

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

Kaufen

Kursziel: 57,70
(bisher: 53,00 €)

aktueller Kurs: 36,90
30.08.18; XETRA; 09:20 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578
WKN: A0EQ57
Börsenkürzel: H5E
Aktienanzahl³: 4,000
Marketcap³: 147,60
EnterpriseValue³: 297,16
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 60,4 %

Transparenzlevel:
Scale
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
M.M. Warburg

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 30.08.18 (09:40 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 30.08.18 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

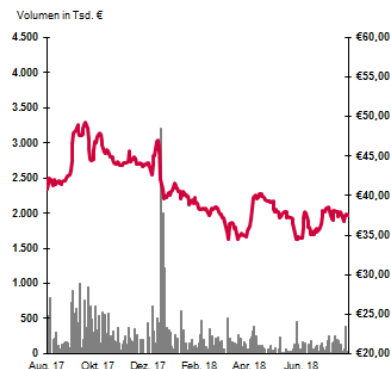
Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgergeschäft

Mitarbeiter: 327 Stand: 30.06.2018

Gründung: 1980

Firmensitz: Lehrte

Vorstand: Gerrit Janssen, Max Bode, André Müller



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	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	267,42	262,07	288,28	317,10
EBITDA	22,53	25,08	28,60	32,02
EBIT	20,23	22,88	26,20	29,62
Jahresüberschuss	12,99	14,54	16,32	18,92

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	3,25	3,63	4,08	4,73
Dividende je Aktie	1,40	1,21	1,34	1,57

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,11	1,13	1,03	0,94
EV/EBITDA	13,19	11,85	10,39	9,28
EV/EBIT	14,69	12,99	11,34	10,03
KGV	11,36	10,15	9,04	7,80
KBV	1,66			

Finanztermine

04.09.2018: Roadshow London
26.09.2018: Konferenz München
26 - 28.11.2018: EK-Forum Frankfurt

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
17.05.2018: RS / 53,00 / KAUFEN
20.03.2018: RS / 53,00 / KAUFEN
24.01.2018: RS / 53,00 / KAUFEN
01.09.2017: RS / 58,00 / KAUFEN

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

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

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2018

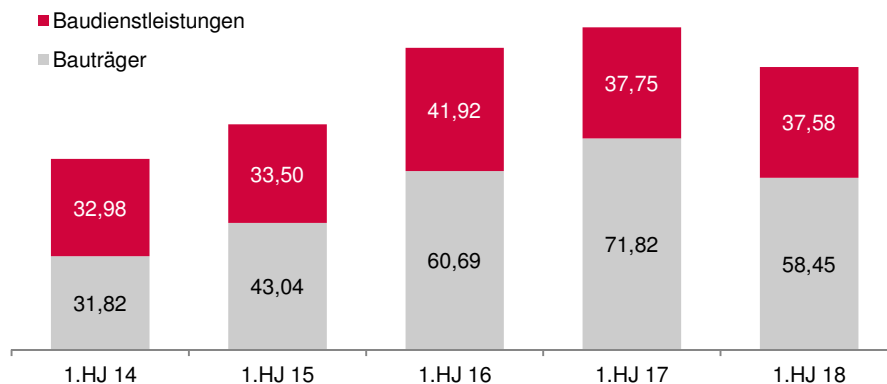
in Mio. €	1.HJ 2015	1.HJ 2016	1.HJ 2017	1.HJ 2018
Umsatzerlöse	77,00	103,01	110,67	96,60
EBITDA	5,78	7,17	7,00	8,32
EBITDA-Marge	7,5%	7,0%	6,3%	8,6%
EBIT	4,91	6,32	6,06	7,37
EBIT-Marge	6,4%	6,1%	5,5%	7,6%
Periodenergebnis	2,18	3,61	4,01	4,90

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2018

Die HELMA Eigenheimbau AG (HELMA) hat mit Vorlage der Halbjahreszahlen eine rückläufige Entwicklung der Umsatzerlöse präsentiert, die mit -12,7 % auf 96,60 Mio. € (VJ: 110,67 Mio. €) auf dem ersten Blick vergleichsweise hoch ausgefallen ist. Zwar lagen die Umsätze damit unterhalb unserer Erwartungen, wir stufen dies jedoch nicht allzu kritisch ein. Das derzeit vorherrschende Marktumfeld ist insbesondere bei den General- und Subunternehmern im Geschosswohnungsbau von einer sehr hohen Nachfrage und damit von Kapazitätsengpässen geprägt. Würde die HELMA in diesem Marktumfeld die Bautätigkeit im Bauträgerbereich forcieren, könnten zwar höhere Umsatzvolumina erreicht werden, dies ginge jedoch zulasten der Ergebnismargen. Dies gilt insbesondere für den Geschosswohnungsbau.

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



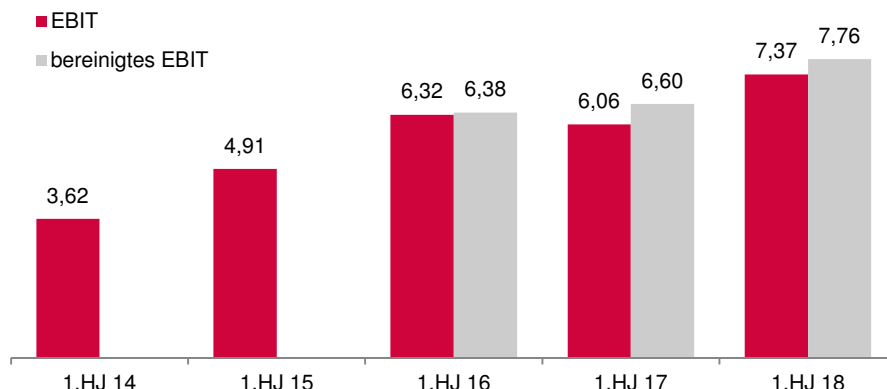
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Die rückläufigen Umsätze im Geschosswohnungsbau hatten eine Reduktion der Umsätze im Bauträgersegment um -13,37 Mio. € nach sich gezogen. Innerhalb des Bauträgersegments verliefen dabei die Umsätze mit Einfamilienhäusern plangemäß sowie darüber hinaus legten die Umsätze mit Ferienimmobilien um 9,18 Mio. € auf 24,49 Mio. € (VJ: 15,31 Mio. €) deutlich zu. Hier verfügt die Gesellschaft beispielsweise mit dem OstseeResort Port Olpenitz über das derzeit größte Tourismusprojekt in Deutschland. Nach wie vor verfügt die Gesellschaft im Bauträgerbereich über eine Vielzahl an attraktiven Grundstücken in stark nachgefragten Ballungsregionen, die die Grundlage sowie eine gute Planbarkeit der künftigen Umsätze im Bauträgerbereich bieten (siehe Prognosen auf Seite 5).

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2018

Zwar haben die dargestellten Marktvorgaben zu einer Verschiebung von Umsätzen geführt, die HELMA ist jedoch in der Lage, mit ihren Bauträgerprojekten eine zunehmende Margensteigerung zu erzielen. Die im ersten Halbjahr erreichte EBIT-Marge von 7,6 % (VJ: 5,5 %) stellt dabei, auf Basis der ersten sechs Monate, einen neuen Rekordwert dar. Gleiches gilt für die absolute EBIT-Zahl in Höhe von 7,37 Mio. € (VJ: 6,06 Mio. €), die ebenfalls einen historischen Bestwert markierte. Die stärkere Margenfokussierung bei den Bauträgerprojekten wird hier besonders gut sichtbar. Dies hatte in erster Linie eine positive Auswirkung auf den Rohertrag, welcher mit 28,01 Mio. € (VJ: 25,34 Mio. €) und einer Rohertragsmarge von 29,0 % (VJ: 22,9 %) deutlich über dem Vorjahreswert lag. Unterhalb des Rohertrages weist die Gesellschaft beim Personalaufwand oder bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen eine vergleichsweise konstante Kostenentwicklung auf, was zum entsprechenden EBIT-Anstieg geführt hatte. Seit dem Halbjahresbericht 2017 weist die HELMA zusätzlich ein um den Abgang aktivierter Zinsen bereinigtes EBIT aus:

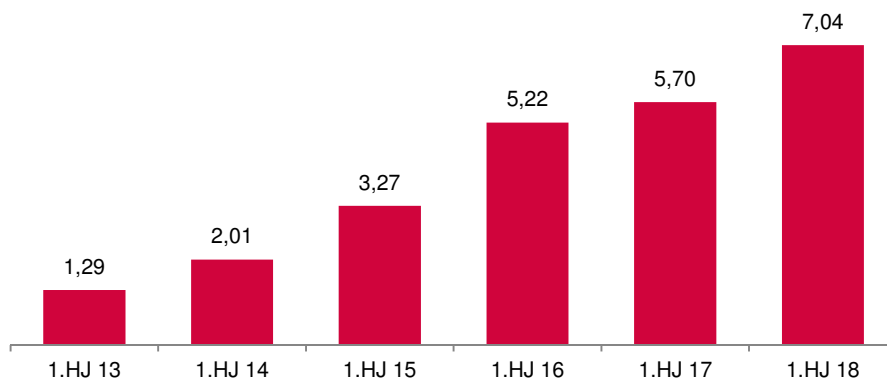
EBIT und bereinigtes EBIT (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Dass die Gesellschaft ein stärkeres Augenmerk auf die Ergebnisentwicklung legt, wird seit dem Beginn des laufenden Geschäftsjahres 2018 ersichtlich. Zum Jahresbeginn hatte die Gesellschaft die Unternehmens-Guidance erstmalig ausschließlich auf EBT-Ebene ausformuliert und es werden damit keine Umsatzprognosen mehr an den Markt kommuniziert. Dass die Kommunikation auf EBT-Basis umgestellt wurde ist insofern plausibel, da sich in dieser Kennzahl, neben der operativen Entwicklung, auch die Optimierung der Finanzierung wiederfindet.

EBT (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Über die vergangenen Geschäftsjahre wurden dabei die Finanzierungskonditionen sukzessive verbessert, was einen signifikanten Rückgang des Zinsaufwands nach sich gezogen hat. Folglich verbesserte sich das EBT im Vergleich zum EBIT überproportional. Das zum Halbjahr 2018 erreichte EBT in Höhe von 7,04 Mio. € bildet dabei eine gute Basis für die Erreichung der im Rahmen der Unternehmens-Guidance in Aussicht gestellten EBT-Bandbreite von 21,0 – 22,5 Mio. €.

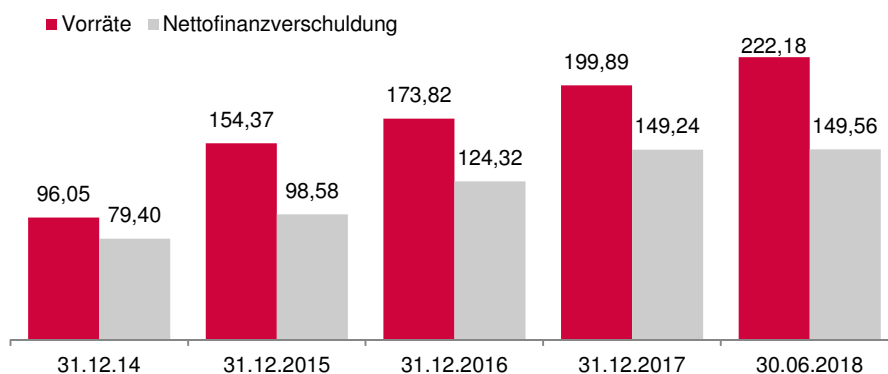
Vermögenslage zum 30.06.2018

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	30.06.2018
Eigenkapital	80,24	88,83	93,72
<i>Eigenkapitalquote</i>	28,8%	28,0%	30,1%
Vorräte	173,82	199,89	222,18
Nettofinanzverschuldung	135,65	149,24	149,56
Liquide Mittel	11,33	16,66	11,86
Cash Earnings	17,08	17,97	3,12
Cashflow (operativ)	-20,78	-13,34	3,67
Cashflow (Investition)	-1,86	-3,30	-1,78
Cashflow (Finanzierung)	21,48	21,97	-6,68

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Die Bilanzrelationen der HELMA sind in erster Linie von den kurzfristigen Vermögenswerten, hier vornehmlich von den Vorräten in Höhe von 222,18 Mio. €, geprägt. Die Vorräte enthalten dabei hauptsächlich die von der Gesellschaft erworbenen Grundstücke für das Bauträgersegment und stellen damit die Grundlage für das künftige Wachstum in diesem Geschäftssegment dar. Da die Vorräte „at cost“ erfasst sind, dürften hier stille Reserven in einem signifikanten Umfang vorhanden sein. Alleine die Erlangung von Baurechten aber auch die tendenziellen Preissteigerungen in den Ballungsregionen sollten für entsprechende Marktwertsteigerungen verantwortlich sein.

Vorräte und Finanzverschuldung (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Der Grundstückserwerb, als größte Vorfinanzierungsposition für HELMA, wird teilweise über Fremdkapital finanziert. Dementsprechend legte die Finanzverschuldung, analog zum Vorratsanstieg, in den vergangenen Berichtsperioden zu. Dem steht gegenüber eine ergebnisbedingte stetige Verbesserung des Eigenkapitals mit einer entsprechenden Verbesserung der EK-Quote auf einen soliden Wert von 30,1 % (31.12.17: 28,0 %). Wie dargestellt, sind im Eigenkapital keine stillen Reserven enthalten, die zu einem höheren EK-Ausweis führen würden.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 18e (alt)	GJ 19e (alt)	GJ 20e (alt)	GJ 18e (neu)	GJ 19e (neu)	GJ 20e (neu)
Umsatzerlöse	297,00	326,70	343,04	262,07	288,28	317,10
EBIT	24,30	27,46	31,40	22,88	26,20	29,62
EBIT-Marge	8,2%	8,4%	9,2%	8,7%	9,1%	9,3%
EBT	21,20	24,00	27,60	21,08	24,05	27,47
JÜ	14,61	16,29	19,01	14,54	16,32	18,92

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen 2018-2020

Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen hat die HELMA die bisherige Unternehmens-Guidance, wonach für 2018 ein EBT in Höhe von 21,0 – 22,5 Mio. € sowie für 2019 ein EBT in Höhe von 23,5 – 26,0 Mio. € in Aussicht gestellt werden, bestätigt. Auch wir schließen uns der EBT-Schätzung des Unternehmens an und bewegen uns in den konkreten Schätzperioden jeweils innerhalb der erwarteten Bandbreiten. Während unsere Ergebnisschätzungen gegenüber unserer bisherigen Researchstudie (siehe Studie vom 20.03.18) nahezu unverändert geblieben sind, haben wir insbesondere auf Umsatzebene Anpassungen vorgenommen. Ausgehend vom erreichten Halbjahresumsatz in Höhe von 96,60 Mio. € können wir unsere ursprüngliche Umsatzprognose von nahezu 300 Mio. € nicht mehr aufrechterhalten. Auf Gesamtjahresbasis rechnen wir nunmehr mit einer gegenüber dem GJ 2017 um -2,0 % leicht rückläufigen Umsatzentwicklung auf 262,07 Mio. €. Auf dieser Grundlage haben wir unsere Umsatzprognosen der Folgejahre ebenfalls reduziert, gehen jedoch von einer Rückkehr zum Wachstum aus.

Bereits kurzfristig sollte der Bereich Baudienstleistungen wieder deutlich höhere Umsatzbeiträge beisteuern. Neben der Fortsetzung der dynamischen Entwicklung bei Ferienimmobilien und bei Eigentumswohnungen sollte auch der Geschosswohnungsbau zulegen. Insgesamt verfügt die HELMA über erhebliche Umsatzpotenziale aus den gesicherten Grundstücken. Diese belaufen sich gemäß Unternehmensangaben auf insgesamt 1,2 Mrd. € und sollten entsprechend in den kommenden fünf Geschäftsjahren gehoben werden:

	Anzahl Einheiten	Umsatzpotenzial (in Mio. €)
Wohnungsbau (Berlin /Potsdam)	898	409,00
Wohnungsbau (Hamburg/Hannover)	470	182,50
Wohnungsbau (Leipzig)	290	110,00
Wohnungsbau (München)	183	157,50
Ferienimmobilien	1.347	355,40
Gesamt	3.188	1.214,40

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG

Hervorzuheben ist das bereits erreichte deutlich höhere Rentabilitätsniveau, welches sich zum Halbjahr in einem Anstieg der Ergebnismargen niederschlägt. Hiervon ausgehend haben wir zwar eine Anpassung der Umsatzschätzungen vorgenommen, gleichzeitig jedoch die Rentabilitätserwartung nach oben hin angepasst. Durch die höheren Ergebnismargen haben wir folglich kaum Änderungen beim erwarteten EBT vorgenommen und damit bleibt die Ergebnisbasis für unser DCF-Bewertungsmodell unverändert.

Bewertung

Modellannahmen

Die HELMA Eigenheimbau AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018, 2019 und 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2025 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 10,6 % 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 1,25 %.

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,54 (bisher 1,54).

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

Bewertungsergebnis

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 (bisher: 2018) entspricht als Kursziel 57,70 € (bisher: 53,00 €). Die Kurszielanhebung erfolgt als Resultat der neuen Kurszielbasis und ist damit ausschließlich dem so genannten Roll-Over-Effekt geschuldet. Die Ergebnisprognosen sind dabei gegenüber unserer bisherigen Researchstudie nahezu unverändert geblieben.

HELMA Eigenheimbau AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	11,0%	ewige EBITA - Marge	11,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,4%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	77,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
Umsatz (US)	262,07	288,28	317,10	332,96	349,61	367,09	385,44	404,71	
<i>US Veränderung</i>	-2,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	13,79	14,41	15,10	15,10	15,10	15,10	15,10	15,10	
EBITDA	25,08	28,60	32,02	36,63	38,46	40,38	42,40	44,52	
<i>EBITDA-Marge</i>	9,6%	9,9%	10,1%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	22,88	26,20	29,62	34,23	35,94	37,73	39,62	41,60	
<i>EBITA-Marge</i>	8,7%	9,1%	9,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	11,0%
Steuern auf EBITA	-7,07	-8,38	-8,89	-10,27	-10,78	-11,32	-11,89	-12,48	
<i>zu EBITA</i>	30,9%	32,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	15,81	17,82	20,73	23,96	25,16	26,41	27,73	29,12	
Kapitalrendite	6,5%	7,2%	8,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,5%
Working Capital (WC)	228,00	238,00	244,50	256,73	269,56	283,04	297,19	312,05	
<i>WC zu Umsatz</i>	87,0%	82,6%	77,1%	77,1%	77,1%	77,1%	77,1%	77,1%	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,72	-10,00	-6,50	-12,23	-12,84	-13,48	-14,15	-14,86	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	19,00	20,00	21,00	22,05	23,15	24,31	25,53	26,80	
<i>AFA auf OAV</i>	-2,20	-2,40	-2,40	-2,40	-2,52	-2,65	-2,78	-2,92	
<i>AFA zu OAV</i>	11,6%	12,0%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-3,38	-3,40	-3,40	-3,45	-3,62	-3,80	-3,99	-4,19	
Investiertes Kapital	247,00	258,00	265,50	278,78	292,71	307,35	322,72	338,85	
EBITDA	25,08	28,60	32,02	36,63	38,46	40,38	42,40	44,52	
Steuern auf EBITA	-7,07	-8,38	-8,89	-10,27	-10,78	-11,32	-11,89	-12,48	
Investitionen gesamt	-5,10	-13,40	-9,90	-15,68	-16,46	-17,28	-18,15	-19,05	
<i>Investitionen in OAV</i>	-3,38	-3,40	-3,40	-3,45	-3,62	-3,80	-3,99	-4,19	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,72	-10,00	-6,50	-12,23	-12,84	-13,48	-14,15	-14,86	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	12,91	6,82	13,23	10,68	11,22	11,78	12,37	12,98	500,92

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	363,43	383,43
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	59,10	56,64
<i>Barwert des Continuing Value</i>	304,33	326,79
Nettoschulden (Net debt)	151,14	152,48
Wert des Eigenkapitals	212,29	230,96
Fremde Gewinnanteile	-0,13	-0,14
Wert des Aktienkapitals	212,16	230,81
Ausstehende Aktien in Mio.	4,00	4,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	53,04	57,70

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,54
Eigenkapitalkosten	9,7%
<i>Zielgewichtung</i>	65,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
<i>Zielgewichtung</i>	35,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,4%

Kapitalrendite	WACC				
	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%	8,0%
9,0%	66,35	58,31	51,39	45,39	40,13
9,2%	70,13	61,75	54,55	48,29	42,81
9,5%	73,91	65,20	57,70	51,19	45,49
9,7%	77,69	68,64	60,86	54,10	48,18
10,0%	81,48	72,09	64,01	57,00	50,86

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter

Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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