



Researchstudie (Anno)

HELMA Eigenheimbau AG



**Gesicherter Grundstücksbestand mit Umsatzpotenzial von
1,5 Mrd. € bietet hohe Sicherheit und Unabhängigkeit,
hohe stille Reserven vorhanden,
weiteres Ergebniswachstum erwartet**

Kursziel: 68,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

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

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

Kaufen

Kursziel: 68,00
(bisher: 65,00 €)

aktueller Kurs: 36,90
11.03.2020; XETRA; 15:28 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578
WKN: A0EQ57
Börsenkürzel: H5E
Aktienanzahl³: 4,000
Marketcap³: 147,60
EnterpriseValue³: 322,50
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 60,2 %

Transparenzlevel:
Scale
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
M.M. Warburg

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgersgeschäft

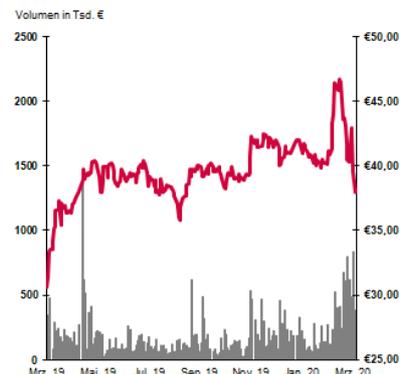
Mitarbeiter: 322 Stand: 31.12.2019

Gründung: 1980

Firmensitz: Lehrte

Vorstand: Gerrit Janssen, Max Bode, André Müller

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



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2019*	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatz	263,24	294,83	318,42	334,34
EBITDA	25,17	29,58	34,40	36,87
EBIT	22,78	27,18	32,00	34,47
Jahresüberschuss	16,14	18,07	20,39	22,99

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	4,04	4,52	5,10	5,75
Dividende je Aktie	1,50	1,60	1,90	2,20

*gemäß vorläufigen Zahlen

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,23	1,09	1,01	0,96
EV/EBITDA	12,81	10,90	9,37	8,75
EV/EBIT	14,16	11,87	10,08	9,36
KGV	9,14	8,17	7,24	6,42
KBV	1,36			

Finanztermine

23.03.2020: Geschäftsbericht 2019
28-29.04.2020: MKK-München
03.07.2020: Hauptversammlung
18.08.2020: Halbjahresbericht 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
10.02.2020: RS / 65,00 / KAUFEN
22.08.2019: RS / 65,00 / KAUFEN
21.03.2019: RS / 60,00 / KAUFEN
30.08.2018: RS / 57,70 / KAUFEN
17.05.2018: RS / 53,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Gemäß Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 hat der HELMA-Konzern eine Rückkehr zum Umsatzwachstum realisiert. Mit einem Plus von 3,9 % kletterten die Umsatzerlöse dabei auf 263,24 Mio. € (VJ: 253,28 Mio. €), vorrangig angetrieben von einem deutlichen Ausbau des Geschäftsbereiches Baudienstleistungen. Hier wurde mit 98,34 Mio. € (VJ: 85,56 Mio. €) nahezu die mittelfristig angepeilte Umsatzmarke von 100,00 Mio. € erreicht. Im Bauträgerbereich, also mit der Errichtung von Objekten auf HELMA-Grundstücken, wurde ein leichtes Umsatzwachstum in Höhe von 1,1 % auf 123,94 Mio. € (VJ: 122,63 Mio. €) erwirtschaftet. Insbesondere hier wird die Fokussierung der Gesellschaft auf margenstarke Projekte ersichtlich, was etwas zulasten der Umsatzdynamik gehen kann.
- Der verstärkte Fokus auf eine möglichst hohe Projektrentabilität wird anhand der umgesetzten Margenverbesserung gut sichtbar. Die bereinigte EBIT-Marge lag mit 8,9 % in etwa im Bereich des Rekordniveaus des Vorjahres (VJ: 9,0 %). Trotz eines noch unterhalb der Geschäftsjahre 2016 und 2017 liegenden Umsatzniveaus, hatte der HELMA-Konzern damit einen neuen Höchstwert beim bereinigten EBIT erreicht. Gegenüber dem Vorjahr verbesserte sich das bereinigte EBIT auf 23,49 Mio. € (VJ: 22,89 Mio. €). Zusätzlich dazu profitiert der HELMA Konzern von einer in den vergangenen Geschäftsjahren umgesetzten Verbesserung bei der Verzinsung der Finanzverbindlichkeiten. Darauf aufbauend erwirtschaftete die Gesellschaft ein EBT in Höhe von 23,59 Mio. € (VJ: 21,15 Mio. €).
- Für das laufende Geschäftsjahr stellt das HELMA-Management eine Steigerung des Konzern-EBT um 10 % auf rund 26,0 Mio. € in Aussicht. Auch in den darauffolgenden Jahren sollte eine Fortsetzung des profitablen Wachstumskurses erfolgen. Die Umsetzung des kurz- bis langfristigen Geschäftswachstums basiert in erster Linie auf den bereits getätigten Grundstückskäufen für das Bauträgersegment, was in unseren Augen ein sehr starkes Asset ist. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der aktuell von einem hohen Nachfrageüberhang geprägten Marktumfelds zu sehen. Das in den kommenden fünf bis sieben Geschäftsjahren zu realisierende Umsatzpotenzial auf den erworbenen Grundstücken beläuft sich auf insgesamt 1,58 Mrd. €, womit jährlich Umsatzerlöse von 225 – 316 Mio. € realisiert werden könnten. Hinzuzurechnen ist hier noch der Umsatzbeitrag aus dem Bereich der Baudienstleistungen in Höhe von jährlich 100 Mio. €.
- Der Bauträgerbereich geht dabei mit vergleichsweise hohen Ergebnismargen einher, da auf den Grundstücken zum Teil hohe stille Reserven vorliegen. Diese stehen einerseits mit der Entwicklung zur Baureife sowie andererseits mit dem allgemeinen Anstieg der Grundstückspreise in Verbindung. Zusammen mit umsatzbedingten Skaleneffekten sollte der HELMA-Konzern die eigene Guidance eines EBT in Höhe von 26,0 Mio. € gut erreichen. Wir rechnen mit einem EBT in Höhe von 26,24 Mio. € (2020e) und im Zuge einer Fortsetzung des Wachstumskurses von 29,60 Mio. € (2021e) sowie 33,37 Mio. € (2022e). Im letzten Geschäftsjahr unserer konkreten Schätzperiode, in 2022, erwarten wir ein Nachsteuerergebnis von 22,99 Mio. €, was derzeit einem sehr günstigen KGV von 6,4 entspricht.
- Auf Basis des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel von 68,00 € (bisher: 65,00 €) je Aktie errechnet. Die leichte Kurszielsteigerung hat als Ursache den erstmaligen Einbezug der Prognosen für das Geschäftsjahr 2022, die eine höhere Grundlage für die Stetigkeitsphase unseres Bewertungsmodells darstellen. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

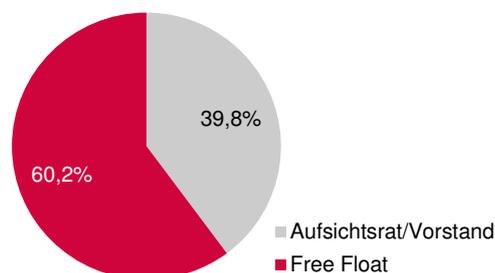
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsbereiche	4
Klassisches Baudienstleistungsgeschäft (seit 1980)	4
Bauträrgeschäft Wohnen (seit 1984)	5
Bauträrgeschäft Ferienimmobilien (seit 2011)	6
Bankenunabhängige Finanzierungsberatung (seit 2010)	6
Markt und Marktumfeld	7
Marktumfeld Wohnungsbau	7
Marktumfeld Ferienimmobilien	8
Unternehmensentwicklung & Prognose	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2019	10
Umsatzentwicklung 2019	10
Ergebnisentwicklung 2019	11
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2019	13
Prognose und Bewertung	14
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

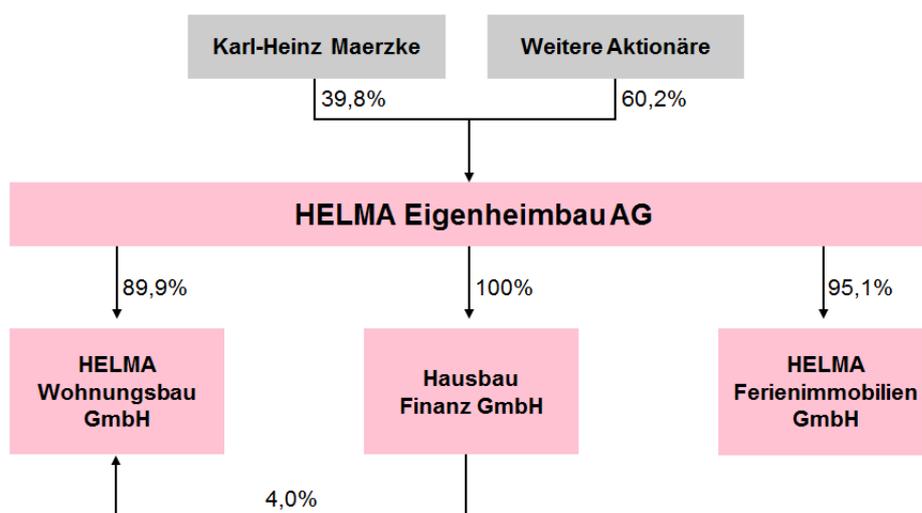
Aktionärsstruktur

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

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

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

Geschäftsbereiche

Klassisches Baudienstleistungsgeschäft (seit 1980)

Als Konzernobergesellschaft des HELMA-Konzerns liegt der Fokus der im Jahr 1980 gegründeten HELMA Eigenheimbau AG (HELMA) auf der Entwicklung, Planung sowie dem Verkauf von schlüsselfertigen oder teilfertigen Ein- und Zweifamilienhäusern, welche ausschließlich in Massivbauweise angeboten werden. Im Zuge eines Full-Service-Ansatzes übernimmt die Gesellschaft darüber hinaus die Bauregie und offeriert 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 Architektenhäusern als besonders konkurrenzfähig einzuordnen. Im weiteren Wertschöpfungsprozess übernimmt die Gesellschaft im Rahmen der Bauregie die Auftragsvergabe an Subunternehmen und die Koordination und Überwachung des kompletten Bauprozesses. Schließlich werden die HELMA-Häuser vor der Übergabe zur Qualitätskontrolle einer DEKRA-Sachverständigenüberprüfung unterzogen.

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

Bauträgergeschäft Wohnen (seit 1984)

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

Im Segment der individuellen Einfamilienhäuser ist die Vorgehensweise nahezu die gleiche wie in der HELMA Eigenheimbau AG, mit der Ausnahme, dass die Errichtung der Einfamilienhäuser auf Grundstücken erfolgt, die zuvor von der HELMA Wohnungsbau GmbH erworben wurden. Ein sehr wichtiges Asset in diesem Bereich sind die bereits gesicherten Grundstücke, die eine hohe Sichtbarkeit der Umsätze der kommenden fünf bis sieben Jahre bietet. Das Umsatzpotenzial im Wohnimmobilienbereich liegt bei insgesamt 1,03 Mrd. €.

	Anzahl Einheiten	Umsatzpotenzial (in Mio. €)
Wohnungsbau (Berlin/Potsdam)	1.020	500,0
Wohnungsbau (Hamburg/Hannover)	560	242,5
Wohnungsbau (Leipzig)	285	110,5
Wohnungsbau (München)	275	178,0
Gesamt	2.140	1.031,0

Die Zielbaugebiete für diese Einfamilienhäuser verfügen über bis zu 250 Bauplätze und befinden sich in den Speckgürteln von Großstädten wie z. B. Berlin, Hamburg, Hannover, Leipzig und München oder innerhalb dieser in verkehrsgünstiger Lage zum Stadtkern. In den Großräumen Berlin, Hamburg, Hannover, Leipzig und München hat die Gesellschaft in den vergangenen Jahrzehnten einen umfangreichen Track-Record aufgebaut und verfügt mit dem Baugebiet in Berlin - Karlshorst, in welchem inzwischen ca. 400 Einheiten errichtet wurden, und einem weiteren Baugebiet in Berlin - Pankow mit 110 Einheiten, über die größten inoffiziellen Musterhausparcs Deutschlands.

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

Bauträgergeschäft Ferienimmobilien (seit 2011)

Ebenfalls im Rahmen des margenstarken Bauträgersegments werden über die Tochtergesellschaft HELMA Ferienimmobilien GmbH die Entwicklung, die Planung sowie der Vertrieb von Ferienhäusern und -wohnungen umgesetzt. Regionale Schwerpunkte sind besonders die infrastrukturell gut entwickelten Standorte an den Nord- und Ostseeküsten Deutschlands sowie an deutschen Seenlagen und Mittelgebirge. Auch hier verfügt die Gesellschaft über einen umfangreichen Bestand an eigenen Grundstücken, womit eine hohe Unabhängigkeit zum aktuellen von einem Nachfrageüberhang geprägten Marktumfeld besteht sowie eine hohe Umsatzplanbarkeit gegeben ist. Das Umsatzpotenzial beläuft sich auf etwas über 550 Mio. €.

In diesem Geschäftsbereich ist besonders das in Schleswig-Holstein angesiedelte Ferienimmobilienprojekt Ostseeresort Olpenitz hervorzuheben. Im Rahmen der geplanten sieben Bauabschnitte sollen auf dem mehr als 150 Hektar großen Areal in den kommenden Jahren etwa 1.250 Ferienimmobilien (Ferienwohnungen; Ferienhäuser) entstehen. Flankierend hierzu entstehen innerhalb des Projektes Hafendorf Zerpenschleuse 200 Ferienhäuser. Weitere Projekte wie das in den Vertrieb gegangene NordseeResort Büsum (113 Ferienimmobilien) sowie die anstehenden Projekte NordseeResort Tossens und GebirgsResort Winterberg komplettieren die umfangreiche Pipeline in diesem Bereich. Erst kürzlich hat die HELMA den Zugang von zwei neuen Ferienimmobilienprojekten bekannt gegeben. Im Rahmen des Projektes NordseeResort Burhave sollen 190 Einheiten sowie im Rahmen eines weiteren Projektes im Naturpark Sauerland-Rothaargebirge am Sorpensee 350 Einheiten entstehen. Beide Projekte weisen ein Gesamtvolumen von 150 Mio. € auf.

Bankenunabhängige Finanzierungsberatung (seit 2010)

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

MARKT UND MARKTUMFELD

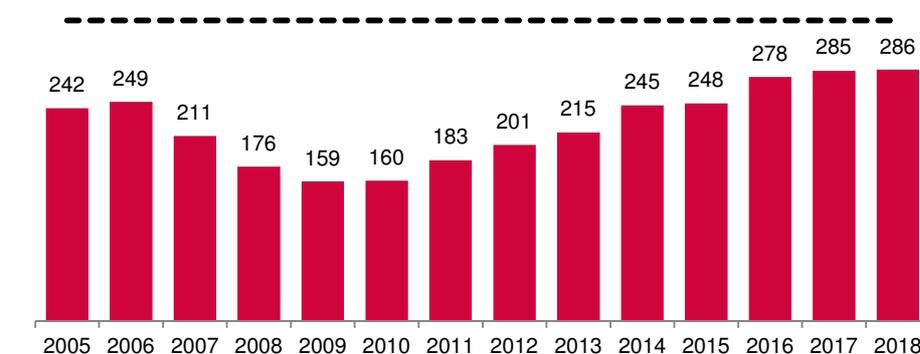
Marktumfeld Wohnungsbau

Gemäß Geschäftsmodell ist die HELMA Eigenheimbau AG im Wohnungsbau sowie im Bereich der Ferienimmobilien tätig und ist damit in jeweils sehr wachstumsstarken Branchen tätig. So ist beispielsweise das Marktumfeld für Wohnimmobilien unverändert von den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen geprägt, was für zusätzliche Impulse für eine ohnehin hohe Nachfrage nach Wohnimmobilien sorgt. Laut Bundesbankstatistiken liegen die Effektivsätze Anfang 2020 bei gerade einmal 1,34 % und damit weiterhin im Bereich des Rekordtiefs. Noch zur Jahrtausendwende mussten für neue Wohnungskredite Zinsen von über 6,0 % bezahlt werden. Dass sich am aktuell niedrigen Zinsniveau absehbar etwas ändert, ist als eher unwahrscheinlich zu erachten. Die EZB hatte Ende des vergangenen Jahres das Programm der Anleihekäufe wieder aufgenommen, was eine Fortsetzung des Niedrigzinsumfelds bedeutet.

Die hohe Nachfrage nach Wohnimmobilien wird zusätzlich durch die derzeit fehlenden Anlagealternativen angetrieben. Ebenfalls als impulsgebend werden die hohen Beschäftigungsrate sowie die grundsätzlich steigenden Einkommenserwartungen angesehen. Für das Bauträgersegment der HELMA Eigenheimbau AG, welches in erster Linie wachstumsstarke Metropolregionen adressiert, liegen zusätzlich dazu nachfrageverschärfende Faktoren vor. Besonders die anhaltende Verstädterung sowie der Trend zum kleineren Haushalt sorgen insbesondere in städtischen Ballungsgebieten für eine überdurchschnittlich starke Nachfrageentwicklung.

Der daraus resultierenden hohen Wohnimmobiliennachfrage liegt eine weiterhin nicht ausreichende Angebotsentwicklung gegenüber. Gemäß aktuellen Daten des statistischen Bundesamtes wurden in 2018 insgesamt 287 Tausend neue Wohnungen gebaut. Demgegenüber steht ein vom Institut der deutschen Wirtschaft errechneter jährlicher Bedarf von 342 Tausend Wohnungen, so dass weiterhin von einem Nachfrageüberhang auszugehen ist. Der etwas stärkere Anstieg der Baugenehmigungen gegenüber den Baufertigstellungen lässt derzeit zudem eine Zunahme des so genannten Bauüberhangs erkennen. Für diese Zunahme werden insbesondere die höhere Abwicklungsdauer sowie die zunehmend begrenzten Baukapazitäten angesehen.

Anzahl fertiggestellter Wohnungen in Deutschland vs. Wohnungsbedarf (in Tsd.)



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

Die Folge der nach wie vor unterhalb des Bedarfs liegenden Neubautätigkeit sind die seit mehreren Jahren rückläufigen bundesweiten Leerstände. Gemäß empirica-Daten lag der marktaktive Leerstand Ende 2018 bei 2,8 %, wobei sich insbesondere in städtischen

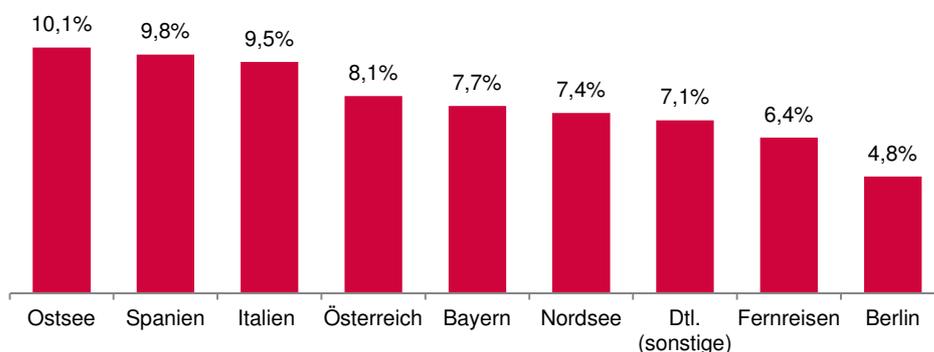
Regionen praktisch keine Leerstände mehr messen lassen. Ende 2006 lag der marktaktive Leerstand noch bei 4,1 %.

Die HELMA Eigenheimbau AG ist vor diesem Hintergrund, mit den umfangreichen gesicherten Grundstücken hervorragend positioniert, um an der künftigen erwarteten hohen Nachfrage nach Wohnimmobilien teilzunehmen. Gleichzeitig hat sich der HELMA-Konzern damit in einem hohen Maße von der aktuell angespannten Lage bei bebauungsfähigen Grundstücken unabhängig gemacht. Auf den bereits getätigten Grundstückskäufen lassen sich Wohnobjekte in einem Wert von 1,03 Mrd. € realisieren.

Marktumfeld Ferienimmobilien

Parallel dazu beläuft sich das Umsatzpotenzial auf den ebenfalls erworbenen Grundstücken des Ferienimmobilienbereichs auf insgesamt 551,5 Mio. €. Die Grundstücke befinden sich dabei in den attraktivsten deutschen Urlaubsregionen Nord-/Ostsee sowie an deutschen Seenlagen und im Mittelgebirge. Die Attraktivität der vom HELMA-Konzern adressierten Standorte wird anhand Statistiken des IfD Allensbach ersichtlich, bei denen die Ostsee, Nordsee und andere Gebiete in Deutschland zu den beliebtesten Reisezielen der Deutschen zählen. Es sind also speziell die Regionen beliebt, in denen die HELMA die höchste Präsenz aufweist. Zumal beim Erwerb von Ferienimmobilien die Lage für 86,9 % der Erwerber das mit Abstand wichtigste Kaufkriterium darstellt (Quelle: Marktstudie private Ferienimmobilien).

Wichtigste Urlaubsziele der Deutschen



Quelle: IfD Allensbach

Besonders der Umstand, wonach Ferienwohnungen in den beliebten deutschen Urlaubsregionen in der Regel begrenzt verfügbar sind, ist hierbei hervorzuheben. Im Rahmen des Marktberichts Ferienimmobilien 2019 von Engel & Völkers wird insbesondere aufgrund des sehr knappen Angebots ein hoher Nachfrageüberhang erkannt, wodurch Ferienimmobilien von starken Preisanstiegen geprägt sind. Gemäß einer Befragung im Rahmen der Marktstudie Private Ferienimmobilien lassen sich dennoch im Rahmen der Vermietung ansehnliche Renditen von durchschnittlich netto 4,2 % erwirtschaften. Angesichts der nach wie vor fehlenden Anlagealternativen sollte auch bei den Ferienimmobilien eine unverändert hohe Nachfrage vorherrschen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	253,28	263,24	294,83	318,42	334,34
Bestandsveränderung	25,76	9,79	18,00	17,50	15,00
Gesamtleistung	279,03	273,03	312,83	357,19	349,34
sonst. Erträge	1,63	2,61	2,50	2,00	2,00
Materialaufwand	-217,10	-207,78	-240,60	-256,95	-265,75
Personalaufwand	-23,85	-24,96	-26,95	-27,07	-28,42
Abschreibungen	-1,99	-2,39	-2,40	-2,40	-2,40
sonst. betriebliche Aufwendungen	-15,94	-17,74	-18,20	-19,50	-20,30
Betriebsergebnis	21,78	22,78	27,18	31,70	34,47
Finanzaufwendungen	-0,69	-0,87	-0,94	-1,02	-1,10
sonstige Finanzerträge	0,00	1,68	0,00	0,00	0,00
EBT	21,15	23,59	26,24	29,60	33,37
Steuern	-6,64	-7,42	-8,13	-9,18	-10,34
Minderheiten	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03
Jahresüberschuss	14,49	16,14	18,07	20,39	22,99
EBITDA	23,78	25,17	29,58	34,40	36,87
in % der Umsatzerlöse	9,4%	9,6%	10,0%	10,8%	11,0%
EBIT	21,78	22,78	27,18	32,00	34,47
in % der Umsatzerlöse	8,6%	8,7%	9,2%	10,1%	10,3%
Ergebnis je Aktie in €	3,62	4,04	4,52	5,10	5,75
Dividende je Aktie in €	1,30	1,50	1,60	1,90	2,20

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

Geschäftsentwicklung 2019

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019*
Umsatzerlöse	267,42	253,28	263,24
EBIT	20,23	21,78	22,78
EBIT-Marge	7,6%	8,6%	8,7%
bereinigtes EBIT	22,14	22,89	23,49
bereinigte EBIT-Marge	8,3%	9,0%	8,9%
EBT	19,13	21,15	23,59
Jahresüberschuss	12,99	14,49	16,14
EPS in €	3,25	3,62	4,04

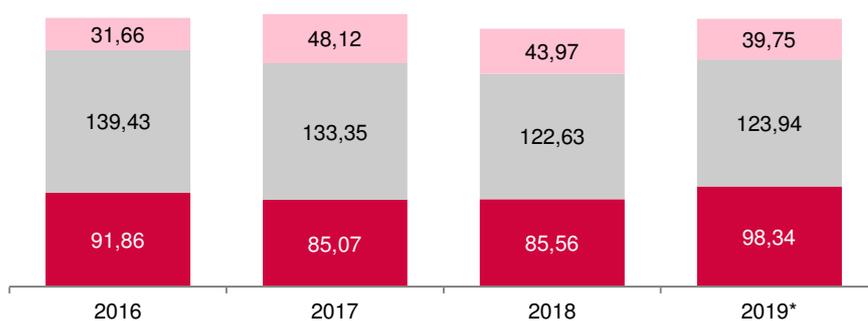
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gem. vorläufigen Zahlen

Umsatzentwicklung 2019

Gemäß vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 ist der HELMA-Konzern mit einem Umsatzplus in Höhe von 3,9 % wieder auf den Wachstumspfad zurückgekehrt. Besonders dynamisch entwickelten sich dabei die Umsätze des Bereiches Baudienstleistungen (HELMA Eigenheimbau AG), die mit einem Anstieg in Höhe von 14,9 % auf 98,34 Mio. € (VJ: 85,56 Mio. €) nahezu die mittelfristig anvisierte Umsatzmarke von 100 Mio. € erreicht haben. Das Umsatzwachstum des Bauträgergeschäftes (HELMA Wohnungsbau GmbH) war mit 1,1 % weniger dynamisch, hier ist allerdings die umgesetzte Fokussierung der Gesellschaft auf besonders margenstarke Projekte ersichtlich, was zum Teil mit einer geringeren Wachstumsgeschwindigkeit einhergehen kann. Im Ferienimmobilienbereich hatte die Gesellschaft zum Halbjahr noch einen starken Umsatzrückgang von -52,7 % ausgewiesen. Erwartungsgemäß wurden jedoch im zweiten Halbjahr 2019 wieder deutlich höhere Umsätze ausgewiesen, so dass auf Gesamtjahresbasis ein Umsatzrückgang von -9,6 % auf 39,75 Mio. € (VJ: 43,97 Mio. €) verblieb.

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)

■ HELMA Ferienimmobilien GmbH ■ HELMA Wohnungsbau AG ■ HELMA Eigenheimbau AG



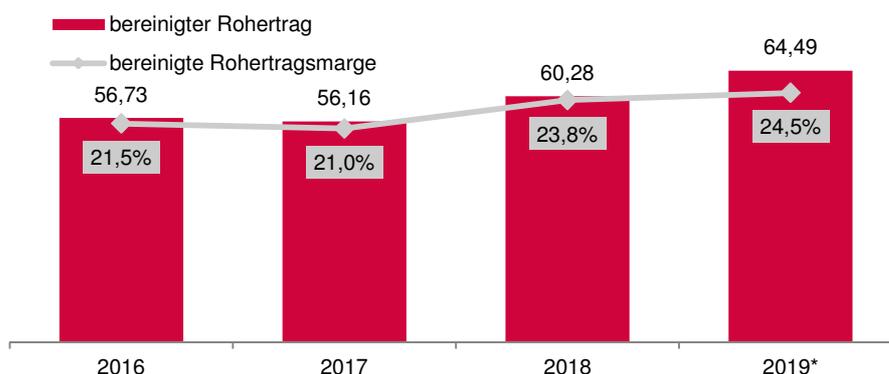
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gem. vorläufigen Zahlen

In unseren bisherigen Prognosen (siehe Researchstudie vom 22.08.2019 und vom 10.02.2020) hatten wir Umsatzerlöse in Höhe von 288,28 Mio. € prognostiziert. Dabei hatten wir eine höhere Umsatzdynamik bei der Tochtergesellschaft HELMA Wohnungsbau GmbH unterstellt. Da die Gesellschaft in diesem Geschäftsbereich Objekte auf bereits gesicherten HELMA-Grundstücken anbietet, ist dies aber nicht als kritisch zu sehen, da diese Projekte in den kommenden Jahren umsatzwirksam werden. Ohnehin hat der HELMA-Konzern in den vergangenen Berichtsperioden die Projektrentabilität in den Fokus gerückt, wo es vor dem Hintergrund der aktuell vorliegenden Engpässe bei General- und Subunternehmen durchaus auch zu einer späteren Umsatzrealisierung kommen kann.

Ergebnisentwicklung 2019

Der verstärkte Fokus auf eine möglichst hohe Projektrentabilität und der damit bedingten Realisierung überdurchschnittlich hoher Margen bei diversen Bauträgerprojekten wird insbesondere anhand einer deutlichen Verbesserung der auf den Umsatz bezogenen Rohertragsmarge ersichtlich. Bereinigt um den Abgang aktivierter Zinsen erzielte der HELMA-Konzern mit einer Rohertragsmarge in Höhe von 24,5 % (VJ: 23,8 %) einen neuen Rekordwert. Besonders gegenüber den Geschäftsjahren 2016 und 2017, als das Rohertragsmargenniveau zwischen 21,0 % und 21,5 % lag, wird die umgesetzte deutliche Verbesserung ersichtlich.

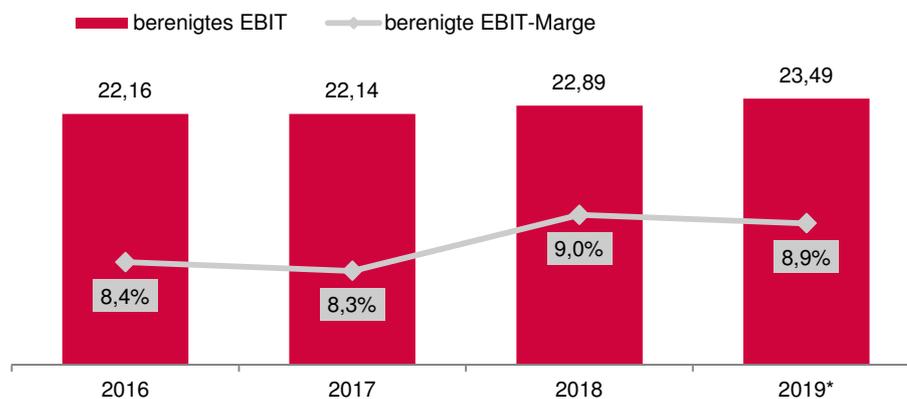
Bereinigter Rohertrag (in Mio. €) und bereinigte Rohertragsmarge (in %)



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

Dass sich die sichtbare Verbesserung auf Ebene des Rohertrages noch nicht vollumfänglich auf das EBIT auswirkt, liegt in erster Linie an einem in den vergangenen Geschäftsjahren erfolgten Anstieg bei den Overheadkosten. Alleine zwischen 2015 und 2019 erhöhte sich die Mitarbeiterzahl von 254 auf 322, was ein notwendiger Schritt für die Realisierung der deutlich umfangreicheren Projekte und damit für das künftige Umsatzwachstum ist. Für die kommenden Geschäftsjahre ist mit einem nur noch unterproportionalen Personalanstieg zu rechnen. Trotz höherer Personalaufwendungen sowie gestiegenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhte sich das bereinigte EBIT auf 23,49 Mio. € (VJ: 22,89 Mio. €). Die bereinigte EBIT-Marge lag mit 8,9 % in etwa im Bereich des Rekordniveaus des Vorjahres (VJ: 9,0 %). Trotz eines noch unterhalb der Geschäftsjahre 2016 und 2017 liegenden Umsatzniveaus, hatte der HELMA-Konzern aber einen neuen Höchstwert beim bereinigten EBIT erreicht:

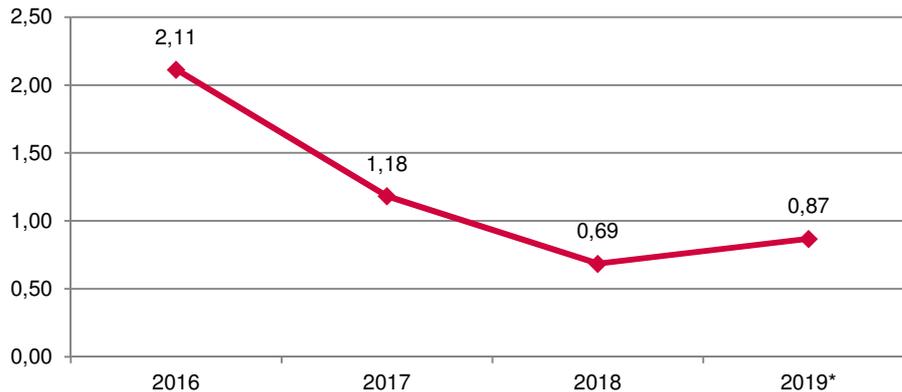
Bereinigtes EBIT und bereinigte EBIT-Marge



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

Der deutlich ausgebauten Grundstücksbestand, als Basis für das künftige Wachstum des Bauträgergeschäftes (Wohnen und Ferienimmobilien), hatte einen erheblichen Anstieg der Finanzverschuldung zur Folge gehabt. Zwischen 2016 und 2019 legte diese von 135,65 Mio. € auf 191,60 Mio. € signifikant zu. Im Gegensatz dazu war aber der HELMA-Konzern in der Lage, die Kreditkonditionen sukzessive zu verbessern, was entgegen der höheren Finanzverschuldung zu einer sichtbaren Reduktion des Finanzaufwandes geführt hatte:

Finanzaufwand (in Mio. €)



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

Die daraus resultierende überproportionale Verbesserung des EBT wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr von einem Sondereffekt aus Umsatzsteuererstattungen verstärkt. Insgesamt hatte dies zu einem sonstigen Finanzergebnis in Höhe von 1,68 Mio. € (VJ: 0,05 Mio. €) geführt und damit verbesserte sich das EBT stark auf 23,59 Mio. € (VJ: 21,15 Mio. €). Das HELMA-Management hatte zuvor eine EBT-Guidance-Bandbreite von 23,5 – 26,0 Mio. € ausgegeben.

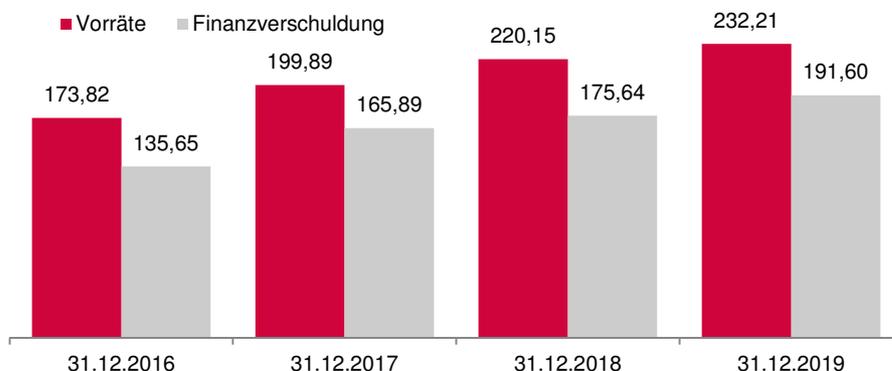
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2019

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019*
Eigenkapital	88,83	97,72	108,59
Eigenkapitalquote	28,0%	28,6%	28,6%
Vorräte	199,89	220,15	232,21
Finanzverschuldung	165,89	175,64	191,60
Liquide Mittel	16,66	16,33	16,70
Cash Earnings	17,97	14,98	18,09
Cashflow (operativ)	-13,34	4,06	-3,50
Cashflow (Investition)	-3,30	-4,45	-2,01
Cashflow (Finanzierung)	21,97	0,06	5,88

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

Der Aufbau des Grundstücksbestandes, als Grundlage für das künftige Wachstum im Bauträgerbereich, findet sich im Vorratsanstieg wieder. Zwar werden auf den erworbenen Grundstücken über die kommenden Geschäftsjahre hinweg Einfamilienhäuser sowie vorgeplante Objekte veräußert und erstellt, aufgrund der Veräußerungsabsicht sind diese jedoch als kurzfristig klassifiziert. Dies hat zur Folge, dass diese „at-cost“ erfasst sind, womit erhebliche stille Reserven vorliegen. Diese resultieren einerseits aus der Entwicklung der Grundstücke bis zur Baureife sowie aus der allgemein aufwärtsgerichteten Preisentwicklung bei Grundstücken. Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg hat der HELMA-Konzern dabei die Fähigkeit unter Beweis gestellt, attraktive Grundstücke zu identifizieren, zu erwerben und zu entwickeln. Sichtbar wird dies am weiteren Vorratsanstieg auf 232,21 Mio. € (31.12.18: 220,15 Mio. €).

Entwicklung der Vorräte und der Finanzverschuldung (in Mio.€)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG;

Zum Teil wird der Vorratsanstieg über Fremdkapital finanziert, wobei sich in den vergangenen Geschäftsjahren das Verhältnis Fremd- zu Eigenkapital nicht verändert hat. Dem Anstieg des Fremdkapitals steht dabei ein Anstieg des Eigenkapitals gegenüber und somit entwickelte sich die EK-Quote mit 28,6 % vergleichsweise konstant. Erstmals wurde in 2019 mit einem Eigenkapital in Höhe von 108,59 Mio. € (31.12.18: 97,72 Mio. €) die EK-Schwelle von 100,00 Mio. € überschritten.

Erwähnenswert ist zudem die erneut positive Entwicklung des operativen Cashflows. Bereinigt um Investitionen für den Erwerb von Grundstücken verbesserte sich dieser auf 18,09 Mio. € (VJ: 14,98 Mio. €) und erreichte damit einen neuen Rekordwert.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

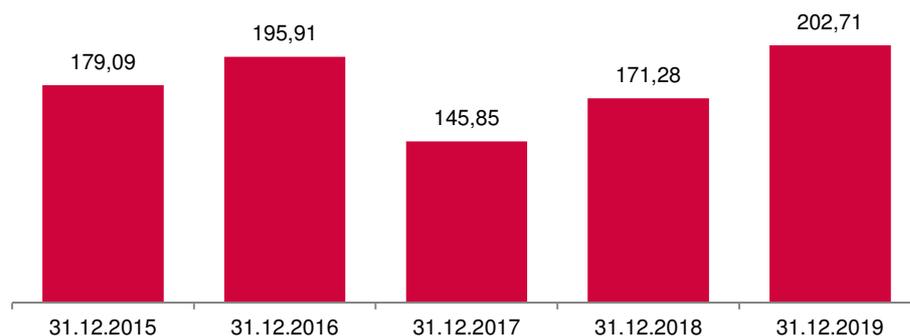
GuV (in Mio. €)	GJ 2019*	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	263,24	294,83	318,42	334,34
EBIT	22,78	27,18	32,00	34,47
EBIT-Marge	8,7%	9,2%	10,1%	10,3%
EBT	23,59	26,24	29,60	33,37
Jahresüberschuss	16,14	18,07	20,39	22,99
EPS in €	4,04	4,52	5,10	5,75

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Mit Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat die HELMA Eigenheimbau AG für das laufende Geschäftsjahr 2020 eine weitere Steigerung des Konzern-EBT um 10 % auf rund 26,00 Mio. € in Aussicht gestellt. Bereinigt um den Sondereffekt aus der in 2019 ausgewiesenen Umsatzsteuererstattung, liegt das erwartete EBT-Wachstum sogar bei 18,7 %. Seit dem vergangenen Geschäftsjahr gibt das HELMA-Management keine Umsatzprognosen mehr heraus, was als eine Konsequenz der umgesetzten Konzentration auf der Steigerung der Rentabilität zu verstehen ist. Unserer Ansicht nach liegt die Grundlage dafür in einem weiteren Anstieg des Bauträgersgeschäftes, welches aufgrund der Grundstücksentwicklung und der daraus resultierenden Hebung von stillen Reserven vergleichsweise margenstark ist. Auf der anderen Seite kann die HELMA Eigenheimbau AG losgelöst von Umsatzvorgaben agieren und damit bewusst die margenstarken Projekte umsetzen.

Zum 31.12.2019 weist die Gesellschaft mit einem Auftragseingang von 296,48 Mio. € (VJ: 278,58 Mio. €) den höchsten Wert der Unternehmensgeschichte auf. Der Auftragsbestand lag per Jahressultimo mit 202,71 Mio. € (31.12.18: 171,28 Mio. €) ebenfalls auf Rekordniveau und bietet unseres Erachtens eine aussagekräftige Basis für die kurzfristig von uns unterstellte positive Umsatzentwicklung.

Auftragsbestand (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Die Basis für die langfristige Geschäftsentwicklung des HELMA Konzerns liegt in erster Linie in den getätigten Grundstückskäufen für das Bauträgersgeschäft. Insgesamt beläuft sich das in einem Zeitraum von fünf bis sieben Jahren zu realisierende Umsatzpotenzial auf 1,58 Mrd. €. Auf ein Jahr heruntergebrochen errechnet sich damit ein gesichertes jährliches Umsatzpotenzial von rund 225 Mio. € bis 316 Mio. €. Parallel hierzu sollten im Bereich der Baudienstleistungen, also die Errichtung von Wohnimmobilien auf den Grundstücken der Erwerber, Umsatzerlöse von jährlich mindestens 100 Mio. € erwirtschaftet werden, eine Größenordnung, die in 2019 mit 98,34 Mio. € bereits nahezu erreicht wurde.

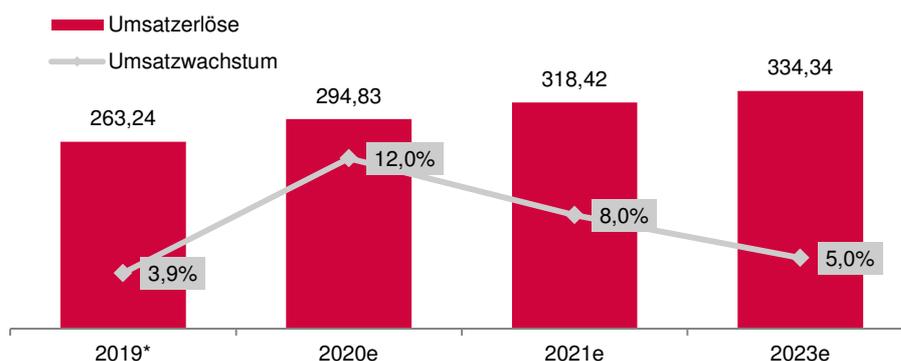
Umsatzpotenzial auf Basis bereits erworbener Grundstücke

	Anzahl Einheiten	Umsatzpotenzial (in Mio. €)
Wohnungsbau (Berlin/Potsdam)	1.020	500,0
Wohnungsbau (Hamburg/Hannover)	560	242,5
Wohnungsbau (Leipzig)	285	110,5
Wohnungsbau (München)	275	178,0
Ferienimmobilien	1.685	551,5
Gesamt	3.825	1.582,5

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 294,83 Mio. €, was unterhalb der dargestellten mittelfristigen Potenziale liegt. Im Zuge der etwas selektiveren Projektumsetzung mit dem Schwerpunkt auf margenstarke Projekte sollte in 2020 die 300 Mio. € - Umsatzmarke noch nicht übertroffen werden. Dies unterstellen wir mit erwarteten Umsatzerlösen in Höhe von 318,42 Mio. € erstmals für das kommende Geschäftsjahr 2021 und rechnen darauffolgend mit Umsätzen in Höhe von 334,34 Mio. €. Mittelfristig sollte der HELMA-Konzern zumindest in der Lage sein, ein Umsatzwachstum von etwa 5,0 % zu erreichen.

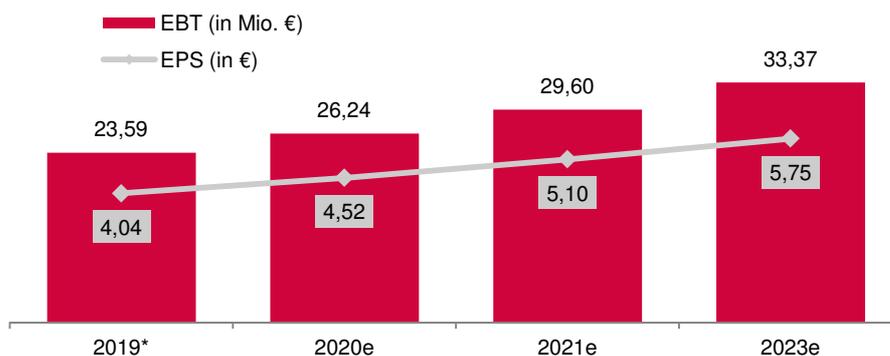
Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



Quelle: GBC AG; *gem. vorläufigen Zahlen

Die erwartete Verbesserung des EBT dürfte, neben der allgemeinen Umsatzsteigerung, insbesondere mit der Umsatzsteigerung im Bauträgerbereich im Zusammenhang stehen. Im Zuge der Realisierung der bereits gesicherten Projekte sollte der HELMA-Konzern in einem zunehmenden Maße von der Hebung stiller Reserven und damit von einer überdurchschnittlichen Ergebnisentwicklung profitieren. Weitere positive Ergebniseffekte sollten sich zudem aus einem nur noch unterproportionalen Overhead-Kostenanstieg ergeben.

EBT-Prognose (in Mio. €) und EPS-Schätzung (in €)



Quelle: GBC AG; *gem. vorläufigen Zahlen

Die von der Gesellschaft erwartete 10%ige Steigerung des EBT auf 26,00 Mio. € dürfte unseres Erachtens sehr gut zu erreichen sein. Diese Ergebnisdynamik sollte sich in den kommenden Geschäftsjahren sowohl auf Basis des Umsatzwachstums als auch auf Grundlage von Rentabilitätsverbesserungen fortsetzen.

Bewertung

Modellannahmen

Die HELMA Eigenheimbau AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 bis 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 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 12,2 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der HELMA Eigenheimbau AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher 1,00 %).**

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.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,49 % (bisher: 9,49 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60 % (bisher: 65 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,89 % (bisher: 7,22 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der errechnete faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2020 entspricht 68,00 € je Aktie (bisher: 65,00 €). Die leichte Kurszielsteigerung hat als Ursache den erstmaligen Einbezug der Prognosen für das Geschäftsjahr 2022, die eine höhere Grundlage für die Stetigkeitsphase unseres Bewertungsmodells darstellen.

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	12,2%	ewige EBITA - Marge	11,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,4%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	93,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	294,83	318,42	334,34	351,06	368,61	387,04	406,39	426,71	
US Veränderung	12,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	10,92	11,37	11,73	11,73	11,73	11,73	11,73	11,73	
EBITDA	29,58	34,40	36,87	42,83	44,97	47,22	49,58	52,06	
EBITDA-Marge	10,0%	10,8%	11,0%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	
EBITA	27,18	32,00	34,47	39,57	41,55	43,63	45,81	48,10	
EBITA-Marge	9,2%	10,1%	10,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,6%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-8,43	-9,92	-10,34	-11,87	-12,46	-13,09	-13,74	-14,43	30,0%
EBI (NOPLAT)	18,75	22,08	24,13	27,70	29,08	30,54	32,07	33,67	
Kapitalrendite	6,4%	7,1%	7,3%	8,0%	8,2%	8,3%	8,5%	8,7%	9,0%
Working Capital (WC)	285,06	302,56	317,56	326,48	335,48	344,48	353,48	362,48	
WC zu Umsatz	96,7%	95,0%	95,0%	93,0%	93,0%	93,0%	93,0%	93,0%	
Investitionen in WC	-18,00	-17,50	-15,00	-8,92	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	27,00	28,00	28,50	29,93	31,42	32,99	34,64	36,37	
AFA auf OAV	-2,40	-2,40	-2,40	-3,26	-3,42	-3,59	-3,77	-3,96	
AFA zu OAV	8,9%	8,6%	8,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	
Investitionen in OAV	-3,00	-3,40	-2,90	-4,68	-4,92	-5,16	-5,42	-5,69	
Investiertes Kapital	312,06	330,56	346,06	356,41	366,90	377,47	388,12	398,86	
EBITDA	29,58	34,40	36,87	42,83	44,97	47,22	49,58	52,06	
Steuern auf EBITA	-8,43	-9,92	-10,34	-11,87	-12,46	-13,09	-13,74	-14,43	
Investitionen gesamt	-21,00	-20,90	-17,90	-13,60	-13,92	-14,16	-14,42	-14,69	
Investitionen in OAV	-3,00	-3,40	-2,90	-4,68	-4,92	-5,16	-5,42	-5,69	
Investitionen in WC	-18,00	-17,50	-15,00	-8,92	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,16	3,58	8,63	17,35	18,59	19,97	21,42	22,94	610,30

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	465,17	493,64
Barwert expliziter FCFs	82,40	84,50
Barwert des Continuing Value	382,77	409,15
Nettoschulden (Net debt)	193,04	196,88
Wert des Eigenkapitals	272,13	296,77
Fremde Gewinnanteile	-0,13	-0,14
Wert des Aktienkapitals	272,00	296,62
Ausstehende Aktien in Mio.	4,00	4,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	68,00	74,16

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	25,0%
WACC	6,9%

Kapitalrendite	WACC				
	6,3%	6,6%	6,9%	7,2%	7,5%
8,5%	80,11	69,17	59,96	52,11	45,34
8,7%	85,05	73,61	63,98	55,77	48,68
9,0%	89,99	78,05	68,00	59,42	52,03
9,2%	94,93	82,49	72,02	63,08	55,38
9,5%	99,87	86,93	76,03	66,74	58,73

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

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

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de