2015 und 2020 errechneten jährlichen Bedarf von 266.000 Wohngebäuden abzudecken. Allerdings gehen insbesondere in den deutschen Städten der Baubedarf und die Bautätigkeit auseinander, was für eine Fehlallokation in der Bautätigkeit spricht. In den zwölf größten deutschen Städten wurden im Jahr 2014 insgesamt rund 40.000 Wohnungen gebaut, der Wohnungsbedarf bis 2020 liegt jedoch bei jährlich rund 69.000 Wohnungen. Besonders schwerwiegend ist die Diskrepanz in Berlin, wo einer Bautätigkeit von 8.744 Wohnungen (2014) ein Baubedarf von 19.655 (bis 2020) gegenübersteht. Besonders in Berlin ist es dabei der HELMA gelungen, große Wohnungsbauprojekte (siehe Projekt Berlin-Karlshorst) zu akquirieren.

Eine Folge der noch nicht bedarfsgerechten Bautätigkeit in Deutschland ist die stark anziehende Entwicklung bei den Immobilienpreisen. Gemäß Statistiken von immowelt.de sind die Wohnungspreise zwischen Januar 2012 und Dezember 2015 um durchschnittlich 42,1 % von 1.827 €/qm auf 2.596 €/qm angestiegen.

#### Kaufpreisentwicklung bei 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 2014	GJ 2015*	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	170,50	210,62	266,40	341,02	421,26
Bestandsveränderung	15,84	53,38	0,00	0,00	0,00
aktivierte Eigenleistungen	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00
<b>Gesamtleistung</b>	<b>186,34</b>	<b>264,01</b>	<b>266,40</b>	<b>341,02</b>	<b>421,26</b>
sonst. Erträge	1,21	1,00	1,40	1,60	1,40
Materialaufwand	-143,95	-212,81	-201,40	-257,47	-318,05
Personalaufwand	-15,18	-17,51	-22,38	-27,20	-33,70
Abschreibungen	-1,80	-1,72	-2,30	-2,86	-3,20
sonst. Aufwendungen	-12,45	-15,20	-19,18	-23,59	-28,22
<b>EBIT</b>	<b>14,17</b>	<b>17,77</b>	<b>22,54</b>	<b>31,50</b>	<b>39,48</b>
Finanzaufwendungen	-2,50	-2,82	-3,20	-3,80	-4,85
sonstige Finanzerträge	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>11,69</b>	<b>14,96</b>	<b>19,34</b>	<b>27,70</b>	<b>34,63</b>
Steuern	-3,53	-4,97	-5,80	-8,31	-10,39
<b>EAT</b>	<b>8,16</b>	<b>9,98</b>	<b>13,54</b>	<b>19,39</b>	<b>24,24</b>
Minderheiten	-0,03	-0,03	-0,50	-0,75	0,90
<b>EAT nach Minderheiten</b>	<b>8,13</b>	<b>9,95</b>	<b>13,04</b>	<b>18,64</b>	<b>25,14</b>
EBITDA	15,97	19,49	24,84	34,36	42,68
in % der Umsatzerlöse	9,4%	9,3%	9,3%	10,1%	10,1%
EBIT	14,17	17,77	22,54	31,50	39,48
in % der Umsatzerlöse	8,3%	8,4%	8,5%	9,2%	9,4%
Ergebnis je Aktie in €	2,38	2,49	3,26	4,66	6,29
Dividende je Aktie in €	0,63	0,90	1,10	1,40	2,20

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

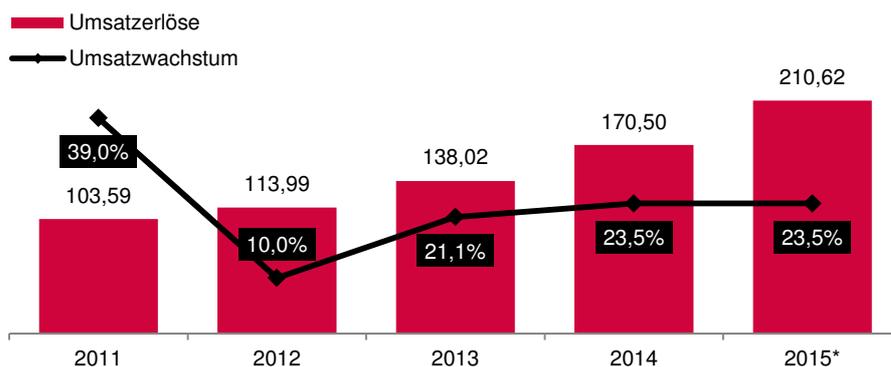
## Geschäftsentwicklung 2015

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015*
Umsatzerlöse	138,02	170,50	210,62
EBITDA	11,79	15,97	19,49
EBITDA-Marge	8,5%	9,4%	9,3%
EBIT	10,29	14,17	17,77
EBIT-Marge	7,5%	8,3%	8,4%
Jahresüberschuss	5,61	8,13	9,95
EPS in €	1,81	2,38	2,49

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

Erwartungsgemäß hat die HELMA auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 neue Rekordwerte beim Umsatz- und Ergebnis erreicht. Gemäß vorläufigen Zahlen erhöhten sich die Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahr um 23,5 % auf 210,62 Mio. € (VJ: 170,50 Mio. €) und damit konnte die bereits in den Vorjahren erreichte hohe Wachstumsdynamik, allerdings ausgehend von einer höheren Basis, fortgesetzt werden. In einem fünfjährigen Zeitraum (GJ 2011 – 2015) ist es der Gesellschaft damit insgesamt gelungen, das Umsatzniveau zu verdoppeln.

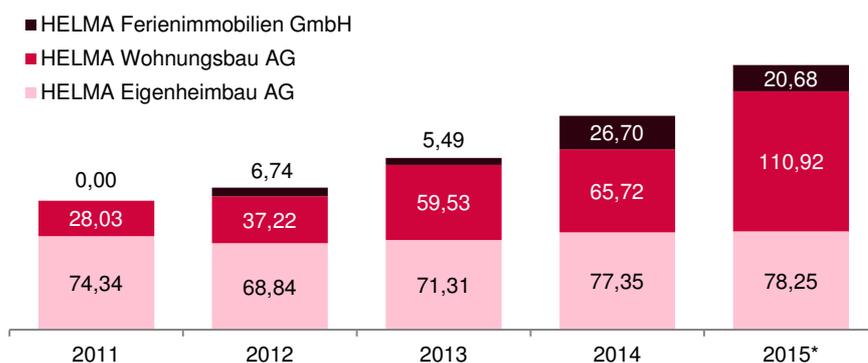
### Umsatzerlöse (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



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

Für die Fortsetzung des hohen Wachstumstempos war im abgelaufenen Geschäftsjahr insbesondere auch der margenstarke Bauträgerbereich verantwortlich. Innerhalb dessen verzeichnete die Tochtergesellschaft HELMA Wohnungsbau AG eine außerordentliche Ausweitung der Umsätze auf 110,92 Mio. € (VJ: 65,72 Mio. €) und avancierte damit, mit einem Umsatzanteil von 52,7 % (VJ: 38,5 %), zur nunmehr wichtigsten Tochtergesellschaft innerhalb des HELMA-Konzerns.

### Umsatzerlöse der wichtigsten HELMA-Töchter (in Mio. €)

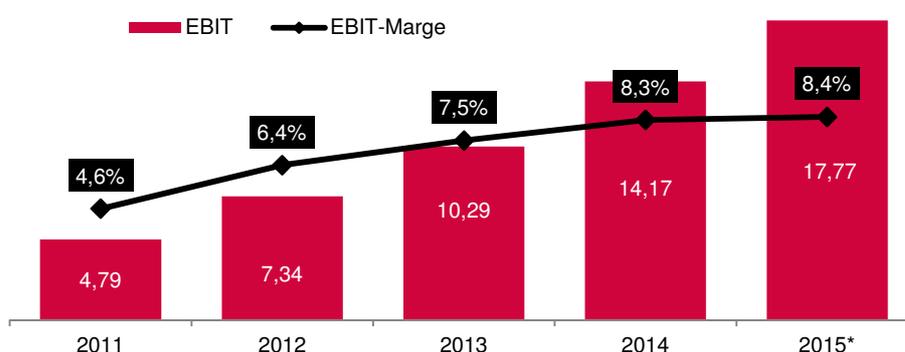


Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; \*gemäß vorläufigen Zahlen

Der deutliche Umsatzanstieg der HELMA Wohnungsbau AG wird von einer soliden Entwicklung der Baudienstleistungsumsätze (HELMA Eigenheimbau AG) begleitet. An dieser Stelle gehen wir davon aus, dass auch ein Teil der Umsätze aus dem Segment der Baudienstleistungen im Bauträgerbereich erfasst ist. Der Umsatzrückgang bei der HELMA Ferienimmobilien GmbH auf 20,68 Mio. € (VJ: 26,70 Mio. €) stellt in unseren Augen eine Normalisierung der Umsatzentwicklung dar, nach einem außerordentlich starken Geschäftsjahr 2014. Darüber hinaus spielt hier auch die fehlende Möglichkeit der PoC-Umsatzrealisierung eine wichtige Rolle, wonach der Baufortschritt bei größeren Projekten nicht mit einem entsprechenden Umsatzausweis einhergeht. Dieser erfolgt erst bei Objektübergabe.

Ergebnisseitig wird die zunehmende Bedeutung des margenstarken Bauträgergeschäftes in einem grundsätzlich überproportionalen EBIT-Anstieg und einer daraus resultierenden Verbesserung der EBIT-Marge sichtbar. Dies gilt auch für das abgelaufene Geschäftsjahr, wenngleich der EBIT-Anstieg in Höhe von +25,5 % auf 17,77 Mio. € (VJ: 14,17 Mio. €) niedriger als erwartet ausgefallen ist. Dabei verhinderten Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit der Aufdeckung veruntreuender Fehlbuchungen eine noch deutlichere Verbesserung des operativen Ergebnisses. Mit Fehlen der Einmalaufwendungen sollten sich künftig die zunehmende Bedeutung des margenstarken Bauträgersegmentes einerseits sowie die Realisierung von Skaleneffekten andererseits in einer weiteren Verbesserung der EBIT-Marge niederschlagen.

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



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

Begleitet wird der EBIT-Anstieg von einer vergleichsweise soliden Entwicklung der Finanzaufwendungen, welche vornehmlich mit den Vorlaufinvestitionen im Bauträgersegment im Zusammenhang stehen. Neben Bankkrediten und Schuldscheindarlehen umfasst der Finanzierungsmix der HELMA eine Unternehmensanleihe mit einem emittierten Volumen in Höhe von 35,0 Mio. €. Bei Finanzaufwendungen in Höhe von 2,82 Mio. € ergibt sich im Durchschnitt ein niedriger Finanzierungszins in Höhe von etwa 2,7 %.

In Mio. €	GBC-Prognosen 2015	Abweichung	GJ 2015*
Umsatzerlöse	213,12	-1,2%	210,62
EBIT	17,73	+0,2%	17,77

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

Gemäß vorläufigen Zahlen gibt es wie bereits in der Vergangenheit sowohl beim Umsatz, als auch beim Ergebnis, nur geringe Abweichungen zu unseren Prognosen.

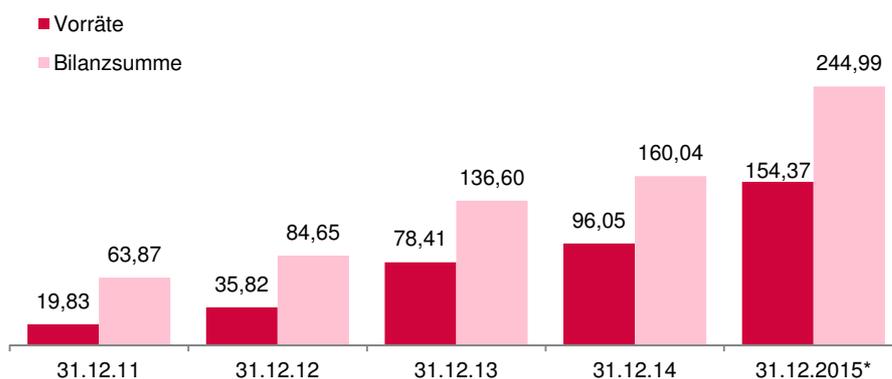
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015*
Eigenkapital	27,86	40,83	69,78
Eigenkapitalquote	20,4%	25,5%	28,5%
Vorräte	78,41	96,05	154,37
Working Capital	41,05	107,04	156,72
Nettofinanzverschuldung	71,23	84,13	105,07
Liquide Mittel	6,82	6,92	12,49

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

Als Grundlage für die Ausweitung des Bauträgergeschäftes dienen die Grundstücksankäufe in den Speckregionen deutscher Großstädte sowie in den Ferienregionen Deutschlands. Dabei beschränkt sich zwar der Vorfinanzierungsbedarf lediglich auf den Bauträgerbereich und hier nur auf den Ankauf von Grundstücken, im Zuge der deutlichen Ausweitung dieses Segments sind die Vorräte jedoch deutlich angestiegen. Gemäß vorläufigen Zahlen kletterten diese zum 31.12.15 weiter auf 154,37 Mio. € und damit gegenüber dem Vorjahresstichtag um 58,32 Mio. € (31.12.14: 96,05 Mio. €). Folglich führte dies auch zu einer liquiditätswirksamen deutlichen Ausweitung des Working Capitals auf 156,72 Mio. € (VJ: 107,04 Mio. €).

### Vorräte und Bilanzsumme (in Mio. €)



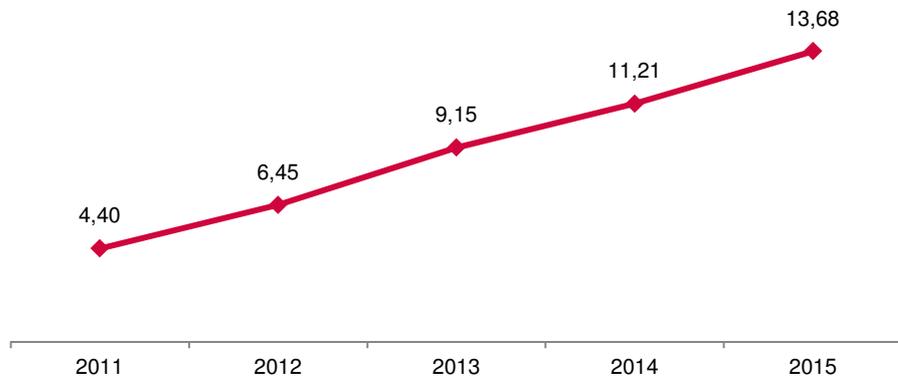
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; \*gemäß vorläufigen Zahlen

Für die hier dargestellte Vorfinanzierung des Bauträgersegments wird im überwiegenden Maße Fremdkapital (Bankkredite; Schuldscheindarlehen; Unternehmensanleihe) eingesetzt. Zum Bilanzstichtag 31.12.2015 belaufen sich die Finanzverbindlichkeiten auf insgesamt 117,84 Mio. € (31.12.14: 91,43 Mio. €) und sind damit analog zur Vorratsausweitung angestiegen. Die Eigenkapitalkomponente innerhalb des Finanzierungsmixes konnte sowohl infolge der positiven Nachsteuerentwicklung, als auch durch zwei erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhungen, weiter auf 69,78 Mio. € (31.12.14: 40,83 Mio. €) und die entsprechende EK-Quote auf 28,5 % (31.12.14: 25,5 %) ausgebaut werden.

Besonders erwähnenswert ist die Entwicklung des operativen Cashflows, welcher bei der HELMA grundsätzlich eine negative Größenordnung einnimmt. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr lag dieser mit -36,23 Mio. € (VJ: -14,26 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahreswert. Dies ist den Grundstücksankäufen geschuldet, die gemäß Rechnungslegungsvorgaben aufgrund der Veräußerungsabsicht dem kurzfristigen Bereich (Bilanzposition Vorräte) zuzuordnen sind und daher innerhalb des operativen Cashflows erfasst werden. Je mehr Bauträgerprojekte vorzeitig über den Erwerb von Grundstücken gesichert werden, desto negativer fällt der operative Cashflow aus. Um ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild zu vermitteln, publiziert die HELMA um die Vorrats-

veränderungen bereinigte Cash Earnings. Hier wurde in 2015 die positive Tendenz der Vorjahre fortgesetzt, mit einem Anstieg auf 13,68 Mio. € (VJ: 11,21 Mio. €).

**Cash Earnings (in Mio. €)**



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

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die HELMA deckt die gesamte Wertschöpfungskette beim Bau von Wohn- und Ferienimmobilien ab.</li> <li>• Es besteht kein Klumpenrisiko, da sich die hohe Anzahl der Wohneinheiten auf viele Kunden verteilt.</li> <li>• Die Gesellschaft hat gegenüber den Subunternehmen eine gute Verhandlungsposition.</li> <li>• Hoher Bekanntheitsgrad erleichtert den Vertrieb.</li> <li>• Der HELMA ist es immer wieder gelungen, attraktive Grundstücke in den Speckgürtel deutscher Großstädte zu akquirieren.</li> <li>• Über beide Geschäftsbereiche hinweg bestehen nur geringe Vorfinanzierungsbedürfnisse.</li> <li>• Die HELMA verfügt über einen umfangreichen Track Rekord in den adressierten Geschäftssegmenten.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Das HELMA-Marktumfeld ist stark fragmentiert und von lokalen Anbietern dominiert. Damit herrscht ein intensiver regionaler Wettbewerb vor.</li> <li>• Die Bautätigkeit weist eine Abhängigkeit zu den Witterungsbedingungen auf. Ungünstige Witterungsbedingungen können Umsatzverschiebungen nach sich ziehen.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Marktumfeld ist insbesondere in den für die HELMA relevanten Regionen von hohen Aufholpotenzialen gekennzeichnet.</li> <li>• Bei einem höheren Umsatzniveau sollten verstärkt Skaleneffekte zum Tragen kommen.</li> <li>• Mit den Großprojekten im Wohn- und Ferienimmobilienbereich sind bereits jetzt hohe Umsatzbeiträge gesichert.</li> <li>• Mit der frühzeitigen Positionierung auf den Zukunftsmarkt der Energiesparhäuser dürfte die HELMA einen Wettbewerbsvorteil erlangt haben.</li> <li>• Die sukzessive Verbesserung der Finanzierungsbedingungen ermöglicht eine nachhaltige Ergebnisverbesserung.</li> <li>• Mit dem Geschäftsfeld Wohnimmobilien für Investoren wird mit bestehendem Know-How eine neue Kundengruppe erschlossen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mit dem Eintritt in das Bauträgersgeschäft für institutionelle Investoren könnte das Klumpenrisiko zunehmen.</li> <li>• Der Erwerb weiterer attraktiver Grundstücke ist wichtig für die Entwicklung des Bauträgersgeschäftes. Das Fehlen solcher könnte die Wachstumsdynamik verlangsamen.</li> <li>• Die Immobilienbranche profitiert von günstigen Finanzierungsbedingungen. Eine Zinserhöhung dürfte eine geringere Immobiliennachfrage nach sich ziehen.</li> <li>• Preissteigerungen könnten unter Umständen nicht zeitnah an die Käufer weitergegeben werden.</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2015*	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	210,62	266,40	341,02	421,26
EBITDA	19,49	24,84	34,36	42,68
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>9,3%</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,1%</i>
EBIT	17,77	22,54	31,50	39,48
<i>EBIT-Marge</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,2%</i>	<i>9,4%</i>
Jahresüberschuss	9,95	13,04	18,64	25,14
EPS in €	2,49	3,26	4,66	6,29

Quelle: GBC AG; \*gemäß vorläufigen Zahlen

### Prognosegrundlage

Die hohe Wachstumsdynamik der HELMA ist eine Folge der deutlichen Umsatzausweitung in den beiden Segmenten Baudienstleistungen und Bauträgergeschäft, wobei sich der Bauträgerbereich in den vergangenen Geschäftsjahren als besonders wachstumsstark erwiesen hat. Die Grundlage für das beeindruckende Wachstum im Bauträgergeschäft sind die zum Teil langfristig gesicherten Projekte in attraktiven Lagen in den Speckgürteln deutscher Großstädte. Das Projektgeschäft hat einerseits die Planbarkeit der HELMA-Umsätze deutlich erhöht sowie andererseits zu einem Anstieg der Umsatzniveaus, da im Bauträgersegment auch Großprojekte umgesetzt werden können, geführt.

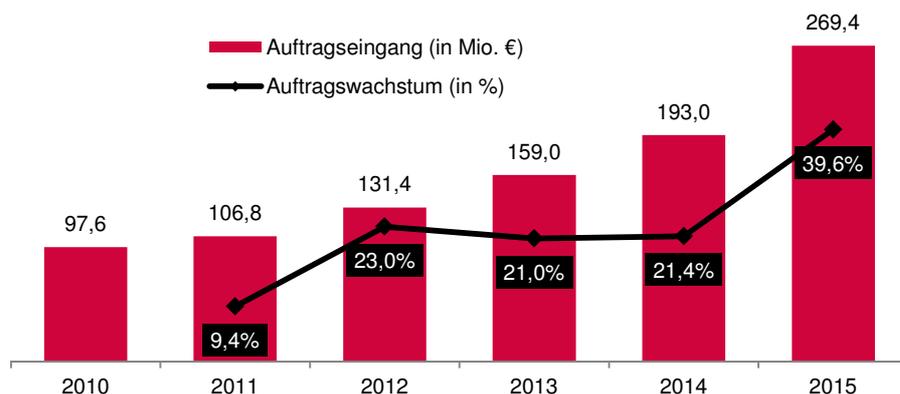
Als Referenzprojekt für den Bauträgerbereich kann das auf einem 13.500 qm großen Grundstück geplante Projekt in Berlin-Karlshorst (Wohnen im Park) genannt werden. Als derzeit größtes Bauvorhaben der HELMA umfasst dieses Projekt insgesamt 95 Eigentumswohnungen, von denen einige bereits verkauft wurden. Die Gesamtzahl der innerhalb des HELMA-Bauträgergeschäftes zu verkaufenden und zu errichtenden Wohneinheiten beläuft sich aktuell auf 448. Gemäß aktualisierter Prognoseplanung hinweg rechnet die Gesellschaft innerhalb des Wohnimmobilienbauträgergeschäftes mit jährlichen Umsatzerlösen in Höhe von 250,00 Mio. € (ab Geschäftsjahr 2018). Hier sind auch die geplanten Umsätze des vergleichsweise jungen Segments Wohnimmobilien für institutionelle Investoren enthalten, dessen Umsatzpotenziale vor dem Hintergrund der geplanten Realisierung von jährlich drei Projekten auf 40,00 Mio. € p.a. beziffert wird.

Das margenstarke Bauträgersegment erstreckt sich auch auf den Bereich der Ferienimmobilien, innerhalb dessen in den vergangenen Geschäftsjahren eine besonders hohe Wachstumsdynamik erreicht wurde. Mit den beiden Großprojekten „Ostseeresort Port Olpenitz“ (1.100 Ferienimmobilien) und „Hafendorf Zerpenschleuse“ (220 Ferienhäuser) sollte die bisher positive Entwicklung auch in den kommenden Geschäftsjahren in diesem Segment fortgesetzt werden. Weitere, im Vergleich hierzu kleinere Projekte, wie etwa der Bernsteinpark Breege oder das Dünenresort Binz komplettieren diesen Bauträgerbereich. Die jährlichen Umsatzpotenziale bei den Ferienimmobilien werden von der HELMA auf ca. 50,00 Mio. € beziffert (ab Geschäftsjahr 2018).

Neben dem margenstarken Bauträgergeschäft sollte die HELMA auch im originären Segment Baudienstleistungen wachsen. So sollte die Gesellschaft in der Lage sein, vom aktuell ohnehin günstigen Marktumfeld überproportional zu profitieren und damit insgesamt die Marktposition weiter zu verbessern. Die Steigerung des Bekanntheitsgrades in Verbindung mit einer überregionalen Präsenz ermöglicht in diesem Zusammenhang einen flächendeckenden Vertrieb. Darüber hinaus hat sich die Gesellschaft mit der bereits frühzeitig umgesetzten Konzentration auf der energieeffizienten Bauweise einen Vorsprung in diesem Bereich erarbeitet.

Der Auftragseingang als Referenzgröße für den Vertriebs Erfolg sowie als aussagekräftige Planungsgrundlage für die Umsatzentwicklung konnte vor diesem Hintergrund erneut deutlich ausgebaut werden. Zum 31.12.2015 hat die HELMA mit einem Plus gegenüber dem Vorjahr in Höhe von 39,6 % einen neuen Rekordwert beim Auftragseingang in Höhe von 269,4 Mio. € erreicht. Hier leisteten sowohl der Bereich Baudienstleistungen (+35,9 %), als auch das Bauträgergeschäft (+42,3 %) jeweils wichtige Wachstumsimpulse:

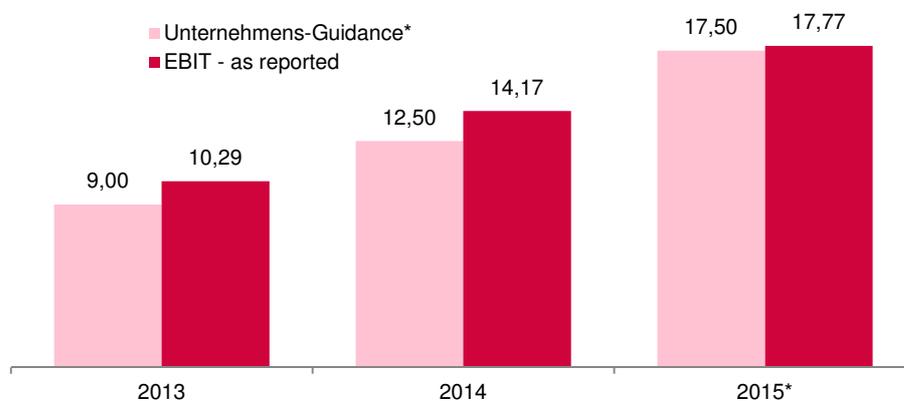
#### Auftragseingang (in Mio. €) und Auftragswachstum (in %)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat die HELMA die Umsatz-Guidance für das laufende und kommende Geschäftsjahr mit 260 Mio. € (GJ 2016e) respektive 340 Mio. € (2017e) bestätigt. Darüber hinaus wird für das Geschäftsjahr 2018, welches in unserem DCF-Modell die Basis für die langfristige Stetigkeitsphase darstellt, ein Umsatzniveau von 420 Mio. € in Aussicht gestellt. Nachdem für 2016 mit einer stabilen EBIT-Marge gerechnet und damit das erwartete Konzern-EBIT in Höhe von 22,00 Mio. € bestätigt wird, hat die HELMA die mittelfristige Ergebnisplanung leicht angehoben und erwartet nunmehr eine EBIT-Marge in einer Bandbreite von 8,0 – 11,0 % (bisherige mittelfristige Planung: 7,0 – 10,0 %). Dabei gilt es festzuhalten, dass sowohl die Umsätze, als auch Ergebnisprognosen der HELMA in der Vergangenheit eine sehr hohe Aussagekraft hatten. Während bei den Umsätzen zuletzt nahezu eine Punktladung erreicht wurde, konnten die Ergebniserwartungen leicht übertroffen werden:

#### EBIT-Guidance und EBIT-as reported (in Mio. €)

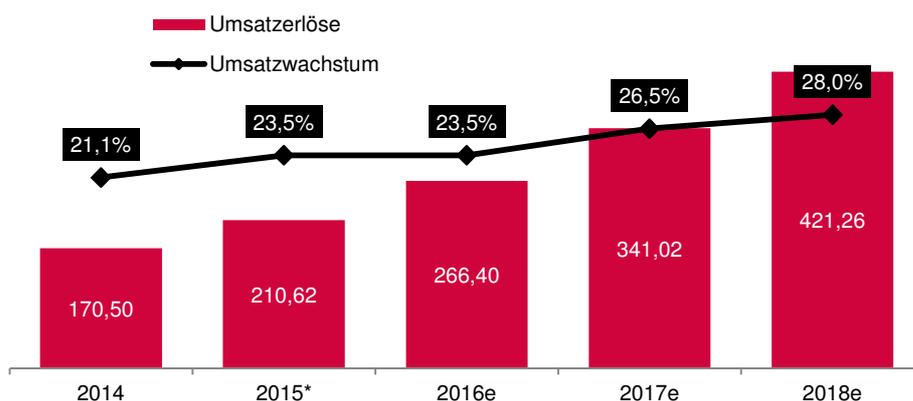


Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; \*gemäß vorläufigen Zahlen

## Umsatzprognosen

Analog zur Unternehmensguidance lassen wir zunächst unsere Umsatzprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2016 mit 266,40 Mio. € unverändert. Auch für die kommenden beiden Geschäftsjahre berücksichtigen wir die bereits gute Planungsgrundlage für den Bauträgerbereich und gehen einhergehend zur mittelfristigen Umsatzerwartung der Gesellschaft von Umsätzen in Höhe von 341,02 Mio. € (2017e) sowie 421,26 Mio. € (2018e) aus. Damit sollte die HELMA das hohe Wachstumstempo, auch ausgehend von einer höheren Umsatzbasis, aufrechterhalten:

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

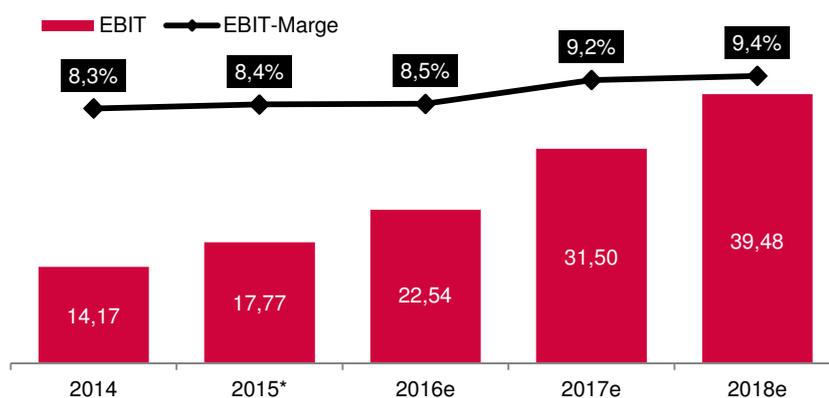


Quelle: GBC AG; gemäß vorläufigen Zahlen

## Ergebnisprognosen

Vor dem Hintergrund des erwarteten überproportionalen Wachstums des margenstarken Bauträgersegments gehen wir von einer steigenden EBIT-Marge aus. Darüber hinaus dürfte die Gesellschaft in der Lage sein, vor dem Hintergrund einer erwarteten höheren Umsatzbasis, von Skaleneffekten zu profitieren.

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



Quelle: GBC AG; gemäß vorläufigen Zahlen

Zugleich dürfte die HELMA die Finanzierungsbedingungen tendenziell verbessern. Beim für den Erwerb von Grundstücken notwendigen Ausbau des Fremdkapitals rechnen wir mit der Neuaufnahme von Bankkrediten oder Schuldscheindarlehen, welche zu günstigeren Konditionen erfolgen dürfte als bei der börsennotierten Unternehmensanleihe. Dies sollte zu einer Reduktion des durchschnittlichen Zinssatzes und damit der Finanzierungsaufwandsquote führen.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die HELMA Eigenheimbau AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016, 2017 und 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2023 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 10,1 % 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 1,50 %.**

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 10,0 % (bisher: 10,2 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60 % (bisher: 75 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,9 % (bisher: 8,9 %).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,9 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 60,80 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 46,80 € nach oben hin angepasst. Die Kurszielanpassung ist vornehmlich eine Folge der höheren Prognosebasis als Grundlage für die Stetigkeitsphase des DCF-Modells, als auch der reduzierten gewichteten Kapitalkosten (WACC). Die WACC-Reduktion ergibt sich aus der Annahme eines Bedeutungszuwachses beim stärker fremdfinanzierten Bauträgergeschäft, wodurch sich die Gewichtung der höheren Eigenkapitalkosten reduziert.

## 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	10,1%	ewige EBITA - Marge	9,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,9%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	55,5%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	266,40	341,02	421,26	442,32	464,44	487,66	512,04	537,65	
US Veränderung	26,5%	28,0%	23,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	15,67	19,49	15,60	15,60	15,60	15,60	15,60	15,60	
EBITDA	24,84	34,36	42,68	44,81	47,05	49,40	51,87	54,46	
EBITDA-Marge	9,3%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	
EBITA	22,54	31,50	39,48	41,61	43,69	45,87	48,17	50,57	
EBITA-Marge	8,5%	9,2%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Steuern auf EBITA	-6,76	-9,45	-11,85	-12,48	-13,11	-13,76	-14,45	-15,17	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	15,78	22,05	27,64	29,13	30,58	32,11	33,72	35,40	
Kapitalrendite	9,1%	11,8%	12,1%	11,4%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,0%
Working Capital (WC)	170,00	210,00	227,48	245,49	257,76	270,65	284,18	298,39	
WC zu Umsatz	63,8%	61,6%	54,0%	55,5%	55,5%	55,5%	55,5%	55,5%	
Investitionen in WC	-13,28	-40,00	-17,48	-18,01	-12,27	-12,89	-13,53	-14,21	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	17,00	17,50	27,00	28,35	29,77	31,26	32,82	34,46	
AFA auf OAV	-2,30	-2,86	-3,20	-3,20	-3,36	-3,53	-3,70	-3,89	
AFA zu OAV	13,5%	16,3%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	
Investitionen in OAV	-2,44	-3,36	-12,70	-4,55	-4,78	-5,02	-5,27	-5,53	
Investiertes Kapital	187,00	227,50	254,48	273,84	287,53	301,91	317,00	332,85	
EBITDA	24,84	34,36	42,68	44,81	47,05	49,40	51,87	54,46	
Steuern auf EBITA	-6,76	-9,45	-11,85	-12,48	-13,11	-13,76	-14,45	-15,17	
Investitionen gesamt	-15,72	-43,36	-30,18	-22,56	-17,05	-17,90	-18,80	-19,74	
Investitionen in OAV	-2,44	-3,36	-12,70	-4,55	-4,78	-5,02	-5,27	-5,53	
Investitionen in WC	-13,28	-40,00	-17,48	-18,01	-12,27	-12,89	-13,53	-14,21	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,36	-18,45	0,66	9,77	16,89	17,73	18,62	19,55	535,82

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	352,83	399,30
Barwert expliziter FCFs	39,01	60,55
Barwert des Continuing Value	313,83	338,75
Nettoschulden (Net debt)	109,50	136,15
Wert des Eigenkapitals	243,33	263,15
Fremde Gewinnanteile	-0,13	-0,14
Wert des Aktienkapitals	243,20	263,01
Ausstehende Aktien in Mio.	4,00	4,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>60,80</b>	65,75

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>7,9%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,3%	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%
10,5%	69,36	62,16	55,87	50,33	45,41
10,7%	72,28	64,84	58,33	52,61	47,53
11,0%	75,19	67,51	<b>60,80</b>	54,89	49,64
11,2%	78,11	70,19	63,27	57,17	51,76
11,5%	81,03	72,87	65,73	59,45	53,87

## 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 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 §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 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

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

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,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 Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

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

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: [klebl@gbc-ag.de](mailto:klebl@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.

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:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

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



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)