



## Researchstudie (Anno)

### HELMA Eigenheimbau AG



- 2020er Umsatz- und Ergebnis über Erwartungen -
- bis 2024 Verdoppelung des Vorsteuerergebnisses erwartet -
- deutliche Kurszielanhebung auf Basis erhöhter Prognosen -

**Kursziel: 77,25 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

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

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 <sup>\*5a,6a,7,11</sup>

### Kaufen

**Kursziel: 77,75**  
**(bisher: 64,15 €)**

aktueller Kurs: 53,00  
11.03.2021; XETRA; 9:31 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578  
WKN: A0EQ57  
Börsenkürzel: H5E  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 4,000  
Marketcap<sup>3</sup>: 212,00  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 423,94  
<sup>3</sup> 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 21

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgergeschäft

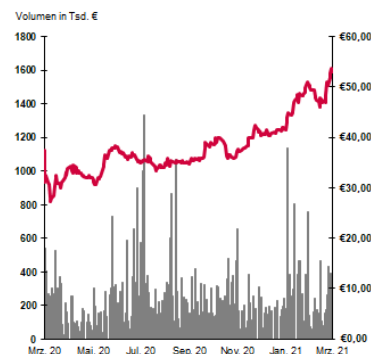
Mitarbeiter: 346 Stand: 31.12.2020

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	31.12.2020*	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	273,99	306,30	340,85	374,94
EBIT	22,17	26,13	32,49	38,49
EBT	22,46	25,10	31,89	37,69
Jahresüberschuss	15,37	17,29	22,35	26,43

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	3,84	4,32	5,59	6,61
Dividende je Aktie	1,50	1,75	2,20	2,60

\*gemäß vorläufigen Zahlen

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,55	1,38	1,24	1,13
EV/EBIT	19,12	16,22	13,05	11,01
KGV	13,80	12,26	9,48	8,02
KBV	1,81			

### Finanztermine

24.03.2021: Geschäftsbericht 2020  
24-25.03.21: Metzler MicroCap Days  
02.07.2021: Hauptversammlung  
12.08.2021: Halbjahresbericht 2021  
26.08.2021: Hamburger Investorentag  
22.24.11.21: EK-Forum

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
21.01.2020: RS / 64,15 / KAUFEN  
14.01.2021: RS / 63,40 / KAUFEN  
21.08.2020: RS / 55,00 / KAUFEN  
12.03.2020: RS / 68,00 / KAUFEN  
10.02.2020: RS / 65,00 / KAUFEN

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Gemäß vorläufigen Zahlen hat die HELMA Eigenheimbau AG in 2020, trotz pandemiebedingter Belastungen des ersten Halbjahres, ein Umsatzwachstum in Höhe von 4,1 % auf 273,99 Mio. € (VJ: 263,24 Mio. €) erreicht. Nach Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2020 hatten wir noch deutlich niedrigere Umsätze in Höhe von 261,93 Mio. € prognostiziert. Die über den Erwartungen liegende Umsatzentwicklung ist einerseits eine Folge der dynamischen Entwicklung im Bereich der Ferienimmobilien. Die höhere Nachfrage nach den HELMA-Ferienimmobilien lässt sich zum Teil mit den pandemiebedingten Einschränkungen erklären. Auf der anderen Seite sind Ferienimmobilienprojekte planmäßig erfolgreich in den Vertrieb gestartet. Neben dem Ferienimmobilienbereich kam es im Segment Baudienstleistungen auch bei Mehrfamilienprojekten zu einer hohen Nachfrage. Lediglich im Wohnimmobilien-Bausträgergeschäft waren im ersten Halbjahr 2020 pandemiebedingte Einschränkungen spürbar.
- Die HELMA hat beim bereinigten EBIT in Höhe von 23,23 Mio. € (VJ: 23,49 Mio. €) und beim EBT in Höhe von 22,46 Mio. € (VJ: 23,59 Mio. €) zwar einen jeweils leichten Rückgang ausgewiesen. Dies ist aber in erster Linie auf den Anstieg der Overhead-Kosten, hier insbesondere im Personalbereich, zurückzuführen. In 2020 wurden neue Mitarbeiter im Projektbereich eingestellt, womit unter anderem die Kapazitäten für das künftige Wachstum erweitert wurden. Das EBT lag, analog zu den Umsatzerlösen, deutlich oberhalb der Unternehmens-Guidance in Höhe von 14,0 Mio. € - 17,0 Mio. €.
- Auch in 2020 war die HELMA in der Lage, neue Grundstücke für die künftigen Projekte im Bausträgerbereich (Wohnungen und Ferienimmobilien) zu erwerben. Der Grundstücksbestand erhöhte sich auf 281,67 Mio. € (31.12.19: 232,21 Mio. €), hier gilt es jedoch zu bedenken, dass aufgrund der Bilanzierung nach dem Niederstwertprinzip hohe stille Reserven enthalten sind. Auf den gesicherten Grundstücksbestand lassen sich in den kommenden sechs Jahren insgesamt 4.000 Einheiten mit einem Gesamtumsatzpotenzial in Höhe von 1,80 Mrd. € errichten. Zusammen mit einem erwarteten jährlichen Umsatzbeitrag der Baudienstleistungen in Höhe von 125 Mio. € ist für die kommenden Geschäftsjahre demnach ein Mindestumsatz von jährlich über 425 Mio. € möglich. Daher ist die vom HELMA-Management veröffentlichte 2024er Guidance, wonach Umsatzerlöse von über 400 Mio. € und ein Anstieg der EBT-Marge auf über 10 % erwartet werden, sehr realistisch.
- Grundsätzlich ist die HELMA unseres Erachtens als ein Gewinner der aktuellen Covid-19-Pandemie zu betrachten. Einerseits liegen derzeit gute Marktbedingungen, wie etwa ein Nachfrageüberhang nach Wohnimmobilien, günstige Finanzierungs- und Förderbedingungen etc., vor. Auf der anderen Seite dürften diese von einem stärkeren Wunsch nach großflächigem Wohnungseigentum oder eines steigenden Platzbedarfs vor dem Hintergrund der höheren HomeOffice-Quote verstärkt werden. Im Ferienimmobilienbereich spielen zusätzlich zur steigenden Nachfrage während der Covid-19-Pandemie langfristige Umweltaspekte (keine Flugreise notwendig etc.) eine wichtige Rolle.
- Für 2021 rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 306,30 Mio. € und einem EBT in Höhe von 25,10 Mio. € und bewegen uns damit im Rahmen der Unternehmens-Guidance. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einem Umsatzwachstum in Höhe von über 10 % und einem sukzessiven Anstieg der EBT-Marge auf über 10 % und liegen auch hier innerhalb der mittelfristigen Planungen der HELMA.

- Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 77,25 € (bisher: 64,15 €) ermittelt. Die deutliche Kurszielerhöhung basiert auf der angehobenen Prognose für das Geschäftsjahr 2022, den erstmaligen Einbezug der 2023er Schätzungen sowie auf eine weitere Reduktion des Diskontierungssatzes. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

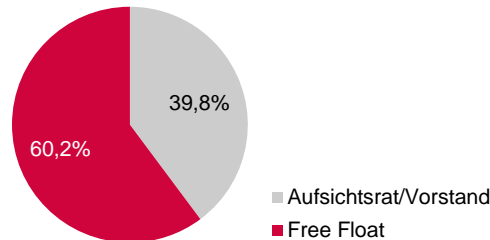
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>5</b>
Aktionärsstruktur .....	5
Konsolidierungskreis .....	5
Geschäftsbereiche .....	5
Klassisches Baudienstleistungsgeschäft (seit 1980) .....	5
Bauträgergeschäft Wohnen (seit 1984) .....	6
Bauträgergeschäft Ferienimmobilien (seit 2011) .....	7
Bankenunabhängige Finanzierungsberatung (seit 2010) .....	7
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>8</b>
Marktumfeld Wohnungsbau .....	8
Marktumfeld Ferienimmobilien .....	9
<b>Unternehmensentwicklung .....</b>	<b>10</b>
Kennzahlen im Überblick .....	10
Geschäftsentwicklung 2019 .....	11
Umsatzentwicklung 2020 .....	11
Ergebnisentwicklung 2020 .....	12
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2020 .....	14
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>15</b>
Umsatz- und Ergebnisprognose .....	15
Bewertung .....	18
Modellannahmen .....	18
Bestimmung der Kapitalkosten .....	18
Bewertungsergebnis .....	18
DCF-Modell .....	19
<b>Anhang .....</b>	<b>20</b>

## UNTERNEHMEN

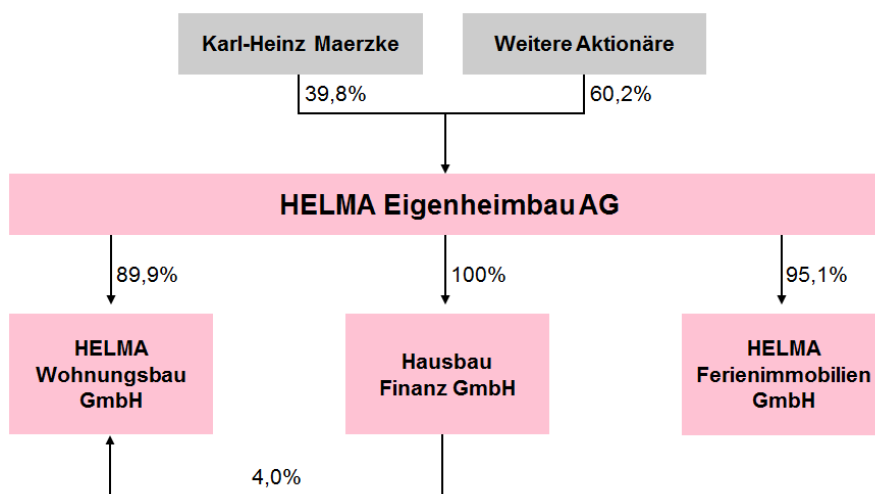
### Aktionärsstruktur

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 über 1,2 Mrd. €.

	Anzahl Einheiten	Umsatzpotenzial (in Mio. €)
Wohnungsbau (Berlin/Potsdam)	1.325	648,5
Wohnungsbau (Hamburg/Hannover)	560	273,8
Wohnungsbau (Leipzig)	330	140,9
Wohnungsbau (München)	240	175,4
<b>Gesamt</b>	<b>2.455</b>	<b>1.238,6</b>

Die Zielbaugelände 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 Baugelände in Berlin - Karlshorst, in welchem inzwischen ca. 400 Einheiten errichtet wurden, und einem weiteren Baugelände 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 Mittelgebirgen. 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 560 Mio. €.

In diesem Geschäftsbereich ist besonders das in Schleswig-Holstein angesiedelte Ferienimmobilienprojekt Ostseeresort Olpenitz hervorzuheben. Im Rahmen der geplanten sechs Bauabschnitte werden auf dem mehr als 150 Hektar großen Areal insgesamt 1.380 Ferienimmobilien (Ferienwohnungen; Ferienhäuser) entstehen. Flankierend hierzu entstehen innerhalb des Projektes Hafendorf Zerpenschleuse 200 Ferienhäuser. Weitere Projekte sind das NordseeResort Būsum (113 Ferienimmobilien), das NordseeResort Tossens (21 Ferienhäuser), das NordseeResort Burhave (167 Ferienwohnungen), das GebirgsResort Winterberg (72 Ferienwohnungen) sowie das SorpenseeResort (ca. 190 Einheiten in Planung).

### ***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.

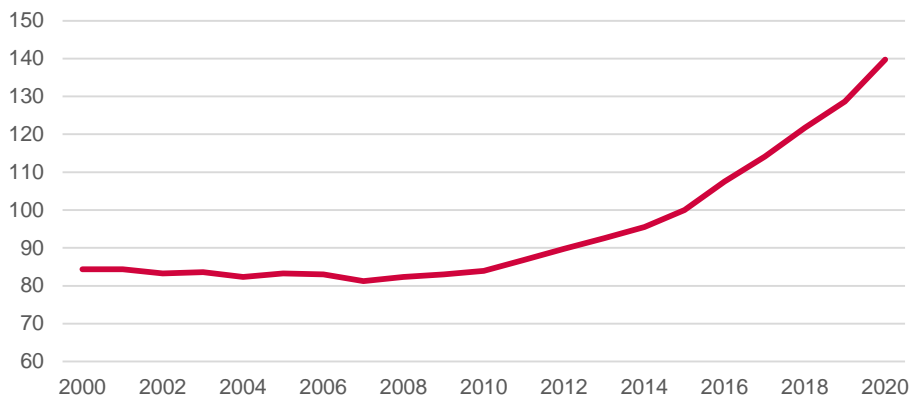


## MARKT UND MARKTUMFELD

### Marktumfeld Wohnungsbau

Die grundsätzlich positiven Eckdaten für den Wohnungsbaubereich in Deutschland haben sich auch im vergangenen, von der Corona-Pandemie geprägten Geschäftsjahr, fortgesetzt. Es lässt sich dabei sogar feststellen, dass sich die schon vor der Pandemie hohe Nachfrage nach Ein- und Mehrfamilienhäusern in 2020 nochmals verstärkt hat. Gut belegen lässt sich dieser Effekt durch die nochmals gestiegene Preisdynamik bei Wohnimmobilien. Der vom statistischen Bundesamt errechnete Preisindex für Wohnimmobilien legte alleine in den ersten drei Quartalen 2020 um 11,0 Punkte zu, der bisher größte verzeichnete Anstieg. Der bisherige Rekord lag in 2016 bei 7,5 Punkten, allerdings bezogen auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Es ist davon auszugehen, dass im Zuge der Corona-Pandemie ein stärkerer Wunsch nach großflächigem Wohneigentum vorliegt, wobei Homeoffice diesen Trend sogar nachhaltig verstärken dürfte.

#### Häuserpreisindex (2015=100)



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

Weiterhin dürfte das aktuelle Niedrigzinsumfeld die Nachfrage nach Wohnimmobilien zusätzlich verstärken. Für besicherte, neue Wohnungsbaukredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von 10 Jahren wurde Ende 2020 ein historisch niedriger Zinssatz von 1,11 % aufgerufen. Anfang 2020 waren die Kredite mit 1,35 % bepreist, was die Fortsetzung des Niedrigzinsumfelds, auch angesichts der Corona-Krise, illustriert.

Zugleich dürften die staatlichen Förderungen zusätzliche Anreize für den Immobilienbau schaffen. So wird beispielsweise über Tilgungszuschüsse versucht, die Energieeffizienz von Häusern zu steigern, um die gesteckten Klimaziele zu erreichen. Für ein KfW-Effizienzhaus 55 beläuft sich der Tilgungszuschuss auf bis zu 18.000 € und für ein KfW-Effizienzhaus 55 Erneuerbare-Energien-Klasse auf bis zu 26.250 €. Alle von der HELMA errichteten Objekte erfüllen die Vorgaben, die für einen Effizienzhaus-Tilgungszuschuss berechtigen.

Es zeichnet sich zwar ab, dass die Anzahl der Baugenehmigungen im Wohnbereich zugelegt haben dürfte, angesichts des aktuellen Marktumfelds dürfte es weiterhin einen deutlichen Nachfrageüberhang geben. Zwischen Januar und November 2020 wurden dabei insgesamt 3,9 % auf 331.909 (VJ: 319.532) mehr Baugenehmigungen erteilt und damit blieb die Wachstumsdynamik des Gesamtjahres 2019 unverändert. Bei einem errechneten Bedarf von über 340.000 Wohnungen jährlich, dürfte das Marktumfeld für den Wohnungsbaubereich weiterhin sehr attraktiv bleiben.

Die HELMA verfügt über einen umfangreichen Grundstücksbestand (Bilanzwert zu Einstandskosten: 220,3 Mio. €), um an den sehr positiven Marktaussichten zu partizipieren. Neben der Sicherstellung der künftigen Umsätze dürfte der Grundstücksbestand mit hohen stillen Reserven einhergehen. Zuletzt haben die Preise für Bauland dabei eine noch stärkere Dynamik angenommen als im Vergleich dazu die Objektpreise. Gegenüber 2015 kletterten dabei die Preise für Bauland um über 50 % (Stand Q2 2020) deutlich an.

## **Marktumfeld Ferienimmobilien**

Parallel zum sehr positiven Marktumfeld für Wohnimmobilien war auch der Ferienimmobilienbereich besonders deutlich von den Auswirkungen der Corona-Pandemie geprägt. Im Hinblick auf den Tourismus ist das Jahr 2020 zwar als ein Ausnahmejahr zu betrachten, grundsätzlich könnte aber das Reiseziel „Deutschland“ auch künftig stärker im Fokus der Tourismusbranche stehen. Während es bei Fernreisezielen zu einem starken Einbruch gekommen ist, waren Inlandsreisen, aufgrund der nur eingeschränkten Alternativen, besonders nachgefragt. Gemäß einer von der Stiftung für Zukunftsfragen durchgeführten Befragung war in 2020 Deutschland das beliebteste Reiseziel, während Europa und Fernreisen jeweils deutlich rückläufig waren. Auch künftig dürfte die Beliebtheit Deutschlands als Urlaubsdestination hoch bleiben. Langfristig könnte hier der Umweltaspekt (keine Flugreise notwendig, kurze Anreisewege etc.) zudem eine steigende Rolle spielen.

Es ist auch nicht überraschend, dass die Nachfrage nach Ferienhäusern und Ferienwohnungen besonders hoch war. Travelcircus hat eine Auswertung der Suchanfragen vorgenommen und einen Anstieg von über 72 % bei Ferienhäusern und von über 53 % bei Ferienwohnungen festgestellt. Das Suchvolumen nach Hotels, in denen das „Social Distancing“ naturgemäß schwieriger umzusetzen ist, hatte sich demgegenüber um über -5 % verringert. Gemäß einer Auswertung der Buchungsdaten für Juni bis August 2021 hat DS Destination Solutions, der Ferienwohnungsvermarkter der HRS-Gruppe, ungewöhnlich hohe Buchungsanfragen für die Nord- und Ostsee ermittelt. Zum Beispiel seien aktuell bereits 68 % der Unterkünfte auf den Nordseeinseln und 52 % auf den Ostseeinseln ausgebucht, was zu diesem frühen Zeitpunkt sehr hohe Werte sind.

In diesem Kontext ist es gut nachvollziehbar, dass die Nachfrage nach Ferienimmobilien bei der HELMA zu einem über 70 %igen starken Anstieg des Auftragseingangs geführt hatte. Ein wichtiger Faktor, der dazu beigetragen hat, dürfte auch der Umstand sein, dass sich die HELMA-Ferienimmobilienprojekte in den stark nachgefragten Regionen an der Ost- und Nordsee sowie in den Mittelgebirgsregionen befinden.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	263,24	273,99	306,30	340,85	374,94
Bestandsveränderung	9,79	36,27	15,00	15,00	15,00
<b>Gesamtleistung</b>	<b>273,03</b>	<b>310,27</b>	<b>321,30</b>	<b>355,85</b>	<b>389,94</b>
sonst. Erträge	2,61	2,72	1,50	1,50	1,50
Materialaufwand	-207,78	-241,69	-244,73	-270,30	-295,83
Personalaufwand	-24,96	-26,63	-28,50	-30,07	-31,57
Abschreibungen	-2,39	-2,59	-2,68	-2,70	-2,70
sonst. Betriebliche Aufwendungen	-17,74	-19,91	-20,77	-21,80	-22,85
<b>EBIT</b>	<b>22,78</b>	<b>22,17</b>	<b>26,13</b>	<b>32,49</b>	<b>38,49</b>
Finanzaufwendungen	-0,87	-0,65	-1,03	-1,10	-1,10
sonstige Finanzerträge	1,68	0,94	0,00	0,50	0,30
<b>EBT</b>	<b>23,59</b>	<b>22,46</b>	<b>25,10</b>	<b>31,89</b>	<b>37,69</b>
Steuern	-7,42	-7,07	-7,78	-9,50	-11,23
Minderheiten	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>16,14</b>	<b>15,37</b>	<b>17,29</b>	<b>22,35</b>	<b>26,43</b>
EBITDA	25,17	24,76	28,81	35,19	41,19
in % der Umsatzerlöse	9,6%	9,0%	9,4%	10,3%	11,0%
EBIT	22,78	22,17	26,13	32,49	38,49
in % der Umsatzerlöse	8,7%	8,1%	8,5%	9,5%	10,3%
Ergebnis je Aktie in €	4,04	3,84	4,32	5,59	6,61
Dividende je Aktie in €	1,85	1,50	1,75	2,20	2,60
Aktienzahl in Mio. Stück	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00

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

## Geschäftsentwicklung 2020

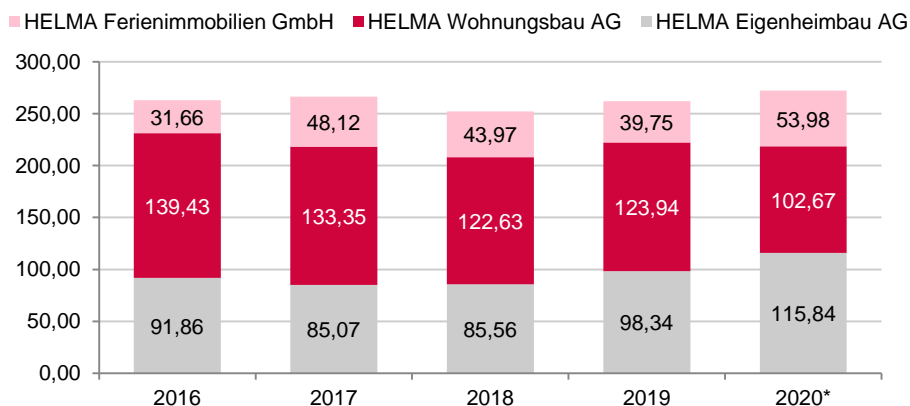
GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020*
Umsatzerlöse	253,28	263,24	273,24
EBIT	21,78	22,78	22,17
EBIT-Marge	8,6%	8,7%	8,1%
bereinigtes EBIT	22,89	23,49	23,23
bereinigte EBIT-Marge	9,0%	8,9%	8,5%
EBT	21,15	23,59	22,46
Jahresüberschuss	14,49	16,14	15,37
EPS in €	3,62	4,04	3,84

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; \*vorläufige Zahlen

## Umsatzentwicklung 2020

Die bereits Ende Januar 2021 publizierten Vorabzahlen wurden durch die nun veröffentlichten, umfangreichen vorläufigen Konzernzahlen bestätigt. Trotz der Verzögerungen im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie, die insbesondere im Umfeld des ersten Lock-Downs vorlagen, war die HELMA in der Lage, einen Anstieg der Umsatzerlöse in Höhe von 4,1 % auf 273,99 Mio. € (VJ: 263,24 Mio. €) und damit sogar die höchste Wachstumsdynamik seit dem Geschäftsjahr 2016 zu erreichen. In unseren bisherigen Prognosen hatten wir Umsatzerlöse in Höhe von 261,93 Mio. € erwartet, die damit deutlich übertroffen wurden. Besonders dynamisch entwickelten sich mit einem Anstieg in Höhe von 35,8 % die Umsätze im Bereich der Ferienimmobilien (HELMA Ferienimmobilien GmbH). Hier profitierte die Gesellschaft von den im Bau befindlichen Ferienimmobilienprojekten an attraktiven Standorten, die, angesichts der aktuellen Fokussierung auf den deutschen Ferienstandort, auch für die künftige Entwicklung ein attraktives Asset darstellen.

## Umsatzentwicklung der HELMA-Gesellschaften (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; \*vorläufige Zahlen

Die auf 102,67 Mio. € (VJ: 123,94 Mio. €) rückläufigen Umsätze des Bauträgergeschäftes – Wohnungsbau (HELMA Wohnungsbau AG) wurden vom Bereich Baudienstleistungen (HELMA Eigenheimbau AG) fast kompensiert. Die Covid-19-bedingten Einschränkungen des ersten Halbjahres 2020 hatten dabei insbesondere das Bauträgergeschäft-Wohnungsbau beeinträchtigt.

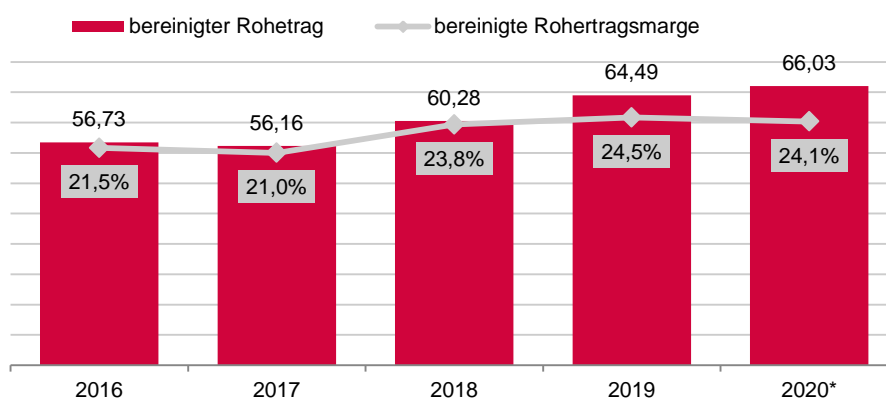
Da bereits umfangreiche Grundstücke für die Wohnungsbauprojekte des Bauträgergeschäftes gesichert sind, kann sich die HELMA auf eine möglichst hohe Projektrentabilität fokussieren. Es liegt dabei kein Zwang zu einer schnellen Umsatzrealisierung vor, was zu temporären Umsatzverschiebungen führen kann. Trotz rückläufiger Umsätze hat die

Fokussierung auf die Projektrentabilität zu einem erneut hohen Margenniveau beim Rohertrag geführt.

### Ergebnisentwicklung 2020

In der Regel geht ein höherer Umsatzanteil des Bereiches Baudienstleistungen mit einer rückläufigen Entwicklung der Ergebnismarge einher. Dies hängt mit dem niedrigeren Rentabilitätsniveau im Baudienstleistungsgeschäft zusammen, da in diesem Bereich nicht auf den HELMA-Grundstücken gebaut wird, deren Entwicklung und Veräußerung ebenfalls zum Ergebnis beitragen. Durch die Fokussierung auf den margenstarken Projekten lag jedoch die bereinigte Rohertragsmarge (bereinigt um den Abgang aktivierter Zinsen) mit 24,1 % (VJ: 24,5 %) nur geringfügig unter dem Vorjahresniveau. Ausgehend vom höheren Umsatzniveau verbesserte sich der absolute bereinigte Rohertrag auf 66,03 Mio. € (VJ: 64,49 Mio. €):

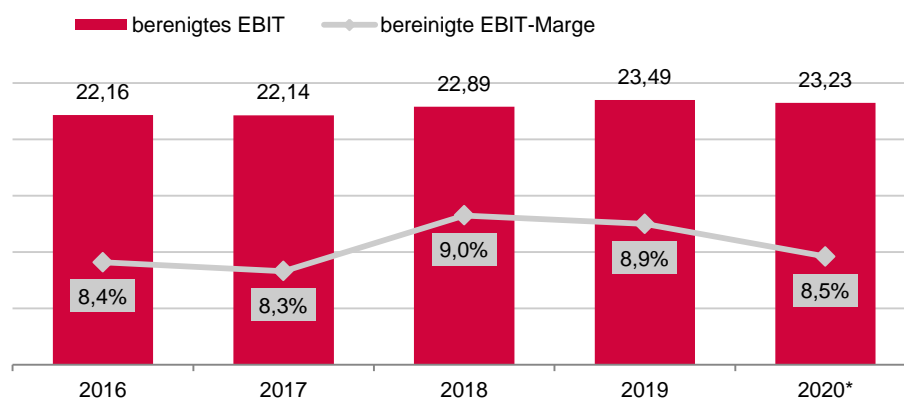
#### Bereinigter Rohertrag (in Mio. €) und bereinigte Rohertragsmarge (in %)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; \*vorläufige Zahlen

Dass beim EBIT bzw. beim bereinigten EBIT im Vergleich zum leicht gestiegenen Rohertrag eine nur konstante Entwicklung vorliegt, ist auf die überproportionale Steigerung des Personalaufwands und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen zurückzuführen. Nach Unternehmensangaben ist der auf 346 Mitarbeiter (VJ: 322 Mitarbeiter) erfolgte Belegschaftsaufbau in Erwartung des künftig steigenden Geschäftsumfangs erfolgt.

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

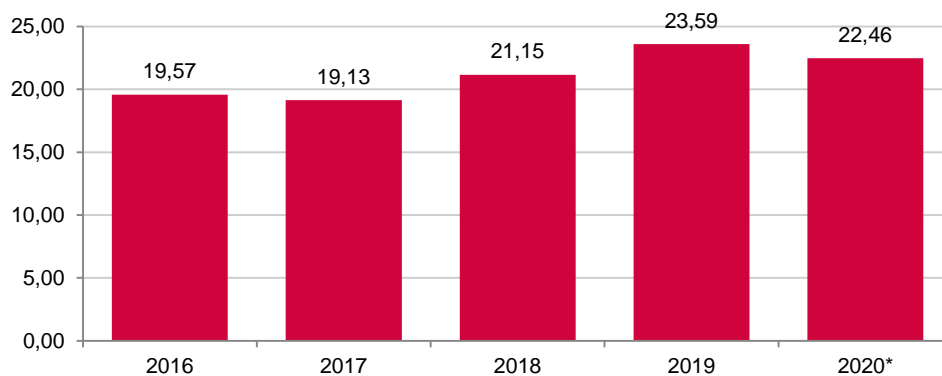


Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; \*vorläufige Zahlen

In unserer Research Note vom 21.08.2020, in der wir erstmals die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie einbezogen hatten, lag die EBIT-Prognose bei 17,02 Mio. €, die damit deutlich übertroffen wurde.

Auch beim EBT, also bei der Ergebniskennzahl, für die eine Unternehmens-Guidance vorliegt, wurde die Prognose deutlich übertroffen. Die von der HELMA publizierte EBT-Prognose in Höhe von 14,0 – 17,0 Mio. € wurde mit einem tatsächlich erreichten Wert in Höhe von 22,46 Mio. € deutlich übertroffen. Auch wir hatten ein niedrigeres EBT in Höhe von 16,08 Mio. € prognostiziert. Dazu hat das über den Erwartungen liegende Umsatzniveau, in Verbindung mit den unverändert hohen Projektmargen, geführt.

**EBT (in Mio. €)**



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; \*vorläufige Zahlen

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2020

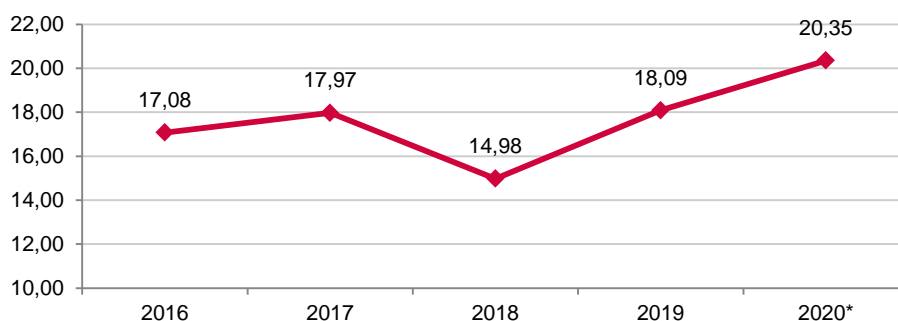
in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020*
Eigenkapital (EK-Quote)	97,72 (28,6%)	108,59 (28,6 %)	116,61 (27,5%)
Vorräte	220,15	232,21	281,67
Finanzverschuldung	175,64	191,60	218,49
Liquide Mittel	16,33	16,70	20,09
Cash Earnings	14,98	18,09	20,35
Cashflow (operativ)	4,06	-3,50	-9,30
Cashflow (Investition)	-4,45	-2,01	-1,87
Cashflow (Finanzierung)	0,06	5,88	14,55

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

Die weitere Verlängerung der Bilanzsumme steht in erster Linie im Zusammenhang mit dem weiteren Ausbau des Grundstücksbestandes, welcher die Grundlage für das künftige Wachstum im Bauträgerbereich darstellt. Illustriert wird dies durch den Anstieg der Vorräte auf 281,67 Mio. € (31.12.19: 232,21 Mio. €). Da hier eine Veräußerungsabsicht vorliegt, erfolgt eine Bilanzierung in den kurzfristigen Vermögenswerten und damit nach dem Niederstwertprinzip. Wir gehen davon aus, dass die hier enthaltenen Grundstücke, einerseits aus der Entwicklung hin zur Baureife sowie andererseits alleine aus der marktgetriebenen Preisentwicklung heraus, hohe stille Reserven enthalten. Diese werden erst zum Veräußerungszeitpunkt gehoben.

Analog zum Anstieg des Grundstücksbestands erfolgt auf der Passivseite ein Anstieg der Finanzverschuldung auf 218,49 Mio. € (31.12.19: 191,60 Mio. €). Angesichts der weiteren Reduktion des allgemeinen Zinsniveaus sowie aufgrund der Tatsache, dass es sich bei den Grundstücken um gut verwertbare und besicherbare Güter handelt, liegt der durchschnittliche FK-Zins mit 2,23 % auf einem niedrigen Niveau. Trotz des Ausbaus der Finanzverschuldung verfügt die HELMA mit einem Eigenkapital in Höhe von 116,61 Mio. € (31.12.19: 108,59 Mio. €) über eine im Branchenvergleich hohe EK-Quote in Höhe von 27,5 % (31.12.19: 28,6 %). Auch hier müssen die hohen stillen Reserven erwähnt werden, die sich aktuell noch nicht im Eigenkapital wiederfinden.

### Cash Earnings (Operativer Cashflow vor WC-Veränderung in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; vorläufige Zahlen

Die hohe Ergebnisqualität der HELMA wird insbesondere mit den Cash Earnings wiedergegeben. Hier handelt es sich um den operativen Cashflow vor Veränderungen des Working Capitals, also vor Investitionen in die Grundstücke. Dies ist insofern nachvollziehbar, da die Grundstücke eigentlich dem Investitions-cashflow zugerechnet werden müssten. Da aber eine Veräußerungsabsicht vorliegt, sind diese dem operativen Cashflow klassifiziert. Seit mehreren Geschäftsjahren generiert die HELMA einen jeweils deutlich positiven und steigenden Liquiditätszufluss aus dem operativen Geschäft.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2020*	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	273,99	306,30	340,85	374,94
EBIT (EBIT-Marge)	22,17 (8,1%)	26,13 (8,7%)	32,49 (9,5%)	38,49 (10,3%)
EBT (EBT-Marge)	22,46 (8,2%)	25,10 (8,2%)	31,89 (9,4%)	37,69 (10,1%)
Jahresüberschuss	15,37	17,29	22,35	26,43
EPS in €	3,84	4,32	5,59	6,61

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; \*vorläufige Zahlen

### Umsatz- und Ergebnisprognose

Mit Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen 2020 hat die HELMA eine konkrete Prognosebandbreite für das laufende Geschäftsjahr 2021 sowie erstmals eine mittelfristige Guidance für das Geschäftsjahr 2024 ausformuliert. Basierend auf dem hohen Auftragsbestand, der zum 31.12.2020 aufgrund des hohen Auftragseingangs des zweiten Halbjahres 2020, ein Rekordniveau von 240,62 Mio. € (31.12.19: 202,71 Mio. €) aufweist, soll im laufenden Geschäftsjahr eine Umsatzbandbreite zwischen 300 – 310 Mio. € erreicht werden. Das Konzern-Vorsteuerergebnis wird für 2021 in einer Bandbreite von 25 – 26 Mio. € erwartet. In dieser Prognose sind weitere Auswirkungen der Corona-Pandemie, sofern sichtbar, berücksichtigt. Auch über das laufende Geschäftsjahr 2021 hinaus soll sich die dynamische Geschäftsentwicklung fortsetzen und so bis 2024 ein Umsatzniveau von über 400 Mio. € und ein Vorsteuerergebnis von über 40 Mio. € erreicht werden. Die EBT-Marge soll dann auf über 10 % ansteigen. Zuletzt belief sich diese auf 8,2 % (2020) und damit ist die von der Gesellschaft in Aussicht gestellte Rentabilitätssteigerung nicht als ein optimistisches Szenario einzustufen. Zumal erwartet wird, dass das margenstarke Bauträrgeschäft weiter an Bedeutung gewinnen dürfte, was einen entsprechend positiven Margeneinfluss haben dürfte.

Dass die HELMA in der Lage ist, eine mittelfristige Prognose abzugeben, liegt am gesicherten Grundstücksbestand, womit eine aussagekräftige und umfangreiche Basis für das künftige Bauträrgeschäft vorliegt. Die gesicherten Grundstücke für die Bauträgerebereiche Wohnungsbau und Ferienimmobilien ermöglichen die Errichtung von über 4.000 Einheiten, mit einem Gesamtumsatzpotenzial in Höhe von über 1,80 Mrd. €.

	Anzahl Einheiten	Umsatzpotenzial (in Mio. €)
Wohnungsbau (Berlin/Potsdam)	1.325	648,5
Wohnungsbau (Hamburg/Hannover)	560	273,8
Wohnungsbau (Leipzig)	330	140,9
Wohnungsbau (München)	240	175,4
Ferienimmobilien	1.640	565,38
<b>Gesamt</b>	<b>4.095</b>	<b>1803,98</b>

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

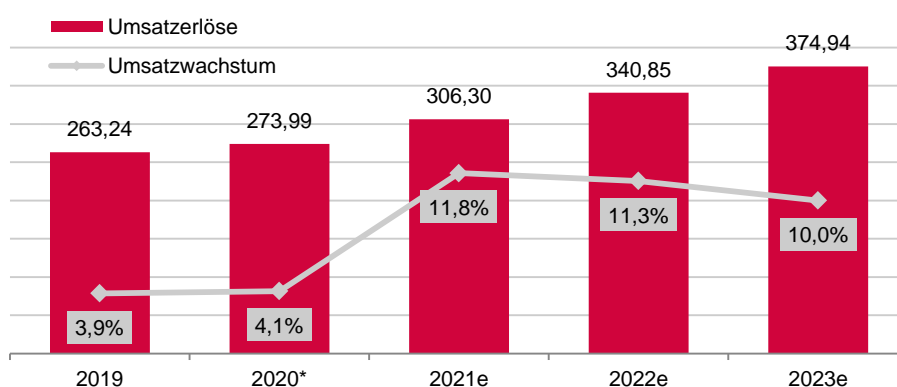
Nach Unternehmensangaben sollte dieses in den nächsten 5 bis 7 Jahren gehoben werden. Würde man also einen Zeitraum von 6 Jahren unterstellen, ist bereits zum aktuellen Zeitpunkt ein durchschnittliches jährliches Umsatzpotenzial im Bauträrgeschäft von 300 Mio. € vorhanden. Mit einem voraussichtlichen Umsatzbeitrag der Baudienstleistungen von über 125 Mio. € pro Jahr wären somit durchschnittlich jährliche Umsatzerlöse von 425 Mio. € über den Zeitraum von 2021-2026 möglich. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Gesellschaft auch in den kommenden Geschäftsjahren weitere Grundstücke erwerben wird, wodurch das Bauträrgeschäft über das aktuell gesicherte Umsatzpotenzial hinaus wachsen dürfte. Auch sollte die Tatsache nicht außer Acht gelassen werden, dass im Zuge einer Fortsetzung des steigenden Trends bei den Grundstückspreisen, zusätzliche Umsatz- und Ergebnisbeiträge erzielt werden dürften. Die aktuell im



Vertrieb befindlichen Grundstücke befinden sich in der Regel zwischen drei und vier Jahren im Bestand der HELMA.

Bislang hatten wir für das laufende Geschäftsjahr 2021 Umsatzerlöse in Höhe 310,30 Mio. € prognostiziert, die innerhalb der Guidance-Bandbreite liegen und die wir damit unverändert lassen. Um das von der Gesellschaft erwartete Umsatzniveau in Höhe von über 400 Mio. € bis 2024 zu erreichen, müsste ein jährliches Umsatzwachstum von etwa 10 % erreicht werden. Bei den dargestellten gesicherten jährlichen Umsatzpotenzialen ist dieses Szenario sehr realistisch. Wir erwarten daher für 2022 Umsatzerlöse in Höhe von 340,85 Mio. € und für 2023 in Höhe von 374,94 Mio. € und rechnen damit mit einem konstanten jährlichen Umsatzanstieg von etwas über 10 %.

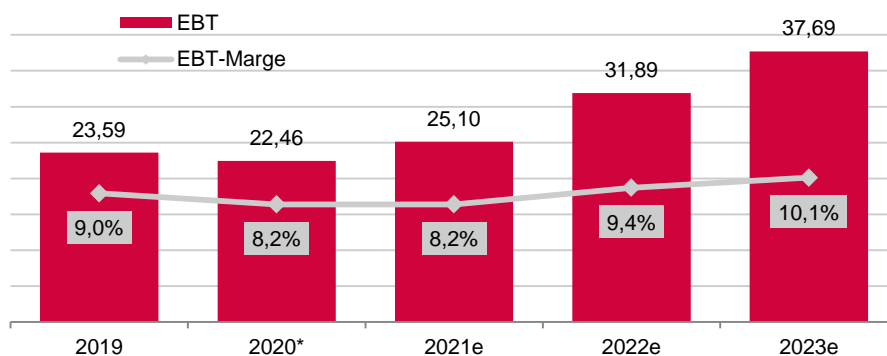
### Prognose der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC AG; \*vorläufige Zahlen

Das Bauträgergeschäft (Wohnungsbau und Ferienimmobilien) sollte in den kommenden Geschäftsjahren noch stärker an Bedeutung gewinnen, was sich entsprechend positiv auf das Rentabilitätsniveau der Gesellschaft auswirken dürfte. Zudem lag insbesondere in den vergangenen drei Geschäftsjahren der Fokus der Gesellschaft stärker auf der Projektrentabilität und damit wurde die Rohertragsmarge auf ein allgemein höheres Niveau gehoben. Da die entsprechenden Grundstücke bereits gesichert sind, befindet sich die HELMA in der attraktiven Lage, Projekte erst dann zu realisieren, wenn diese die gewünschten Ergebnismargen beisteuern. Selbst im Falle eines späteren Verkaufs profitiert die Gesellschaft von der allgemein steigenden Tendenz bei den Grundstückspreisen.

### Prognose EBT (in Mio. €) und EBT-Marge



Quelle: GBC AG; \*vorläufige Zahlen

Vor diesem Hintergrund sowie angesichts der erwarteten Skaleneffekte bei steigenden Umsätzen ist der erwartete Anstieg der EBT-Marge auf über 10 % bis 2024 sehr realis-

tisch. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir jeweils mit einer sukzessiven Verbesserung der EBT-Marge.

## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die HELMA Eigenheimbau AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 bis 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Unsere Prognosen für das Jahr 2024, welche Teil der Stetigkeitsphase des Modells sind, liegen derzeit noch knapp unterhalb der Guidance. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,0 % 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 2,0 %.

### *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, als aktuelle Untergrenze, 0,25 % (bisher 0,25 %).**

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.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,74 % (bisher: 8,74 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60 % (bisher: 60 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,07 % (bisher: 6,44 %). Dabei haben wir die durchschnittlichen Fremdkapitalkosten von zuvor 4,00 % auf 2,75 % reduziert.

### *Bewertungsergebnis*

Die angehobene Prognose für das Geschäftsjahr 2022, der erstmalige Einbezug der 2023er Schätzungen, als Basis für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells sowie die weitere Reduktion des WACC haben insgesamt zu einem starken Kurszielanstieg auf 77,25 € (bisher: 64,15 €) geführt.

## 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	2,0%
EBITDA-Marge	11,0%	ewige EBITA - Marge	10,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,8%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	91,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	306,30	340,85	374,94	393,68	413,37	434,03	455,74	478,52	
US Veränderung	11,8%	11,3%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	11,34	12,17	12,17	12,17	12,17	12,17	12,17	12,17	
EBITDA	28,81	35,19	41,19	43,25	45,41	47,68	50,06	52,57	
EBITDA-Marge	9,4%	10,3%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	26,13	32,49	38,49	40,55	42,57	44,70	46,94	49,29	
EBITA-Marge	8,5%	9,5%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Steuern auf EBITA	-8,10	-9,68	-11,47	-12,16	-12,77	-13,41	-14,08	-14,79	
zu EBITA	31,0%	29,8%	29,8%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	18,03	22,80	27,02	28,38	29,80	31,29	32,86	34,50	
Kapitalrendite	5,5%	6,6%	7,5%	7,5%	7,6%	7,8%	8,0%	8,2%	8,1%
Working Capital (WC)	318,00	333,00	348,00	358,25	367,25	376,25	385,25	394,25	
WC zu Umsatz	103,8%	97,7%	92,8%	91,0%	91,0%	91,0%	91,0%	91,0%	
Investitionen in WC	-16,89	-15,00	-15,00	-10,25	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	27,00	28,00	30,80	32,34	33,96	35,65	37,44	39,31	
AFA auf OAV	-2,68	-2,70	-2,70	-2,70	-2,84	-2,98	-3,13	-3,28	
AFA zu OAV	9,9%	9,6%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	
Investitionen in OAV	-3,65	-3,70	-5,50	-4,24	-4,45	-4,67	-4,91	-5,15	
Investiertes Kapital	345,00	361,00	378,80	390,59	401,21	411,91	422,69	433,56	
EBITDA	28,81	35,19	41,19	43,25	45,41	47,68	50,06	52,57	
Steuern auf EBITA	-8,10	-9,68	-11,47	-12,16	-12,77	-13,41	-14,08	-14,79	
Investitionen gesamt	-20,54	-18,70	-20,50	-14,49	-13,45	-13,67	-13,91	-14,15	
Investitionen in OAV	-3,65	-3,70	-5,50	-4,24	-4,45	-4,67	-4,91	-5,15	
Investitionen in WC	-16,89	-15,00	-15,00	-10,25	-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	0,17	6,80	9,22	16,59	19,19	20,59	22,07	23,63	652,11

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	521,95	546,81
Barwert expliziter FCFs	90,16	88,83
Barwert des Continuing Value	431,79	457,98
Nettoschulden (Net debt)	212,80	212,60
Wert des Eigenkapitals	309,15	334,22
Fremde Gewinnanteile	-0,13	-0,14
Wert des Aktienkapitals	309,02	334,07
Ausstehende Aktien in Mio.	4,00	4,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>77,25</b>	83,52

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	8,7%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	2,8%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>6,1%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	5,8%	5,9%	6,1%	6,2%	6,4%
7,8%	82,36	76,95	71,96	67,33	63,04
8,0%	85,27	79,73	74,61	69,86	65,45
8,1%	88,19	82,50	<b>77,25</b>	72,39	67,87
8,3%	91,10	85,28	79,90	74,92	70,29
8,4%	94,02	88,06	82,55	77,45	72,70

## 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., 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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