

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

Kaufen

Kursziel: 55,00
(bisher: 68,00 €)

aktueller Kurs: 35,00
20.08.2020; XETRA; 14:12 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578
WKN: A0EQ57
Börsenkürzel: H5E
Aktienanzahl³: 4,000
Marketcap³: 140,00
EnterpriseValue³: 314,90
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

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 21.08.20 (08:32 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 21.08.20 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

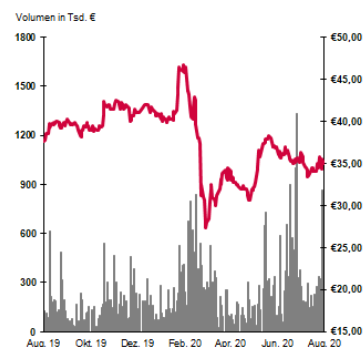
Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgersgeschäft

Mitarbeiter: 337 Stand: 30.06.2020

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	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021	GJ 2022e
Umsatz	263,24	261,93	282,88	311,17
EBITDA	25,17	19,42	23,17	33,67
EBIT	22,78	17,02	20,77	31,27
Jahresüberschuss	16,14	11,06	13,60	20,78

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	4,04	2,77	3,40	5,20
Dividende je Aktie	1,85	1,10	1,35	2,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,20	1,20	1,11	1,01
EV/EBITDA	12,51	16,21	13,59	9,35
EV/EBIT	13,82	18,50	15,16	10,07
KGV	8,67	12,65	10,29	6,74
KBV	1,29			

Finanztermine

22.09.20: German Corporate Conference
16-18.11.20 EK-Forum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
12.03.2020: RS / 68,00 / KAUFEN
10.02.2020: RS / 65,00 / KAUFEN
22.08.2019: RS / 65,00 / KAUFEN
21.03.2019: RS / 60,00 / 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“

Trotz pandemiebedingter Verzögerungen beim Vertrieb solide Umsatz- und Ergebnisentwicklung im 1.HJ 2020 erreicht, niedrigerer Auftragseingang führt zur Prognoseanpassung, Kursziel auf 55,00 € reduziert, KAUFEN-Rating bestätigt

in Mio. €	1.HJ 2017	1.HJ 2018	1.HJ 2019	1.HJ 2020
Umsatzerlöse	110,67	96,60	110,31	114,25
EBIT	6,06	7,37	7,79	6,92
EBIT-Marge	5,5%	7,6%	7,1%	6,1%
bereinigtes EBIT	6,60	7,76	8,47	7,09
bereinigte EBIT-Marge	6,0%	8,0%	7,7%	6,2%
EBT	5,70	7,04	7,48	6,61
Periodenergebnis	4,01	4,90	5,18	4,51

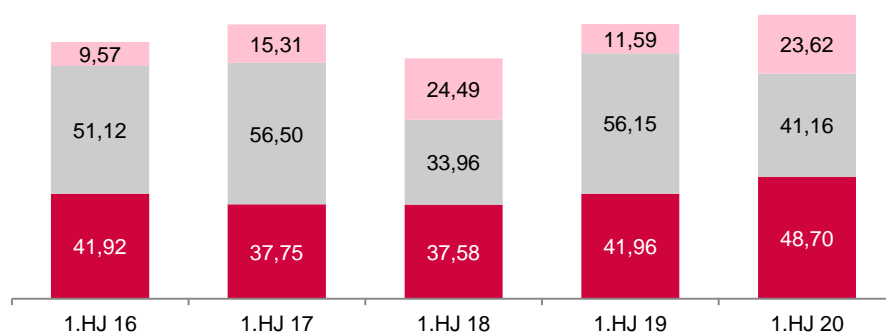
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2020

Das in den ersten sechs Monaten 2020 von der HELMA Eigenheimbau AG (HELMA) erreichte Umsatzwachstum in Höhe von 3,6 % auf 114,25 Mio. € (VJ: 110,31 Mio. €) lag angesichts der Covid-19-Pandemie erwartungsgemäß unterhalb der Erwartungen. Die mit Covid-19 im Zusammenhang stehenden Einschränkungen hatten in erster Linie zu einem spürbaren Rückgang beim Auftragseingang auf 115,5 Mio. € (VJ: 140,6 Mio. €) geführt, was zu niedrigeren Umsatzimpulsen geführt hatte. Aufgrund bestehender Kontaktsperrungen kam es zu Verzögerungen beim Vertrieb, die zudem auf Käuferseite von einer zunehmenden Verunsicherung sowie von einer verschärften Kreditvergabe Seitens der Banken verstärkt wurden. Gemäß Unternehmensangaben gab es bei der Bearbeitung bestehender Projekte allerdings nur geringe Beeinträchtigungen durch Covid-19.

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)

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



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

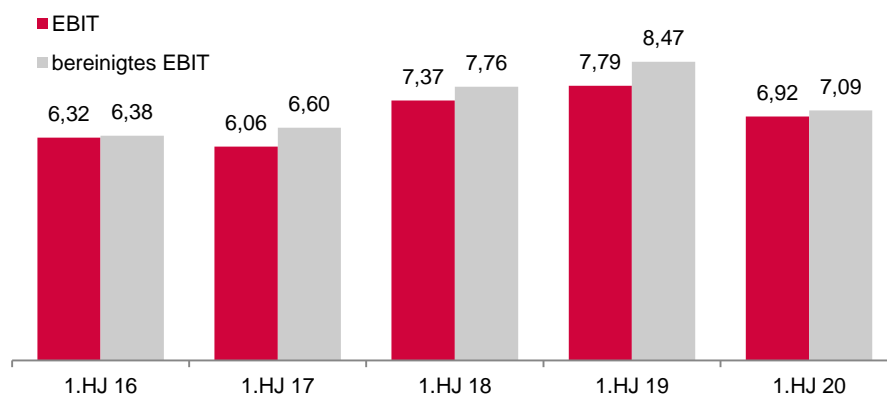
Innerhalb der einzelnen Geschäftssegmente wird die relative Umsatzstärke im Bereich der Baudienstleistungen (HELMA Eigenheimbau AG) sichtbar. In diesem Bereich profitierte die Gesellschaft von einer weiterhin positiven Entwicklung der Nachfrage nach Einfamilienhäusern, wobei auch hier eine restriktivere Kreditvergabe der Banken sichtbar wurde. Von einer soliden Nachfrageentwicklung nach Einfamilienhäusern profitierte auch das in der HELMA Wohnungsbau GmbH angesiedelte Bauträgersegment, welches jedoch von einer etwas geringeren Nachfrage nach Eigentumswohnungen geprägt war. Dementsprechend stand einem Umsatzwachstum von 16,1 % bei der HELMA Eigenheimbau ein Umsatzrückgang von 26,7 % bei der HELMA Wohnungsbau GmbH gegenüber.

Besonders positiv war die Entwicklung im Bereich der Ferienimmobilien, wo das Umsatzniveau auf 23,62 Mio. € (VJ: 11,59 Mio. €) mehr als verdoppelt wurde. Einerseits ist dies als eine Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses des zweiten Halbjahres zu sehen, auf der anderen Seite profitierte die HELMA vom aktuellen positiven Umfeld für Ferienimmobilien. Für zusätzliche Impulse, zu den ohnehin vergleichsweise hohen Renditemöglichkeiten in diesem Bereich, könnte die Corona-Pandemie sorgen. Im aktuellen Umfeld ist dabei von einer erhöhten Nachfrage nach Ferienimmobilien auszugehen.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2020

Trotz des leichten Umsatzwachstums weist die HELMA einen EBIT-Rückgang auf 6,92 Mio. € (VJ: 7,79 Mio. €) auf. In erster Linie ist dies als eine Folge der gestiegenen Bedeutung der Umsätze des Baudienstleistungsgeschäftes im HELMA-Umsatzmix zu verstehen, die in der Regel eine geringere Ergebnismarge als das Bauträgergeschäft aufweisen. Im ersten Halbjahr 2020 kletterte der Anteil der Umsätze im Baudienstleistungsbereich auf 42,6 % (VJ: 38,0 %) und analog dazu verminderten sich die Bauträgerumsätze auf 56,7 % (VJ: 61,4 %). Auch das um den Abgang aktivierter Zinsen bereinigte EBIT lag mit 7,09 Mio. € (VJ: 8,47 Mio. €) unter dem Vorjahreswert.

EBIT und bereinigtes EBIT (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Vom niedrigeren EBIT ausgehend sowie unter Berücksichtigung einer vergleichsweise konstanten Entwicklung des Finanzaufwandes weist HELMA eine Verringerung des EBT auf 6,61 Mio. € (VJ: 7,48 Mio. €) auf. In etwa in gleicher Höhe reduzierte sich auch das Periodenergebnis auf 4,51 Mio. € (VJ: 5,18 Mio. €). An dieser Stelle sei nochmals der vergleichsweise niedrigere Zinsaufwand in Höhe von 0,37 Mio. € (VJ: 0,36 Mio. €) erwähnt, welcher trotz eines deutlichen Anstiegs der Finanzverbindlichkeiten auf 210,20 Mio. € (30.06.2019: 178,08 Mio. €) eine konstante Entwicklung aufweist. Grundsätzlich war die Gesellschaft in den vergangenen Jahren in der Lage, eine deutliche Verbesserung der Finanzierungsbedingungen zu erreichen, wodurch das Zinsergebnis nur noch eine untergeordnete Rolle spielt.

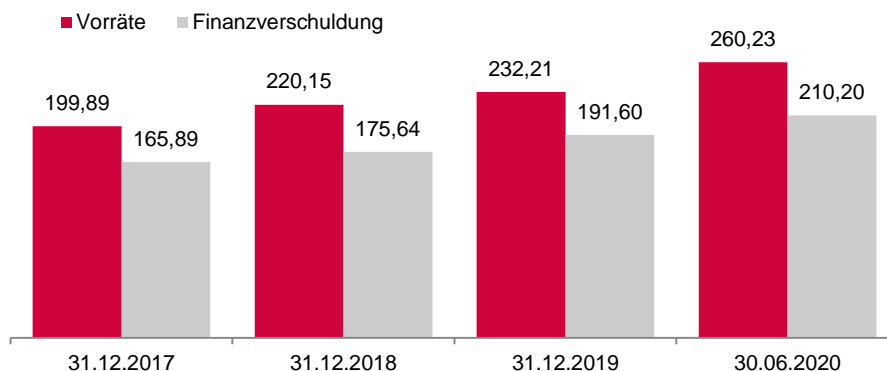
Vermögenslage zum 30.06.2020

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Eigenkapital	97,72	108,59	113,09
Eigenkapitalquote	28,6%	28,6%	28,1%
Vorräte	220,15	232,21	260,23
Finanzverschuldung	175,64	191,60	210,20
Liquide Mittel	16,33	16,70	15,83
Cash Earnings	14,98	18,09	7,82
Cashflow (operativ)	4,06	-3,50	-15,96
Cashflow (Investition)	-4,45	-2,01	-1,10
Cashflow (Finanzierung)	0,06	5,88	16,19

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Der Ausbau der Finanzverschuldung auf 210,20 Mio. € (31.12.19: 191,60 Mio. €) steht bei der HELMA im direkten Zusammenhang mit dem Vorratsanstieg auf 260,23 Mio. € (31.12.19: 232,21 Mio. €) in Verbindung. Hier sind in erster Linie die für das Bauträgergeschäft erworbenen Projektgrundstücke enthalten und bilden somit die Grundlage für das künftige Geschäftswachstum. Auf diesen Grundstücken sollen in den kommenden Jahren Einfamilienhäuser sowie vorgeplante Objekte veräußert und erstellt werden. Im Zuge der Projektentwicklung werden im Zusammenhang mit der Beplanung der Grundstücke und dem Erwirken der Baugenehmigung Wertzuwächse erreicht. Da hier eine Bilanzierung nach dem Niederstwertprinzip erfolgt, liegen demnach stille Reserven vor.

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



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen Covid-19-Pandemie stellen die gesicherten Grundstücke einen guten Sicherheitspuffer dar und liefern eine aussagekräftige Basis für das künftige Wachstum. Auch das Eigenkapital in Höhe von 113,09 Mio. € (31.12.19: 108,59 Mio. €) und die dazugehörige nahezu unveränderte EK-Quote in Höhe von 28,1 % (31.12.19: 28,6 %) sind als solide Größenordnungen zu betrachten.

Der deutliche Vorrats-Anstieg und damit weitere Ausbau des Working Capitals hat naturgemäß eine Reduktion des operativen Cashflows zur Folge. Im ersten Halbjahr 2020 lag dieser mit -15,96 Mio. € (VJ: -2,44 Mio. €) erheblich unter dem Vorjahreswert. Bereinigt um Working Capital-Effekte, womit sich ein aussagekräftigeres Bild zur operativen Cash-Generierung ergibt, hat HELMA einen deutlich positiven Cashflow (Cash Earnings) in Höhe von 7,82 Mio. € (VJ: 3,96 Mio. €) erreicht. Dem fortgesetzten Ausbau des Grundstücksbestands steht die Neuaufnahme von Fremdkapital gegenüber, was einen positiven Finanzierungs-Cashflow in Höhe von 16,19 Mio. € (VJ: 0,03 Mio. €) zur Folge hatte.

Prognose und Bewertung

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 20e (alt)	GJ 20e (neu)	GJ 21e (alt)	GJ 21e (neu)	GJ 22e (alt)	GJ 22e (neu)
Umsatzerlöse	263,24	294,83	261,93	318,42	282,88	334,34	311,17
EBIT	22,78	27,18	17,02	31,70	20,77	34,47	31,27
EBIT-Marge	8,7%	9,2%	6,5%	10,0%	7,3%	10,3%	10,1%
EBT	23,59	26,24	16,08	29,60	19,75	33,37	30,17
Jahresüberschuss	16,14	18,07	11,06	20,39	13,60	22,99	20,78
EPS in €	4,04	4,52	2,78	5,10	3,40	5,75	5,20

Quelle: GBC AG

Die im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie stehenden Einschränkungen haben bei der HELMA zu einer Reduktion der Auftragseingänge um -17,8 % auf 115,49 Mio. € (VJ: 140,59 Mio. €) geführt, womit einerseits die Umsatzerlöse im ersten Halbjahr 2020 niedriger ausgefallen sind sowie andererseits eine niedrigere Basis für die Geschäftsentwicklung des zweiten Halbjahres 2020 vorliegt. Gemäß Unternehmensangaben wurde insbesondere zum Ende des ersten Halbjahres zwar ein spürbarer Nachfrageanstieg verzeichnet, dennoch geht das Management für das laufende Geschäftsjahr von einer deutlichen Ergebnisreduktion aus. Anfang März, also noch vor Beginn der Covid-19-Pandemie, hatte der Vorstand für 2020 eine EBT-Prognose in Höhe von rund 26,00 Mio. ausgegeben. Nun wurde die Prognose an die aktuelle Situation angepasst und es wird ein EBT in einer Bandbreite von 14,00 – 17,00 Mio. € erwartet. Pandemiebedingt erkennt die Gesellschaft weiterhin eine restriktivere Kreditvergabe seitens der Banken sowie derzeit fehlende Wachstumsimpulse bei Eigentumswohnungen. Die wieder höhere Nachfrage nach Einfamilienhäusern sowie die sehr gute Nachfrageentwicklung bei Ferienimmobilien dürften die Covid-19-Auswirkungen in 2020 nicht ausgleichen.

Weiterhin verfügt die HELMA über eine sehr gute Grundlage zur Umsetzung der mittelfristigen Wachstumsstrategie, im Rahmen dessen jährliche Umsatzerlöse von deutlich über 300 Mio. € erwartet werden. Das in den nächsten sieben Jahren zu realisierende Umsatzpotenzial der zum 30.06.2020 gesicherten Grundstücke im Wohn- und Ferienimmobilienbereich summiert sich auf insgesamt 1,65 Mrd. € (31.12.19: 1,49 Mrd. €). Daraus errechnet sich ein jährliches Umsatzpotenzial in Höhe von rund 235 Mio. €. Parallel dazu können im Bereich der Baudienstleistungen mit jährlichen Umsätzen von über 100 Mio. € gerechnet werden.

Analog zur Unternehmens-Guidance haben wir für das laufende Geschäftsjahr unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen reduziert und rechnen mit einem EBT in Höhe von 16,08 Mio. € (bisher: 26,24 Mio. €). Die Basis dafür dürfte eine im Vergleich zu 2019 nur konstante Umsatzentwicklung sein. Die Ergebnisreduktion ergibt sich unter anderem aus einer Verschiebung des Umsatzmix hin zu einem höheren Anteil margenschwächerer Umsätze. Zudem hat die Gesellschaft über den fortgesetzten Personalausbau die Basis für das künftige Unternehmenswachstums gelegt, was jedoch auch einen Anstieg der operativen Kostenbasis zur Folge hat. Auch für die kommenden Geschäftsjahre 2021 und 2022 haben wir, ausgehend von den niedrigeren 2020er Umsatz- und Ergebnisprognosen, eine Reduktion der Prognosen vorgenommen. Erst für 2022 unterstellen wir, dass unsere ursprünglichen Schätzungen für das Jahr 2021 erreicht werden dürften.

Im Rahmen unseres angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir auf Grundlage unserer reduzierten Schätzungen ein neues Kursziel in Höhe von 55,00 € (bisher: 68,00 €) je Aktie ermittelt. Im Zuge der Covid-19-Pandemie und der allgemeinen Marktverwerfungen hat die HELMA-Aktie im März einen deutlichen Kursrückgang hinnehmen müssen. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 35,00 € liegt ein weiterhin hohes Kurspotenzial vor und wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

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 12,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

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: 60 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,89 % (bisher: 6,89 %).

Bewertungsergebnis

Aufgrund der Reduktion unserer Prognose für die Geschäftsjahre 2020 – 2022 und der daraus resultierenden niedrigeren Basis für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells ergibt sich eine Minderung des fairen Wertes auf 55,00 € je Aktie (bisher: 68,00 €).

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	12,0%	ewige EBITA - Marge	11,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,4%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	98,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	261,93	282,88	311,17	326,73	343,06	360,22	378,23	397,14	
US Veränderung	-0,5%	8,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	9,70	10,10	10,92	10,92	10,92	10,92	10,92	10,92	
EBITDA	19,42	23,17	33,67	39,21	41,17	43,23	45,39	47,66	
EBITDA-Marge	7,4%	8,2%	10,8%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
EBITA	17,02	20,77	31,27	36,81	38,65	40,58	42,61	44,74	
EBITA-Marge	6,5%	7,3%	10,0%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-5,28	-6,44	-9,38	-11,04	-11,59	-12,17	-12,78	-13,42	
EBI (NOPLAT)	11,75	14,33	21,89	25,77	27,05	28,41	29,83	31,32	30,0%
Kapitalrendite	4,0%	4,6%	6,8%	7,7%	7,7%	7,8%	8,0%	8,2%	8,2%
Working Capital (WC)	285,00	294,00	306,70	322,04	331,04	340,04	349,04	358,04	
WC zu Umsatz	108,8%	103,9%	98,6%	98,6%	98,6%	98,6%	98,6%	98,6%	
Investitionen in WC	-17,94	-9,00	-12,70	-15,34	-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	-2,40	-2,52	-2,65	-2,78	-2,92	
AFA zu OAV	8,9%	8,6%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	
Investitionen in OAV	-3,00	-3,40	-2,90	-3,83	-4,02	-4,22	-4,43	-4,65	
Investiertes Kapital	312,00	322,00	335,20	351,96	362,46	373,03	383,68	394,41	
EBITDA	19,42	23,17	33,67	39,21	41,17	43,23	45,39	47,66	
Steuern auf EBITA	-5,28	-6,44	-9,38	-11,04	-11,59	-12,17	-12,78	-13,42	
Investitionen gesamt	-20,93	-12,40	-15,60	-19,16	-13,02	-13,22	-13,43	-13,65	
Investitionen in OAV	-3,00	-3,40	-2,90	-3,83	-4,02	-4,22	-4,43	-4,65	
Investitionen in WC	-17,94	-9,00	-12,70	-15,34	-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	-6,79	4,33	8,69	9,01	16,56	17,83	19,18	20,59	524,84

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	399,43	422,63
Barwert expliziter FCFs	70,26	70,77
Barwert des Continuing Value	329,17	351,86
Nettoschulden (Net debt)	201,38	202,47
Wert des Eigenkapitals	198,05	220,15
Fremde Gewinnanteile	-0,13	-0,15
Wert des Aktienkapitals	197,92	220,01
Ausstehende Aktien in Mio.	4,00	4,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	49,48	55,00

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%
7,7%	64,22	54,61	46,51	39,59	33,62
7,9%	69,42	59,29	50,76	43,47	37,18
8,2%	74,61	63,97	55,00	47,34	40,73
8,4%	79,80	68,65	59,25	51,22	44,29
8,7%	84,99	73,33	63,49	55,10	47,85

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,6a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, 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

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de