

HELMA Eigenheimbau AG*5a,6a,7,11

Kaufen

Kursziel: 83,35 €
(bisher: 87,80 €)

aktueller Kurs: 38,90
17.08.2022; XETRA; 12:03 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578
WKN: A0EQ57
Börsenkürzel: H5E
Aktienanzahl³: 4,00
Marketcap³: 155,60,00
EnterpriseValue³: 343,92
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 69,9 %

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: 17.08.22 (13:27 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 18.08.22 (09:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgergeschäft

Mitarbeiter: 360 Stand: 30.06.2022

Gründung: 1980

Firmensitz: Lehrte

Vorstand: Gerrit Janssen, Max Bode, André Müller

Volumen in Tsd. €



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	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	331,49	360,66	406,57	437,06
EBIT	27,90	30,64	38,13	44,93
EBT	27,29	30,00	37,33	43,78
Jahresüberschuss	18,77	20,37	25,54	29,96

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	4,69	5,09	6,39	7,49
Dividende je Aktie	1,72	2,20	2,60	3,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,04	0,95	0,85	0,79
EV/EBIT	12,33	11,22	9,02	7,65
KGv	8,29	7,64	6,09	5,19
KBV	1,20			

Finanztermine

24.-25.08.2022: Hamburger Investorentag
28.-30.11.2022: EK-Forum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
11.07.2022: RS / 87,85 / KAUFEN
10.03.2022: RS / 93,75 / KAUFEN
12.01.2020: RS / 91,50 / KAUFEN
16.11.2021: RS / 88,40 / 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“

1.HJ 2022: Neue Rekordwerte bei Umsatz und Ergebnis erreicht; Hoher Auftragsbestand vorhanden; 2022er Prognosen leicht reduziert; Kursziel aufgrund eines höheren risikolosen Zinssatzes reduziert

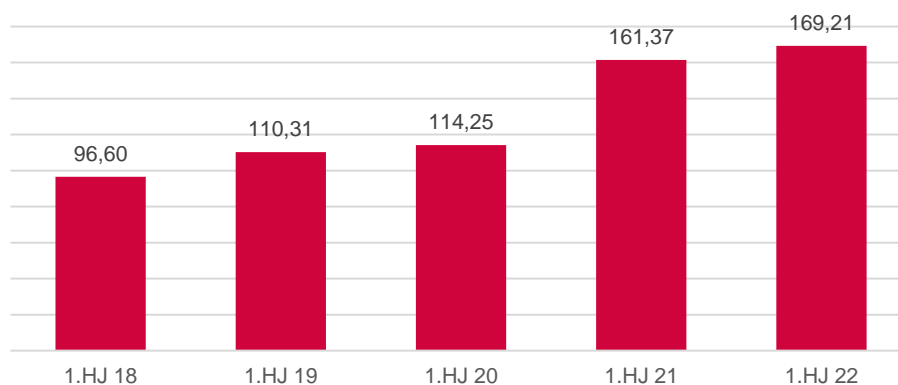
in Mio. €	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021	1.HJ 2022
Umsatzerlöse	110,31	114,25	161,37	169,21
EBIT	7,79	6,92	12,66	13,99
EBIT-Marge	7,1%	6,1%	7,8%	8,3%
bereinigtes EBIT	8,47	7,09	13,41	15,45
bereinigte EBIT-Marge	7,7%	6,2%	8,3%	9,1%
EBT	7,48	6,61	12,44	13,46
Periodenergebnis	5,18	4,51	8,66	8,90

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2022

Mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 4,9 % auf 169,21 Mio. € (VJ: 161,37 Mio. €) hat die HELMA Eigenheimbau AG (kurz: HELMA) nicht nur einen neuen Halbjahres-Rekord erreicht, die Gesellschaft war zudem in der Lage, auch im herausfordernden Marktumfeld weiter zu wachsen. Ein noch stärkeres Anzeichen für die Robustheit des HELMA-Geschäftsmodells liefert der erreichte Rekord-Auftragseingang. Trotz steigender Finanzierungskosten sowie angesichts des Wegfalls der Neubauförderung für das Effizienzhaus 55, was zu Vorzieheffekten in das vierte Quartal 2021 geführt hatte, wurde mit 197,39 Mio. € (30.06.21: 197,17 Mio. €) der Rekordwert des Vorjahres nochmals erreicht bzw. leicht übertroffen.

Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2021 hat die HELMA erstmalig die Segmentierung auf „Individuell“ und „Vorgeplant“ umgestellt. Für die abgelaufenen sechs Monate 2022 wurde daher erstmalig die neue Segmentierung auf Halbjahresbasis vorgenommen. Im Bereich Individuell, in dem ausschließlich einzeln geplante Wohnimmobilien der Gesellschaften HELMA Eigenheimbau AG und HELMA Wohnungsbau GmbH enthalten sind, wurde ein Umsatzanstieg in Höhe von 6,4 % auf 82,81 Mio. € (VJ: 77,85 Mio. €) erwirtschaftet.

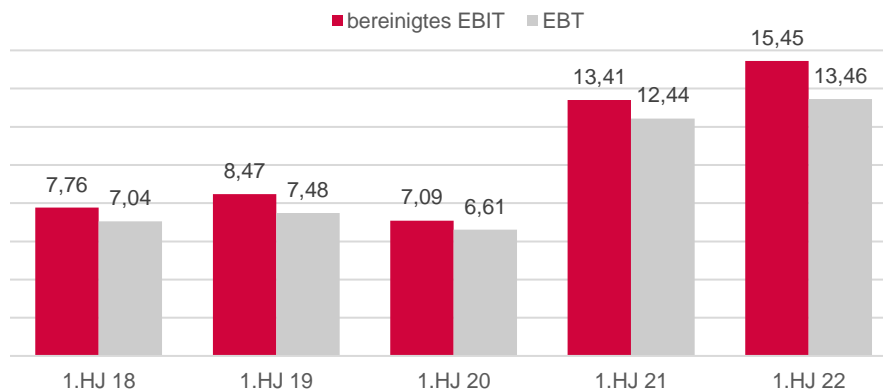
Parallel dazu erhöhten sich die Umsätze im Segment „Vorgeplant“ (Mehrfamilienhäuser; Ferienimmobilien), in dem die vorgeplanten Objekte der HELMA Wohnungsbau GmbH und der HELMA Ferienimmobilien GmbH enthalten sind, um 3,4 % auf 86,41 Mio. € (VJ: 83,53 Mio. €). Die etwas niedrigere Wachstumsdynamik in diesem Bereich ist auf einen

Umsatzrückgang im Bereich der Ferienimmobilien auf 35,26 Mio. € (VJ: 51,88 Mio. €) zurückzuführen. Dieser Rückgang ist als eine Normalisierung zu betrachten, da das Umsatzniveau des Vorjahres von umfangreicheren Objektübergaben geprägt war. Ein Umsatzanstieg bei vorgeplanten Wohnimmobilien auf 58,02 Mio. € (VJ: 42,64 Mio. €) hatte aber den Umsatzrückgang bei den Ferienimmobilien kompensiert.

Ergebnisentwicklung 1. HJ 2022

Der Umsatzanstieg in Höhe von 4,9 % war sowohl auf EBIT-Ebene als auch auf Ebene des EBT von einem jeweils überproportionalen Anstieg begleitet. Beim EBIT verzeichnete die Gesellschaft einen Anstieg in Höhe von 10,5 % auf 13,99 Mio. € (VJ: 12,66 Mio. €) und beim EBT in Höhe von 8,2 % auf 13,46 Mio. € (VJ: 12,44 Mio. €). Zusätzlich zum EBIT veröffentlicht die HELMA auch ein um den Abgang aktivierter Zinsen bereinigtes EBIT, welches um 8,9 % auf 15,45 Mio. € (VJ: 13,41 Mio. €) ebenfalls deutlich zugelegt hat und einen neuen Halbjahres-Rekordwert markiert.

Bereinigtes EBIT und EBT (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Der überproportionale Ergebnisanstieg ist insbesondere auf eine Verbesserung der bereinigten Rohertragsmarge, welche wiederum eine Folge der niedrigeren bereinigten Materialaufwandsquote ist, zurückzuführen. Gemäß Unternehmensangaben haben überdurchschnittlich hohe Margen bei diversen Bauträgerprojekten dazu geführt. Vor dem Hintergrund der aktuellen, von Lieferschwierigkeiten und Preissteigerungen bei Rohstoffen geprägten Situation, ist diese Entwicklung besonderes hervorzuheben. Hier zahlt sich der Fokus der Gesellschaft aus, auf margenstarke Projekte zu setzen. Zudem zeigt sich, dass die HELMA bislang in der Lage war, gut mit den aktuellen Marktschwierigkeiten umzugehen.

Das Nachsteuerergebnis verbesserte sich vor dem Hintergrund der deutlichen Verbesserung des operativen Ergebnisses lediglich um 2,8 % auf 8,90 Mio. € (VJ: 8,66 Mio. €). Hier ist eine Erhöhung des Gewerbesteuer-Hebesatzes für die HELMA enthalten, was einerseits zu einem höheren Steueraufwand sowie andererseits zu einer ergebniswirksamen einmaligen Anpassung der latenten Steuern geführt hat. Dementsprechend lag die Steuerquote mit 33,7 % (VJ: 30,2 %) über dem Vorjahreswert. Nach Unternehmensangaben ist künftig mit einem Steuersatz in Höhe von 31,5 %, statt bisher 30,6 %, zu rechnen.

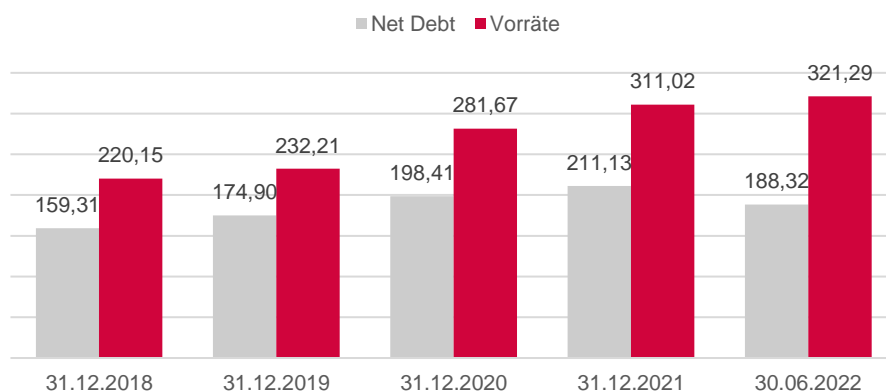
Vermögenslage zum 30.06.2022

in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Eigenkapital (EK-Quote)	116,61 (27,5%)	129,48 (28,7%)	138,48 (31,6%)
Vorräte	281,67	311,02	321,29
Finanzverschuldung	218,49	232,92	210,20
Liquide Mittel	20,09	21,79	21,88
Cash Earnings	20,35	24,48	13,19
Cashflow (operativ)	-9,30	0,55	26,65
Cashflow (Investition)	-1,87	-2,20	-1,07
Cashflow (Finanzierung)	14,55	3,17	-25,48

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Gegenüber der Bilanz zum Geschäftsjahresende 31.12.2021 liegen zum 30.06.2022 insbesondere im Bereich der Finanzverschuldung sichtbare Veränderungen vor. Hier kam es zu einem deutlichen Rückgang auf 210,20 Mio. € (31.12.21: 232,92 Mio. €) und die Nettofinanzverbindlichkeiten liegen mit 188,32 Mio. € (31.12.21: 211,13 Mio. €) noch stärker unterhalb des Vorratsbestandes in Höhe von 321,29 Mio. € (31.12.21: 311,02 Mio. €). Der Blick auf den Vorratsbestand ist insofern von Bedeutung, da diese Bilanzposition den größten Posten enthält, der einen Vorfinanzierungsbedarf hat. In den Vorräten in Höhe von 321,29 Mio. € (31.12.21: 311,02 Mio. €) sind die Projektgrundstücke für das Bauträgergeschäft enthalten. Die nach dem Niederstwertprinzip bewerteten Grundstücke belaufen sich zum Bilanzstichtag auf 238,65 Mio. € und stellen das künftige Wachstumspotenzial im Bauträgerbereich dar. Da die Grundstücke im Durchschnitt vier Jahre alt sind, ist aufgrund der in den vergangenen Jahren deutlich angestiegenen Preisen von hohen stillen Reserven auszugehen.

Net Debt vs. Vorräte (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Der Rückgang der Finanzverbindlichkeiten steht auch im Zusammenhang mit dem ungewöhnlich hohen operativen Cashflow, wodurch einerseits Kredite zurückgeführt wurden und andererseits für den weiteren Ausbau des Grundstücksbestandes nur im geringen Umfang neue Finanzierungen vereinbart wurden. Der hohe operative Cashflow in Höhe von 26,65 Mio. € (VJ: 7,71 Mio. €) basiert dabei sowohl auf den Cash Earnings in Höhe von 13,19 Mio. € (VJ: 12,03 Mio. €) als auch auf einem stichtagsbedingten starken Rückgang des Working Capital um insgesamt 13,48 Mio. €.

Prognose und Bewertung

GuV (in Mio. €)	GJ 2022e (alt)	GJ 2022 (neu)	GJ 2023e (alt)	GJ 2023e (neu)	GJ 2024e (alt)	GJ 2024e (neu)
Umsatzerlöse	369,61	360,66	406,57	406,57	437,06	437,06
EBIT (EBIT-Marge)	32,89 (8,9%)	30,64 (8,5%)	38,13 (9,4%)	38,13 (9,4%)	44,93 (10,3%)	44,93 (10,3%)
EBT (EBT-Marge)	32,25 (8,7%)	30,00 (8,3%)	37,33 (9,2%)	37,33 (9,2%)	43,78 (10,0%)	43,78 (10,0%)
Jahresüberschuss	22,61	20,37	26,17	25,54	30,70	29,96
EPS in €	5,65	5,09	6,54	6,39	7,68	7,49

Quelle: GBC AG

Auch wenn die HELMA bislang gut in der Lage war, die Auswirkungen im Zusammenhang mit den Materialengpässen, mit den steigenden Energiekosten sowie den steigenden Finanzierungskosten aufzufangen, rechnet der Vorstand mit einer Verlangsamung bei den bestehenden Projekten. Der aktuelle Rekord-Auftragsbestand in Höhe von 383,6 Mio. € (30.06.21: 266,8 Mio. €) dürfte mit einer geringeren Geschwindigkeit in Umsatzerlöse umgewandelt werden, weswegen der HELMA-Vorstand für das laufende Geschäftsjahr mit dem Erreichen der unteren Prognosebandbreite rechnet. Konkret werden Umsatzerlöse in Höhe von 360,0 Mio. € (bisher: 360 bis 380 Mio. €) und ein EBT in Höhe von 30,0 Mio. € (bisher: 30 bis 33 Mio. €) erwartet.

Die mittelfristigen Aussichten werden weiterhin als positiv eingestuft. Als Antwort auf eine unverändert erwartete hohe Nachfrage nach Wohneigentum und nach Ferienimmobilien in deutschen Ferienregionen verfügt die HELMA über eine umfangreiche Projektpipeline. Per 30.06.2022 beläuft sich das Umsatzpotenzial auf 2,08 Mrd. €, welches in einem Zeitraum von ca. sechs Jahren realisiert werden kann. Zusammen mit dem jährlich erwarteten Umsatzbeitrag aus dem Baudienstleistungsgeschäft in Höhe von 125 Mio. €, liegt das jährliche Umsatzpotenzial unverändert bei über 450 Mio. €. Zusätzlich dazu hatte die Gesellschaft nach dem Bilanzstichtag weitere Projektgrundstücke mit einem Kaufpreisvolumen von 69,0 Mio. € erworben.

Damit liegt eine umfangreiche Grundlage für ein künftiges Umsatz- und Ergebniswachstum vor. Wir passen unsere Prognose für das laufende Geschäftsjahr an die neue Unternehmens-Guidance an und rechnen nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 360,66 Mio. € (bisher: 369,61 Mio. €) und einem EBT in Höhe von 30,00 Mio. € (bisher: 32,25 Mio. €). Ebenfalls haben wir eine höhere Steuerquote berücksichtigt, weswegen wir beim Nachsteuerergebnis eine stärkere Reduktion auf 20,37 Mio. € (bisher: 22,61 Mio. €) vorgenommen haben. Für die kommenden Geschäftsjahre behalten wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen unverändert bei, beziehen jedoch auch hier die erwartete höhere Steuerquote in Höhe von 31,5 % ein. Daher reduzieren wir bei den Prognosen der Geschäftsjahre 2023 und 2024 jeweils lediglich unsere Nachsteuer-Ergebnisschätzung.

Nach wie vor gilt, dass HELMA das Risiko an den Beschaffungsmärkten, insbesondere bei den vorgeplanten Objekten, dadurch begegnet, in dem Größenvorteile genutzt werden sowie andererseits durch frühzeitige Vertragsabschlüsse mit den Generalunternehmern eine hohe Kostensicherheit gegeben ist.

Wir haben im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells ein neues Kursziel in Höhe von 83,35 € (bisher: 87,80 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist ausschließlich eine Folge einer marktbedingten weiteren Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,25 % (bisher: 0,80 %), was zu einem weiteren Anstieg der gewichteten Kapitalkosten auf 6,61 % (bisher: 6,40 %) geführt hat. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 38,90 € vergeben wir 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 2022 bis 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 6,0 % (bisher: 5,0 %). Die höhere Umsatzerwartung in der Stetigkeitsphase reflektiert die inflations- und kostenbedingt erwarteten höheren Verkaufspreise der HELMA-Objekte. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 11,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 31,5 % (bisher: 29,8 %) 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 1,25 % (bisher 0,80 %).**

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 9,74 % (bisher: 9,29 %) (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 6,61 % (bisher: 6,40 %).

Bewertungsergebnis

Als Resultat des DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Wert von 83,35 € (bisher: 87,80 €) ermittelt. Die Kurszielminderung ist ausschließlich eine Folge der Anhebung des risikolosen Zinssatzes und damit der gewichteten Kapitalkosten als Diskontierungsfaktor.

HELMA Eigenheimbau AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	11,0%	ewige EBITA - Marge	10,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,5%	effektive Steuerquote im Endwert	31,5%
Working Capital zu Umsatz	89,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
Umsatz (US)	360,66	406,57	437,06	463,28	491,08	520,55	551,78	584,89	
<i>US Veränderung</i>	8,8%	12,7%	7,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	14,76	16,21	16,76	16,76	16,76	16,76	16,76	16,76	
EBITDA	33,44	40,98	47,93	50,81	53,85	57,09	60,51	64,14	
<i>EBITDA-Marge</i>	9,3%	10,1%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	30,64	38,13	44,93	47,81	50,67	53,71	56,94	60,35	
<i>EBITA-Marge</i>	8,5%	9,4%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,4%
Steuern auf EBITA	-9,81	-12,01	-14,15	-15,06	-15,99	-16,95	-17,96	-19,04	
<i>zu EBITA</i>	32,0%	31,5%	31,5%	31,5%	31,6%	31,6%	31,6%	31,6%	31,5%
EBI (NOPLAT)	20,84	26,12	30,78	32,75	34,69	36,77	38,97	41,31	
Kapitalrendite	5,9%	7,2%	7,8%	7,8%	7,8%	8,1%	8,3%	8,6%	8,6%
Working Capital (WC)	340,00	372,00	395,00	416,56	426,56	436,56	446,56	456,56	
<i>WC zu Umsatz</i>	94,3%	91,5%	90,4%	89,9%	89,9%	89,9%	89,9%	89,9%	
<i>Investitionen in WC</i>	-8,11	-32,00	-23,00	-21,56	-10,00	-10,00	-10,00	-10,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	24,43	25,08	26,08	27,64	29,30	31,06	32,92	34,90	
<i>AFA auf OAV</i>	-2,80	-2,85	-3,00	-3,00	-3,18	-3,37	-3,57	-3,79	
<i>AFA zu OAV</i>	11,5%	11,4%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-3,70	-3,50	-4,00	-4,56	-4,84	-5,13	-5,44	-5,76	
Investiertes Kapital	364,43	397,08	421,08	444,20	455,86	467,62	479,48	491,46	
EBITDA	33,44	40,98	47,93	50,81	53,85	57,09	60,51	64,14	
Steuern auf EBITA	-9,81	-12,01	-14,15	-15,06	-15,99	-16,95	-17,96	-19,04	
Investitionen gesamt	-11,81	-35,50	-27,00	-26,13	-14,84	-15,13	-15,44	-15,76	
<i>Investitionen in OAV</i>	-3,70	-3,50	-4,00	-4,56	-4,84	-5,13	-5,44	-5,76	
<i>Investitionen in WC</i>	-8,11	-32,00	-23,00	-21,56	-10,00	-10,00	-10,00	-10,00	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	11,83	-6,53	6,78	9,62	23,03	25,01	27,11	29,34	704,46

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	531,07	572,69
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	80,97	92,86
<i>Barwert des Continuing Value</i>	450,09	479,84
Nettoschulden (Net debt)	223,01	239,14
Wert des Eigenkapitals	308,06	333,56
Fremde Gewinnanteile	-0,15	-0,16
Wert des Aktienkapitals	307,91	333,40
Ausstehende Aktien in Mio.	4,00	4,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	76,98	83,35

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,54
<i>Eigenkapitalkosten</i>	9,7%
<i>Zielgewichtung</i>	60,0%
<i>Fremdkapitalkosten</i>	2,8%
<i>Zielgewichtung</i>	40,0%
<i>Taxshield</i>	30,2%
WACC	6,6%

Kapitalrendite	WACC				
	6,3%	6,5%	6,6%	6,8%	6,9%
8,3%	87,96	82,76	77,90	73,36	69,11
8,5%	90,93	85,60	80,63	75,98	71,62
8,6%	93,89	88,44	83,35	78,59	74,14
8,8%	96,85	91,28	86,07	81,21	76,65
8,9%	99,82	94,12	88,80	83,82	79,16

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:

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