



## Researchstudie (Anno)

### HELMA Eigenheimbau AG



- **Sondereffekte belasten Ergebnisentwicklung in 2022 -**
- **Geschäftsjahr 2023 soll ein „Brückenzahl“ werden -**
- **Mittelfristige Aussichten aufgrund umfangreicher  
Projektpipeline positiv -**

**Kursziel: 29,40 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 24

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

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

### Kaufen

Kursziel: 29,40 €  
(bisher: 29,00 €)

aktueller Kurs: 15,50  
14.03.2023; XETRA; 13:55 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578  
WKN: A0EQ57  
Börsenkürzel: H5E  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 4,00  
Marketcap<sup>3</sup>: 62,00  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 273,27  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 68,9 %

Transparenzlevel:  
Scale  
Marktsegment:  
Freiverkehr  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 25

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

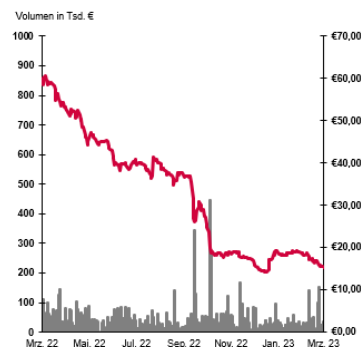
Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgersgeschäft

Mitarbeiter: 362 Stand: 31.12.2022

Gründung: 1980

Firmensitz: Lehrte

Vorstand: Andrea Sander, 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	31.12.2022*	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	302,45	305,47	320,75	352,82
EBIT	6,25	4,26	10,71	23,45
EBT	3,53	3,38	8,36	21,05
Jahresüberschuss	2,10	2,29	5,69	14,39

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,53	0,57	1,42	3,60
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,40	1,00

\*gemäß vorläufigen Zahlen

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,91	0,90	0,86	0,78
EV/EBIT	44,11	64,64	25,75	11,76
KGV	30,61	28,14	11,31	4,48
KBV	0,52			

### Finanztermine

22.03.23: Geschäftsbericht 2023
07.07.23: Hauptversammlung
10.08.23: Halbjahresbericht 2023
27.11.23: EK-Forum

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
07.12.2022: RS / 29,00 / KAUFEN
13.10.2022: RS / 54,35 / KAUFEN
18.08.2022: RS / 83,35 / KAUFEN
11.07.2022: RS / 87,85 / KAUFEN
10.03.2022: RS / 93,75 / 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

- Das abgelaufene Geschäftsjahr 2022 war für die HELMA Eigenheimbau AG (kurz: HELMA) von unterschiedlichen Herausforderungen geprägt. Auf der einen Seite lag eine deutliche Abschwächung der Baukonjunktur vor, die von steigenden Zinsen, gestiegenen Errichtungskosten und einer eingeschränkten Materialverfügbarkeit geprägt war. Zudem hatte die Insolvenz der Natura-Holzbau GmbH, einem wesentlichen Subunternehmen der HELMA Ferienimmobilien GmbH, zusätzliche Belastungen nach sich gezogen. Diese stehen mit einer verspäteten Übergabe der Objekte, notwendigen Nachbesserungsarbeiten sowie der Suche nach Ersatz-Dienstleistern im Zusammenhang.
- In Summe hatten diese Effekte zu einer sichtbar rückläufigen Umsatzentwicklung auf 302,45 Mio. € (VJ: 331,49 Mio. €) geführt. Besonders war hierfür das Segment „Individuell“ verantwortlich, welches mit Umsätzen in Höhe von -15,1 % auf 151,70 Mio. € (VJ: 178,66 Mio. €) deutlich unter Vorjahresniveau lag. Bei den individuell geplanten Objekten handelt es sich in der Regel um ein kleinteiligeres Geschäft mit kürzeren Planungszeiträumen und daher liegt hier eine höhere Sensitivität auf aktuelle Marktentwicklungen vor. Im Segment „Vorgeplant“, in dem größere Projekte abgearbeitet werden, wurde nur ein leichter Umsatzrückgang in Höhe von -1,4 % auf 150,75 Mio. € (VJ: 152,83 Mio. €) ausgewiesen.
- Der Umsatzrückgang war gemäß vorläufigen Zahlen von einer deutlichen Reduktion des EBT auf 3,53 Mio. € (VJ: 27,29 Mio. €) begleitet. Zusätzlich zur rückläufigen Umsatzentwicklung hatte die HELMA Rückstellungen für die absehbaren Belastungen im Zusammenhang mit der Insolvenz des Subunternehmens vorgenommen. Zudem wurde ein an die Natura-Holzbau GmbH gewährtes Darlehen vollständig abgeschrieben. Beide Vorgänge hatten Sonderaufwendungen in Höhe von 17,56 Mio. € nach sich gezogen, was den deutlichen EBT-Rückgang erklärt.
- Auch wenn für das laufende Geschäftsjahr 2023 keine weiteren Sonderaufwendungen erwartet werden, rechnet das HELMA-Management sowohl auf Umsatz- als auch auf EBT-Ebene mit einer weitestgehend konstanten Entwicklung. Weiterhin geht der Vorstand damit von einem unverändert herausfordernden Marktumfeld aus. Darüber hinaus wird weiterhin von steigenden Errichtungskosten ausgegangen sowie steigende Zinsaufwendungen unterstellt. Kurzfristig steht für das laufende Geschäftsjahr die Refinanzierung von 58,34 Mio. € an, was mit einem deutlichen Anstieg der Zinsaufwendungen einhergehen sollte. In Summe sollte die Ergebnisentwicklung der Geschäftsjahre 2023 und 2024 von erhöhten Aufwendungen belastet sein. Ab 2025 sollte mit einer erwarteten Entspannung bei den Baupreisen, der möglichen Weitergabe der Kostensteigerungen sowie der vollständigen Auswirkung der Restrukturierungsmaßnahmen wieder eine spürbare Rentabilitätsverbesserung erreicht werden.
- Die weiterhin bestehende umfangreiche Projektpipeline von insgesamt 1,84 Mrd. € dient als eine gute Grundlage für die mittelfristige Geschäftsentwicklung. Nach unseren Berechnungen sollte hieraus ein jährliches Umsatzvolumen von mindestens 230 Mio. € erreicht werden, zuzüglich dem Geschäft der Baudienstleistungen. Abseits der aktuellen baukonjunkturellen Schwierigkeiten genießt die Immobilie nach wie vor einen hohen Stellenwert als Altersvorsorge und Kapitalanlage und es herrscht unverändert ein nicht nachfragegerechtes Angebot an Wohneigentum.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2023 orientieren wir uns an der Unternehmens-Guidance und unterstellen einen leichten Umsatzanstieg auf 305,48 Mio. €. Wie dargestellt, der vertraglich gesicherte Auftragsbestand in Höhe von 303,32 Mio. € liefert

hierfür eine aussagekräftige Grundlage. Für die kommenden beiden Geschäftsjahre 2024 und 2025 rechnen wir mit einem leichten Anstieg der Wachstumsdynamik. Hier gehen wir von einer Beruhigung der Inflationsentwicklung und damit einem Abflachen des Zinsanstiegs aus, was sich positiv auf die Nachfrage auswirken könnte. Die Ergebnisentwicklung des laufenden und kommenden Geschäftsjahres sollte noch von den erhöhten Bau- und Finanzierungskosten geprägt sein. Erst ab dem Geschäftsjahr 2025 rechnen wir mit einer deutlichen Verbesserung der Ergebnismargen.

- Das im Rahmen des aktualisierten Bewertungsmodells ermittelte Kursziel beläuft sich auf 29,40 € (bisher: 29,00 €). Die kurszielmindernden Effekte aus der Reduktion der Prognosen und der leichten Erhöhung des Kapitalisierungszinssatzes werden von der erstmaligen Hereinnahme der 2025er Schätzungen in die konkrete Schätzperiode leicht überkompensiert. Die 2025er Schätzungen liefern dabei eine höhere Grundlage für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells, als dies bisher bei den 2024er Schätzungen (letzte konkrete Schätzperiode im bisherigen Bewertungsmodell) der Fall war. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>ESG-Analyse .....</b>	<b>5</b>
ESG/Nachhaltigkeits-Check .....	5
SDG-Referenz: Unternehmensspezifischer Beitrag zu den 17 UN- Nachhaltigkeitszielen (Auszug) .....	6
<b>Unternehmen .....</b>	<b>8</b>
Aktionärsstruktur .....	8
Konsolidierungskreis .....	8
Geschäftssegmente .....	8
Segment Individuell .....	8
Segment Vorgeplant .....	9
Projektpipeline .....	10
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>11</b>
Marktumfeld Wohnungsbau .....	11
Marktumfeld Ferienimmobilien .....	12
<b>Unternehmensentwicklung .....</b>	<b>14</b>
Kennzahlen im Überblick .....	14
Geschäftsentwicklung 2022 .....	15
Umsatzentwicklung 2022 .....	15
Ergebnisentwicklung 2022 .....	16
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2022 .....	18
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>19</b>
Prognosegrundlage .....	19
Umsatz- und Ergebnisprognose .....	20
Bewertung .....	22
Modellannahmen .....	22
Bestimmung der Kapitalkosten .....	22
Bewertungsergebnis .....	22
DCF-Modell .....	23
<b>Anhang .....</b>	<b>24</b>

## ESG-ANALYSE

### ESG/Nachhaltigkeits-Check

Neben den zunehmenden regulatorischen Aspekten (Stichwort: EU-Taxonomie, Offenlegungsverordnung etc.) hat das Thema Nachhaltigkeit für CEOs eine weitere, nicht minder wichtige Dimension: Nachhaltigkeit und Transparenz spielen heute eine tragende Rolle für die Bewertung eines Unternehmens am Kapitalmarkt und sind ausschlaggebend für die Anlageentscheidungen institutioneller Investoren – sowohl bei Aktien als auch bei Bonds. Vor diesem Hintergrund haben wir die **HELMA Eigenheimbau AG** einem Nachhaltigkeits-Check auf Basis unseres standardisierten und proprietären Nachhaltigkeitsfragebogens unterzogen, um ein unternehmensspezifisches ESG-Profil zu erstellen und konkrete nachhaltigkeitsorientierte Unternehmensaktivitäten zu durchleuchten.

**ESG-Profil:** Nachhaltigkeitsorientierte Aktivitäten des Unternehmens (auf Basis der Beantwortung des GBC-Nachhaltigkeitsfragebogens)

#### E - Beitrag zum Umweltschutz

- ❖ Entwicklung und Realisierung energieeffizienter respektive -autarker Gebäude (Green Buildings)
- ❖ Anwendung und Entwicklung besonderer Energieeffizienzsysteme
- ❖ Backoffice-Tätigkeiten werden papierlos durchgeführt (Stichwort: Müllvermeidung)
- ❖ Stromversorgung der Unternehmenszentrale in Lehrte überwiegend aus erneuerbaren Energiequellen. Zusätzlich wurden Photovoltaikanlagen als essenzielle Stromquelle des HELMA-Verwaltungsgebäudes installiert.
- ❖ Strombezug aus Ökostromquellen

#### S – Maßnahmen für ein nachhaltiges Arbeitsumfeld und Personalförderung

- ❖ Angebot kostenfreier Trainings- und Schulungsmöglichkeiten wie Sozialkompetenz-Seminare, Seminare für Führungskräfteentwicklung, IT-Fortbildungen oder Sprachkurse für die Mitarbeiter
- ❖ Kinderförderung und Kindergartenzuschuss oder Betreuungszuschuss
- ❖ Gleitzeit/ flexible Arbeitszeitgestaltung
- ❖ Teilzeitstellen für Mitarbeiter mit Kindern
- ❖ Homeoffice/ Remote Work
- ❖ Gesundheitsangebote, wie beispielsweise Rückenschulungsprogramme oder Stresseminare

#### G – Unternehmensführung

- ❖ Verringerung von CO<sub>2</sub>-Emissionen und dadurch Verbesserung des Umwelt- und Klimaschutzes als wesentliches Unternehmensziel und Bestandteil der Konzeptplanung für energieeffiziente bzw. -autarke Gebäude (Green Buildings)
- ❖ Kontinuierliche Investitionen in Technologien/Digitalisierung, Mitarbeiter, Verbesserung von Energieeffizienzsystemen
- ❖ Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten als integraler Bestandteil bei der Unternehmensphilosophie und strategischen Ausrichtung der Geschäftsaktivitäten
- ❖ Umsetzung einer nachhaltigen Corporate Governance

Die HELMA ist einer der führenden deutschen Baudienstleister mit Full-Service-Angebot. Der Unternehmensfokus liegt dabei auf dem energieeffizienten, energieautarken respektive nachhaltigen Bauen (Stichwort: Green Buildings). Ein nachhaltiger Umgang und Einsatz von Ressourcen ist die Basis für den Erfolg des Unternehmens. Die HELMA entwickelt nachhaltige Energiekonzepte im Rahmen der Realisierung von Häuser- und Wohnungsbauprojekten. Die Berücksichtigung des Klimaschutzes, Förderung der energieeffizienten und ressourcenschonenden Prozessgestaltung untermauern die Ambitionen des Unternehmens, den Wohnungsbau im Sinne der Nachhaltigkeit zu realisieren.

### SDG-Referenz: Unternehmensspezifischer Beitrag zu den 17 UN-Nachhaltigkeitszielen (Auszug)

Die HELMA Eigenheimbau AG leistet einen wesentlichen Beitrag zu den Zielen: 3, 4, 5, 8, 9, 11, 13, 15 und 17. Dadurch trägt die Gesellschaft zur Zielerfüllung zu 9 von 17 UN-Nachhaltigkeitszielen aktiv bei. Somit wird deutlich, dass die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten ein essenzieller Bestandteil des Geschäftsmodells und der Unternehmensstrategie darstellen und das Thema Nachhaltigkeit einen immanenten Stellenwert bei der Ausrichtung der Geschäftsaktivitäten einnimmt.



**IMPACT:** Die HELMA Eigenheimbau AG leistet durch seine Geschäftsaktivitäten im Bereich Green Buildings respektive energieeffizientes und energieautarkes Bauen einen signifikanten Beitrag zu den drei nachfolgenden UN-Nachhaltigkeitszielen.



#### Nachhaltige Städte und Gemeinden – „Städte und Siedlungen inklusiv, sicher, widerstandsfähig und nachhaltig machen“

Durch die Umsetzung **nachhaltiger Energiekonzepte** im Bereich des Wohnungs- und Gebäudebaus schafft das Unternehmen neben dem Wohnraum für eine Vielzahl an Menschen auch Zugang zu energieeffizienten Häusern, wodurch ein Beitrag zur Reduktion von CO<sub>2</sub>-Emissionen und damit zur Schonung der Umwelt geleistet wird. Die Energiekonzepte werden seit 2018 auch beim Bau von energieautarken Reihen- und Mehrfamilienhäusern angewendet und im Sinne der Nachhaltigkeit kontinuierlich weiterentwickelt. Der Fokus der nächsten Entwicklungsstufe liegt momentan auf der Enttechnisierung der Häuser, um Kosteneinspareffekte zu erzielen. Ursprünglich wurden die ersten energieautarken Häuser sowohl mit Solarthermie- als auch Photovoltaikkollektoren ausgestattet. Nun wurde das Energiekonzept weiterentwickelt und somit enttechnisiert, sodass künftig nur noch Photovoltaikkollektoren verbaut werden.



### **Maßnahmen zum Klimaschutz – „Umgehend Maßnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels und seiner Auswirkungen ergreifen“**

**Green/Sustainability Impact:** Das Thema Klima- und Umweltschutz spielt bei der HELMA eine wichtige Rolle. Dies wird durch die Umsetzung nachhaltiger Energiekonzepte beim Wohnungs- und Häuserbau deutlich. Die CO<sub>2</sub>-Emissionen des Gebäudebestandes in Deutschland liegen bei circa 46,0 kg/m<sup>2</sup>a. Im Vergleich dazu weisen die von der HELMA realisierten Gebäude einen CO<sub>2</sub>-Austoss von lediglich 9,8 kg/m<sup>2</sup>a auf. Dadurch ermöglichen die energieeffizienten Eigenheime der HELMA mit circa 1000 Häusern und Wohnungen eine **CO<sub>2</sub>-Einsparung von circa 5.000 Tonnen pro Jahr**.



### **Leben an Land – „Landökosysteme schützen, wiederherstellen und ihre nachhaltige Nutzung fördern, Wälder nachhaltig bewirtschaften, Wüstenbildung bekämpfen, Bodenverschlechterung stoppen und umkehren und Biodiversitätsverlust stoppen“**

Der **Erhalt** und die **Förderung der Biodiversität** stellen einen integralen Bestandteil bei der Projektierung von Grundstücken mit Wohn- und Ferienimmobilien dar. Daher arbeitet HELMA im Rahmen von Bebauungsplanverfahren zusammen mit Experten und Sachverständigen wie Naturschutzverbänden, Umweltbehörden und Landschaftsplanern daran, die **Artenvielfalt** in der jeweiligen Umgebung bestmöglich **zu schützen**. Im Rahmen dieser Bebauungsplanverfahren sollen projektspezifische Konzepte zum Erhalt und Pflege von Naturflächen und Artenvielfalt erarbeitet werden, um somit die Realisierung der Wohn- und Ferienimmobilien durch HELMA in Einklang mit ökologischen Belangen zu bringen.

#### **GBC Nachhaltigkeitsfazit:**

Zusammenfassend adressiert die HELMA insgesamt **9 der 17** UNESCO Nachhaltigkeitsziele und leistet somit einen aktiven Beitrag zu deren Erreichung. Dadurch ist ein Investment in ein nachhaltig agierendes Unternehmen sichergestellt und eignet sich somit gut für ein nachhaltigkeitsorientiertes (ESG-konformes) Portfolio. Die HELMA bietet dem Anleger somit die Möglichkeit, aktiv in das stark wachsende Segment der Green Buildings zu investieren. In diesem Zusammenhang stellt ein verstärktes Umweltbewusstsein und intaktes Nachhaltigkeitsmanagement der HELMA Eigenheimbau AG ein ideales ESG/Impact-Investment dar.

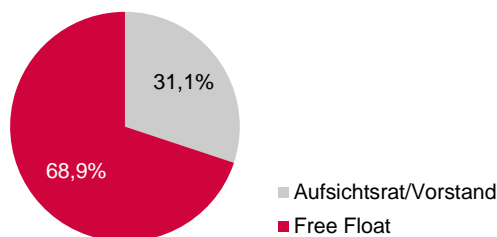


## UNTERNEHMEN

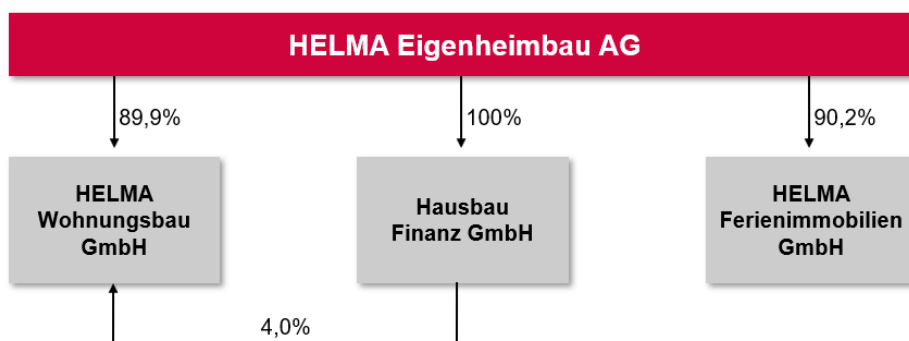
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Karl-Heinz Maerzke (Aufsichtsrat)	31,0 %
Vorstand	0,1 %
Free Float	68,9 %

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Der Konsolidierungskreis der **HELMA Eigenheimbau AG** (kurz: HELMA) repräsentiert die unterschiedlichen Geschäftsbereiche 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 Bau-durchführung erbracht. Komplettiert wird das Dienstleistungsspektrum der HELMA durch die Vermittlung von Finanzierungs- und Bauversicherungen, welche über die Tochtergesellschaft **Hausbau Finanz GmbH** realisiert wird.

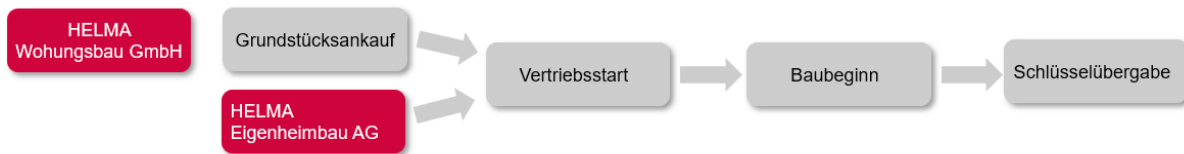
### Geschäftssegmente

Seit der Veröffentlichung der Geschäftszahlen 2021 nimmt die HELMA eine neue Segmentierung nach „Individuell“ und „Vorgeplant“ vor. Gemäß Unternehmensangaben liegt diese Segmentierung für das interne Controlling bereits vor, so dass damit nun die externe an die interne Kommunikation angegliedert wird.

#### Segment Individuell

In diesem Segment fasst die HELMA den Verkauf und die schlüsselfertige Errichtung von Einfamilienhäusern auf fremden Grundstücken und auf eigenen Grundstücken zusammen. Damit ist diesem Bereich das gesamte klassische Baudienstleistungsgeschäft der HELMA Eigenheimbau AG sowie die individuell geplanten Einfamilienhäuser auf eigenen Grundstücken enthalten. Der Verkauf der Einfamilienhäuser auf eigenen Grundstücken stellt einen Teil des in der HELMA Wohnungsbau GmbH enthaltenen Bauträgergeschäftes dar.

### Wertschöpfungskette des Segments „Individuell“



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

In diesem Segment werden Wohnimmobilien vornehmlich an Privatpersonen und Familien aus mittleren und hohen Einkommensschichten angeboten. Sowohl beim Angebot auf eigenem Grundstück als auch auf dem Grundstück des Käufers wird die gesamte Wertschöpfung des Wohnimmobilienbaus abgedeckt. Dazu gehören nach dem Vertriebsstart die individuelle Planung der Massivhäuser gemeinsam mit den Bauherren, die Bemusterung der verschiedenen Gewerke sowie die Erstellung der Bauantragsunterlagen. 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.

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.

### Segment Vorgeplant

Mit der gleichen umfangreichen Wertschöpfung werden in diesem Segment vorgeplante Wohneinheiten in Doppel-, Reihen- und Mehrfamilienhäusern sowie Ferienimmobilien errichtet. Hier werden die Objekte auf HELMA-Grundstücken errichtet. Während sich die Grundstücke im Ferienimmobilien-Bereich vorwiegend an der Nord- und Ostsee sowie an attraktiven Seen- und Flusslagen und im Mittelgebirge in Deutschland befinden, liegen die Grundstücke für den Wohnimmobilienbereich in stadtnahen Lagen größerer Städte.

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.

## Projektpipeline

	Anzahl Einheiten			Umsatzpotenzial (in Mio. €)		
	Individuell	Vorgeplant	Summe	Individuell	Vorgeplant	Summe
Wohnungsbau (Berlin/Potsdam)	620	705	1.325	368,40	373,2	741,6
Wohnungsbau (Hamburg/Hannover)	185	230	415	100,2	109,2	209,4
Wohnungsbau (Leipzig)	300	45	345	141,0	26,0	167,0
Wohnungsbau (München)	-	190	190	-	177,9	177,9
Wohnungsbau (Rhein-Main/Rhein-Ruhr)	60	-	60	32,50	-	32,5
Ferienimmobilien	-	1.070	1.070	-	513,0	513,0
<b>Gesamt</b>	<b>1.165</b>	<b>2.240</b>	<b>3.405</b>	<b>642,1</b>	<b>1.199,3</b>	<b>1.841,4</b>

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Die Basis für das künftige Unternehmenswachstum wird durch die umfangreiche Projektpipeline dargestellt. Zum 31.12.2022 enthält die Pipeline die Errichtung von insgesamt 3.405 Objekten, welche insgesamt ein Umsatzpotenzial von 1.841,4 Mio. € aufweisen. Die hier vorliegende Pipeline ist ausschließlich dem Bauträgergeschäft (Objekterrichtung auf HELMA-Grundstück) zuzuordnen und demnach liegen hier bereits gesicherte Grundstücke vor.

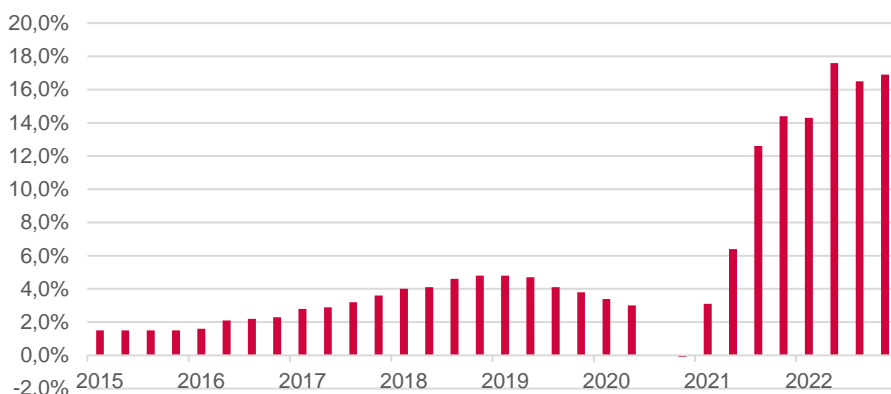
## MARKT UND MARKTUMFELD

### Marktumfeld Wohnungsbau

Im abgelaufenen Jahr war der Wohnungsneubau in Deutschland von deutlich eingetrübten Marktvorgaben geprägt. Die Summe aus hohen Energie- und Materialkosten und dem daraus resultierenden Anstieg der Baukosten auf der einen Seite sowie von deutlich verteuerten Bauzinsen auf der anderen Seite, hatten zu einer rückläufigen Entwicklung beim Wohnungsneubau geführt. Darüber hinaus kam es aufgrund einer nur eingeschränkten Materialverfügbarkeit auch bei laufenden Projekten zu erheblichen Verzögerungen. Ein weiterer, nicht mit der allgemeinen konjunkturellen Lage zusammenhängender Faktor, war der Auslauf der Förderung von Neubauten der Energiestandard-Klasse 55.

Gemäß Daten des statistischen Bundesamtes lagen die Preise für den Neubau konventionell gefertigter Wohngebäude im November 2022 um 16,9 % über dem Wert des Vorjahresmonats. Damit wurde bereits im sechsten Quartal in Folge ein gegenüber dem Vorjahreswert jeweils zweistelliges Kostenwachstum erreicht. Über alle Gewerke hinweg wurden dabei zum Teil deutliche Preissteigerungen verzeichnet.

### Baupreisindex für Wohngebäude (2015 = 100), Veränderung ggü. Vorjahresmonat



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

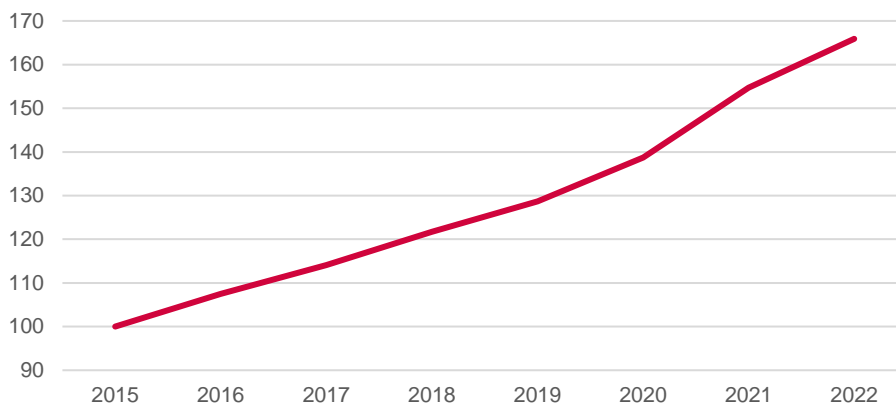
Begleitet wurden die Baukostensteigerungen und Bauverzögerungen von einer sichtbaren Verteuerung der Finanzierungskosten. Im Nachgang der Verabschiedung der Nullzins-Politik der EZB legten die Baufinanzierungs-Zinsen sprunghaft zu. Nach Bundesbank-Statistiken lag der Effektivzinssatz für besicherte Wohnungsbaukredite mit mindestens 10jähriger Zinsbindung im Januar 2023 bei 3,70 % und damit deutlich höher als zu Beginn des vergangenen Jahres. Im Januar 2022 wurde ein Zinssatz von gerade einmal durchschnittlich 1,37 % aufgerufen. Im Januar 2023 lag zudem das Neugeschäftsvolumen mit 12,73 Mrd. € deutlich unter dem Vorjahresmonat, in dem neue Wohnungsbaukredite in Höhe von 25,09 Mrd. € gemeldet wurden.

Die Summe aus diesen Marktvorgaben lässt sich insbesondere gut anhand der Anzahl der Baugenehmigungen ablesen. Bis November 2022 wurden nach Daten des Statistischen Bundesamtes insgesamt 276 Tausend Wohnungen in neu zu errichtenden Wohngebäuden genehmigt, was gegenüber dem Vorjahreszeitraum einem Rückgang von 5,8 % gleichkommt. Gegenüber den von der Bundesregierung geplanten 400 Tausend neuen Wohnungen wird hier eine erhebliche Angebotslücke sichtbar. Die tatsächliche Zahl der Baufertigstellungen 2022 dürfte erst im Mai 2023 veröffentlicht werden.

Mit Bezug auf den Wohnungsbedarf in Deutschland kommen verschiedene Untersuchungen zu unterschiedlichen Ergebnissen. Im Vorfeld des Ukraine-Krieges hat beispielsweise das Institut der deutschen Wirtschaft in Köln (IW) einen jährlichen Bedarf an neuen Wohnungen von 308 Tausend ermittelt. Das Forschungsinstitut empirica sieht im mittleren Szenario bis zum Jahr 2031 einen jährlichen Wohnungsbedarf von 170 bis 243 Tausend. Unter Berücksichtigung von Fehlallokationen, des Flüchtlingsstroms aus der Ukraine sowie der auf der Fachkräfteeinwanderung ausgerichteten Politik beziffert die Bundesbauministerin Klara Geywitz den Wohnungsneubaubedarf auf 400 Tausend jährlich.

Ein Symptom der nach wie vor bestehenden Bedarfslücke im Wohnungsbau ist insbesondere die fortgesetzte aufwärtsgerichtete Entwicklung der Wohnimmobilien- und Grundstückspreise. Über den Häuser-Preisindex des Statistischen Bundesamtes abgebildet, welcher per Ende des dritten Quartals 2022 bei 165,9 Punkten lag (Q3 2021: 158,2), wird ersichtlich, dass die Häuserpreise auch in 2022 weiter zugelegt haben. Die Preissteigerungen dürften auch mit den gestiegenen Baukosten zusammenhängen.

### Häuser-Preisindex (2015=100)



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG; \*Q1-Q3 2022

Mit einem umfangreichen Grundstücksbestand (Bilanzwert zu Einstandskosten: 259,60 Mio. €) verfügt die HELMA über eine umfangreiche Grundlage, um von den insgesamt positiven Marktaussichten zu profitieren. 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 bis 2021 um nahezu 90 % deutlich an. Im gleichen Zeitraum legten die Häuserpreise um 54,7 % zu.

### Marktumfeld Ferienimmobilien

Auch die Asset-Gattung Ferienimmobilien ist abhängig von den allgemeinen Markt Vorgaben des Immobilienbereiches. Steigende Finanzierungskosten, ein Mangel an Materialverfügbarkeit und steigende Baukosten sind auch für diesen Immobilienbereich prägende Aspekte. In dieser Assetklasse hatte die HELMA die Insolvenz eines wesentlichen Subunternehmens zu verkraften, was bezeichnend für das herausfordernde Marktumfeld, bei eigentlich guten ferienbezogenen Markt Vorgaben, ist.

Die guten Markt Vorgaben, die nach Überwinden der aktuellen herausfordernden Baukonjunktur, für ein attraktives Marktumfeld im Ferienimmobilienbereich sorgen sollten, haben ihr Fundament im gestiegenen Tourismus in Deutschland. Nachdem die Übernachtungszahlen im Zuge der Corona-Pandemie in den Jahren 2020 und 2021 den zuvor einge-

schlagenen Wachstumstrend unterbrochen hatten, wurde im abgelaufenen Kalenderjahr wieder ein deutlicher Anstieg verzeichnet. Zwischen Januar und November wurden insgesamt 423 Mio. Übernachtungen gemeldet und damit bereits deutlich mehr als in den Corona-Jahren (2020: 302 Mio.; 2021: 310 Mio.). Im bisherigen Rekordjahr 2019 lag die Zahl der Übernachtungen in deutschen Beherbergungsbetrieben bei 496 Mio. Ferienhäuser/Ferienimmobilien konnten in der Corona-Krise sogar Marktanteile gewinnen und liegen auch im Jahr 2022 deutlich oberhalb der Vor-Corona-Pandemie. In den Jahren vor der Corona-Pandemie machten Ferienwohnungen zwischen 8,0 – 9,7 % an den Gesamtübernachtungen aus. Im vergangenen Jahr lag dieser Wert bei 11,7 % und damit spürbar höher.

Darauf aufbauend profitiert die Asset-Klasse Ferienimmobilie von einer steigenden Attraktivität. Darüber hinaus lassen sich bei der Vermietung von Ferienimmobilien außergewöhnlich hohe Mieteinnahmen erzielen, die mit einer dauerhaften Vermietung von Wohnobjekten nicht zu erreichen sind. Dies geht aus dem aktuellen Marktbericht Ferienimmobilien 2022 von Engel & Völkers hervor. Rund 65 % der Kaufinteressenten erwerben Wohnimmobilien mit der Absicht, diese selbst zu nutzen und zu vermieten. Je nach Lage des Objektes lassen sich Renditen von bis zu 6 % erzielen.

Die Ferienimmobilien-Projekte der HELMA befinden sich in stark nachgefragten Regionen an der Ost- und Nordsee sowie in den Mittelgebirgsregionen. Daher ist zu erwarten, dass die Gesellschaft künftig von einer hohen Nachfrage bei ihren Projekten profitieren sollte.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022*	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	331,49	302,45	305,47	320,75	352,82
Bestandsveränderung	24,21	38,19	15,00	10,00	10,00
<b>Gesamtleistung</b>	<b>331,49</b>	<b>302,45</b>	<b>305,47</b>	<b>320,75</b>	<b>352,82</b>
sonst. Erträge	1,61	3,64	1,50	1,50	1,50
Materialaufwand	-272,20	-275,75	-259,38	-263,39	-276,38
Personalaufwand	-29,03	-33,46	-30,48	-29,50	-30,09
Abschreibungen	-2,74	-2,88	-2,80	-2,85	-3,00
sonst. Betriebliche Aufwendungen	-25,43	-25,94	-25,05	-25,80	-31,40
<b>EBIT</b>	<b>27,90</b>	<b>6,25</b>	<b>4,26</b>	<b>10,71</b>	<b>23,45</b>
Finanzaufwendungen	-0,73	-2,72	-0,88	-2,35	-2,40
sonstige Finanzerträge	0,11	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>27,29</b>	<b>3,53</b>	<b>3,38</b>	<b>8,36</b>	<b>21,05</b>
Steuern	-8,48	-1,39	-1,07	-2,63	-6,63
Minderheiten	-0,04	-0,04	-0,03	-0,03	-0,03
<b>JÜ</b>	<b>18,77</b>	<b>2,10</b>	<b>2,29</b>	<b>5,69</b>	<b>14,39</b>
EBITDA	30,65	9,13	7,06	13,56	26,45
in % der Umsatzerlöse	9,2%	3,0%	2,3%	4,2%	7,5%
EBIT	27,90	6,25	4,26	10,71	23,45
in % der Umsatzerlöse	8,4%	2,1%	1,4%	3,3%	6,6%
Ergebnis je Aktie in €	4,69	0,53	0,57	1,42	3,60
Dividende je Aktie in €	1,72	0,00	0,00	0,40	1,00

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

## Geschäftsentwicklung 2022

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022*
Umsatzerlöse	263,24	273,99	331,49	302,45
EBIT	22,78	22,17	27,90	6,25
EBIT-Marge	8,7%	8,1%	8,4%	2,1%
bereinigtes EBIT	23,49	23,23	30,17	8,76
bereinigte EBIT-Marge	8,9%	8,5%	9,1%	2,9%
EBT	23,59	22,46	27,29	3,53
Jahresüberschuss	16,14	15,37	18,77	2,10
EPS in €	4,04	3,84	4,69	0,53

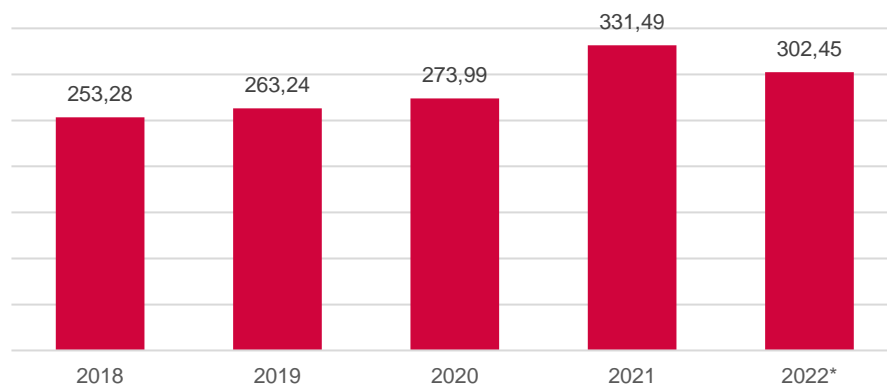
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; \*vorläufige Zahlen

## Umsatzentwicklung 2022

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2022 war für die HELMA von besonderen Herausforderungen geprägt. Auf der einen Seite hatte das allgemein gestiegene Zinsniveau, die eingeschränkte Material- und Personalverfügbarkeit sowie die gestiegenen Objekterrichtungskosten das operative Geschäft sichtbar belastet. Bemerkbar macht sich dies anhand des deutlich rückläufigen Auftragseingangs, welcher mit 255,17 Mio. € (VJ: 446,56 Mio. €) um 42,9 % unter Vorjahresniveau liegt. Darüber hinaus hatte die Insolvenz der Natura-Holzbau GmbH, einem wesentlichen Subunternehmen für die HELMA Ferienimmobilien GmbH, zusätzliche Belastungen nach sich gezogen. Demzufolge hatte das HELMA-Management Ende November 2022 zum zweiten Mal im abgelaufenen Geschäftsjahr die Prognosen reduziert und den unteren Bereich der Umsatzbandbreite (300 bis 320 Mio. €) und ein EBT im mittleren einstelligen Bereich in Aussicht gestellt.

Gemäß den veröffentlichten vorläufigen Zahlen 2022 wurden Umsatzerlöse in Höhe von 302,45 Mio. € (VJ: 331,49 Mio. €) erwirtschaftet, welche damit innerhalb der im November 2022 angepassten Prognose liegen. In unserer letzten Researchstudie (siehe Studie vom 07.12.2022) hatten wir Umsatzerlöse in Höhe von 304,20 Mio. € prognostiziert. Der deutliche Rückgang der Umsatzerlöse in Höhe von -8,8 % dürfte einerseits auf einen marktbedingten Nachfragerückgang und höheren Storno-Quoten zurückzuführen sein. Auf der anderen Seite sollte die Insolvenz des Subunternehmens zu Verzögerungen bei den betroffenen Ferienimmobilien-Projekten geführt haben, was eine entsprechende Umsatzverschiebung zur Folge gehabt hat.

## Umsatzerlöse (in Mio. €)



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

In der langjährigen Umsatzbetrachtung wird es aber deutlich, dass die HELMA, trotz des herausfordernden Marktumfelds und der Insolvenz des Subunternehmens den zweitbesten Umsatzwert der Unternehmenshistorie erreicht hat. Getrennt nach den beiden Be-



richtssegmenten „Individuell“ und „Vorgeplant“ wird ersichtlich, dass insbesondere das Segment „Individuell“ mit einem Umsatzrückgang in Höhe von -15,1 % auf 151,70 Mio. € (VJ: 178,66 Mio. €) hauptverantwortlich für die rückläufige Konzern-Umsatzentwicklung war. Innerhalb dieses Segments hatte die Baudienstleistungs-Tochtergesellschaft HELMA Wohnungsbau GmbH nahezu eine Umsatz-Halbierung auf 37,46 Mio. € (VJ: 65,67 Mio. €) hinnehmen müssen. Bei den individuell geplanten Objekten handelt es sich in der Regel um ein kleinteiligeres Geschäft, welches von der Errichtung von Einfamilienhäusern für Selbstnutzer geprägt ist. In diesem Bereich liegen kürzere Planungszeiträume vor, weswegen hier eine höhere Sensitivität auf aktuelle Marktentwicklungen vorliegt.

Im Segment „Vorgeplant“, welches größere Projekte mit einem längeren Planungshorizont abbildet, kam es insgesamt zu einem nur leichten Umsatzrückgang in Höhe von -1,4 % auf 150,75 Mio. € (VJ: 152,83 Mio. €). Innerhalb dieses Segments hatte die Insolvenz der Natura-Holzbau GmbH zwar zu einer rückläufigen Umsatzentwicklung der Ferienimmobilien-Tochter auf 72,97 Mio. € (VJ: 99,85 Mio. €) geführt, die planmäßige Übergabe vorgeplanter Wohnimmobilien der Tochtergesellschaft HELMA Wohnungsbau GmbH hatte diesen Rückgang jedoch fast ausgeglichen.

### **Ergebnisentwicklung 2022**

Das vorläufige EBT in Höhe von 3,53 Mio. € (VJ: 27,29 Mio. €) liegt im Rahmen der angepassten Guidance, die ein EBT in einem mittleren einstelligen Millionen-Bereich in Aussicht gestellt hatte. In unserer letzten Researchstudie hatten wir ein etwas darüber liegendes EBT in Höhe von 4,96 Mio. € prognostiziert, jedoch eine deutlich rückläufige Ergebnisentwicklung erwartet.

Dass ein im Vergleich zum Umsatz deutlich stärkerer Ergebnisrückgang vorliegt, hängt wesentlich mit der Insolvenz des Subunternehmens zusammen. Für das insolvente Unternehmen musste die HELMA, als Ersatz, neue Baudienstleister beauftragen, was mit Kostensteigerungen einhergegangen sein dürfte. Zudem mussten Nacharbeiten bei den betroffenen Projekten geleistet und, aufgrund der verspäteten Fertigstellung, Versäumniszuschläge gezahlt werden. Folglich legten die Materialaufwendungen, trotz rückläufiger Umsatzerlöse, auf 275,75 Mio. € (VJ: 272,20 Mio. €) und damit die Materialaufwandsquote um nahezu 10 Prozentpunkte auf 92,2 % (VJ: 82,1 %) deutlich zu. Die insolvenzbedingten Sonderaufwendungen schlugen im Materialaufwand mit 15,25 Mio. € zu Buche. Hierbei handelt es sich vornehmlich um Rückstellungen, die die gesamten Belastungen in Verbindung mit Insolvenz umfassen. Dementsprechend sollten hieraus im laufenden Geschäftsjahr keine weiteren wesentlichen ergebniswirksamen Effekte vorliegen.

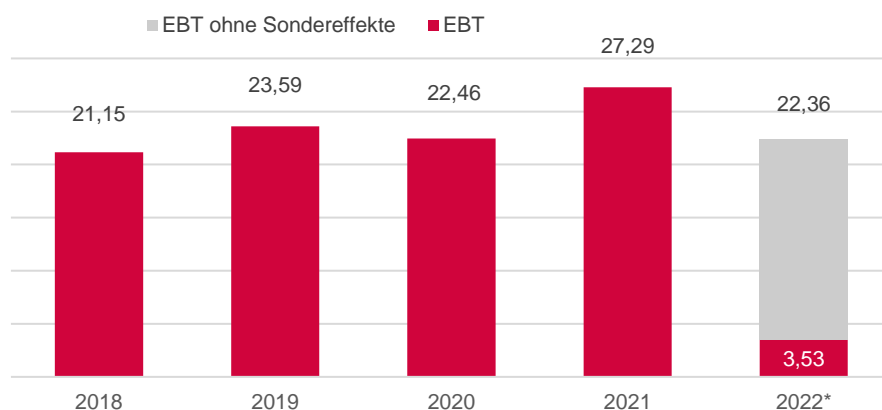
Darüber hinaus hatte die HELMA im erheblichen Umfang Bestandserhöhungen in Höhe von 38,19 Mio. € (VJ: 24,21 Mio. €) ausgewiesen. Bei Bestandserhöhungen, die in der Regel mit dem Erwerb von Grundstücken zusammenhängen, liegt keine anteilige Gewinnrealisierung vor. In den Geschäftsjahren, in denen im größeren Umfang Grundstücke erworben werden, liegt daher eine tendenziell höhere Materialaufwandsquote vor.

Die Insolvenz des Subunternehmens findet sich auch in den höheren Finanzaufwendungen, welche mit 2,72 Mio. € (VJ: 0,62 Mio. €) deutlich über dem Vorjahreswert lagen, wieder. Hiervon stehen 2,32 Mio. € mit der vollständigen Abschreibung eines an die Natura-Holzbau GmbH gewährten Darlehens im Zusammenhang. An dieser Stelle ist zu erwähnen, dass der optisch niedrige Zinsaufwand der HELMA damit zusammenhängt, dass der überwiegende Teil der FK-Zinsen im Materialaufwand aktiviert wird. Steigerungen von FK-Zinssätzen beeinflussen demnach in erster Linie den Rohertrag.

Auch beim Personalaufwand verzeichnet die Gesellschaft mit 33,46 Mio. € (VJ: 29,03 Mio. €) einen sprunghaften Anstieg. Hier handelt es sich um Rückstellungen für eine im laufenden Geschäftsjahr 2023 anstehende Personal-Restrukturierung. Zum Jahresende 2023 sollte diesbezüglich eine Reduktion der Mitarbeiterzahl umgesetzt sein.

In Summe sind in den operativen Zahlen des abgelaufenen Geschäftsjahres Sondereffekte, inklusive Umsatz-Steuererträge (2,37 Mio. €), in Höhe von -18,83 Mio. € enthalten. Ohne Sondereffekte hätte die HELMA demnach ein EBT in Höhe von 22,36 Mio. € (VJ: 27,29 Mio. €) und damit in etwa auf dem Niveau der Geschäftsjahre 2018 bis 2020 erreicht.

#### EBT und EBT ohne Sondereffekte (in Mio. €)



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

Hiervon ausgehend war die HELMA unterm Strich in der Lage, mit einem Nachsteuerergebnis in Höhe von 2,10 Mio. € (VJ: 18,77 Mio. €), den Break-Even zu erreichen.

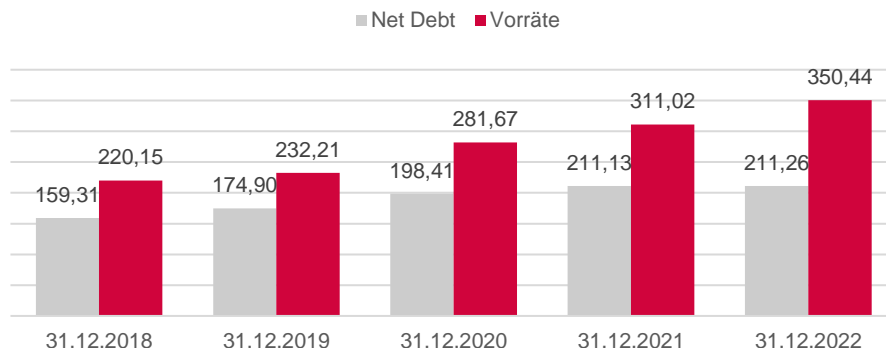
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2022

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022*
Eigenkapital (EK-Quote)	108,59 (28,6 %)	116,61 (27,5%)	129,48 (28,7%)	124,66 (27,7%)
Vorräte	232,21	281,67	311,02	350,44
Finanzverschuldung	191,60	218,49	232,92	230,03
Liquide Mittel	16,70	20,09	21,79	18,76
Cash Earnings	18,09	20,35	24,48	10,98
Cashflow (operativ)	-3,50	-9,30	0,55	15,52
Cashflow (Investition)	-2,01	-1,87	-2,20	-3,16
Cashflow (Finanzierung)	5,88	14,55	3,17	-15,38

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

Angesichts der aktuellen Zinsentwicklung rückt die Finanzverschuldung der HELMA zunehmend in den Vordergrund. Per 31.12.2022 liegen die Finanzverbindlichkeiten mit 230,03 Mio. € (31.12.21: 232,92 Mio. €) zwar auf Vorjahresniveau, der kurzfristige Anteil ist aber auf 58,34 Mio. € (31.12.21: 20,63 Mio. €) erheblich angestiegen. In 2023 stehen Schuldscheindarlehen mit einem Volumen in Höhe von rund 36 Mio. € und einem durchschnittlichen Zinssatz von 2,7 % (GBC-Berechnung) zur Rückzahlung an. Dies geht mit einem gegenüber dem Vorjahres-Stichtag deutlich erhöhten Zinsänderungsrisiko einher. Nach Unternehmens-Angaben ist die Refinanzierung über die Ausgabe neuer Schuldscheindarlehen die aktuell präferierte Option. Dabei gehen wir von einem sichtbaren Anstieg des Zinssatzes aus.

### Netto-Finanzverschuldung und Vorräte (in Mio. €)



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

Der Finanzverschuldung steht auf der Aktivseite ein erheblicher Vorratsbestand in Höhe von 350,44 Mio. € (31.12.21: 311,02 Mio. €) gegenüber. Hierbei handelt es sich mit 259,60 Mio. € (31.12.21: 230,47 Mio. €) mehrheitlich um erworbene Grundstücke, die die Grundlage für das künftige Baudienstleistungs-Geschäft darstellen. Diese werden nach dem Niederstwertprinzip bilanziert und es ist davon auszugehen, dass stille Reserven in signifikanter Höhe vorliegen. Im Durchschnitt handelt es sich dabei um Grundstücke, die vor 4,5 Jahren erworben wurden. Alleine durch die marktgetriebene Preisentwicklung sowie der von der HELMA realisierten Entwicklung der Grundstücke sollte ein höherer Grundstückspreis zu erzielen sein, welcher erst zum Veräußerungspunkt realisiert wird.

Gegenüber der Vorjahresbilanz haben sich die kurzfristigen Forderungen erheblich auf 56,57 Mio. € (31.12.21: 93,65 Mio. €) reduziert und damit war die HELMA in der Lage, einen sichtbar positiven operativen Cashflow in Höhe von 15,52 Mio. € (VJ: 0,55 Mio. €) auszuweisen. Die um Working Capital-Effekte bereinigten Cash Earnings lagen mit 10,98 Mio. € (VJ: 24,48 Mio. €) unter dem Vorjahreswert, was als eine Folge der deutlich rückläufigen Ergebnisentwicklung zu verstehen ist.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2022*	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	302,45	305,48	320,75	352,82
EBIT (EBIT-Marge)	6,25 (2,1 %)	4,26 (1,4%)	10,71 (3,3 %)	23,45 (6,6%)
EBT (EBT-Marge)	3,53 (1,2%)	3,38 (1,1%)	8,36 (2,6%)	21,05 (6,0%)
Jahresüberschuss	2,10	2,29	5,69	14,39
EPS in €	0,53	0,57	1,42	3,60

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

### Prognosegrundlage

Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat das HELMA-Management erstmals eine Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2023 herausgegeben. Dabei werden Umsatzerlöse in Höhe von etwas über 300 Mio. €, gefolgt von einem EBT auf Vorjahresniveau, in Aussicht gestellt. Insgesamt sollten damit die Werte des abgelaufenen Geschäftsjahres weitestgehend wiederholt werden.

Nachdem das operative Geschäft im abgelaufenen Geschäftsjahr einerseits von negativen Marktvorgaben sowie andererseits deutlich von der Insolvenz eines wesentlichen Subunternehmens geprägt war, dürfte das laufende Geschäftsjahr weiterhin unter dem Einfluss dieser Faktoren stehen. Mit Blick auf das allgemeine Marktumfeld liegen weiterhin unterschiedliche belastende Einflüsse für den Bau von Wohnimmobilien vor. Allen voran sind die deutlich gestiegenen Finanzierungskosten zu nennen, die innerhalb von 12 Monaten (Januar 2023 vs. Januar 2022) von durchschnittlich 1,37 % auf durchschnittlich 3,70 % (Neukredite mit mindestens 10jähriger Zinsbindung) gestiegen sind. Neben der verteuerten Finanzierung sind auch die deutlichen Preissteigerungen bei der Objekterrichtung zu nennen. Innerhalb von 12 Monaten (November 2023 vs. November 2022) legten die Preise für den Neubau konventionell gefertigter Wohngebäude deutlich um 16,9 % zu. Diese negativen Marktvorgaben dürften für die HELMA sowohl auf Umsatz- als auch auf Kostenebene sichtbar werden. Belegt wird dies von einem deutlich rückläufigen Auftragsbestand, der per 31.12.2022 mit 303,32 Mio. € (31.12.21: 360,20 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahresniveau lag.

Nachdem im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 über die Bildung von Rückstellungen die wesentlichen erwarteten Belastungen aus der Insolvenz des Subunternehmens vorweggenommen wurden, ist für das laufende Geschäftsjahr 2023 von keinen weiteren Belastungen auszugehen. Dass dennoch ein Ergebnis auf Vorjahresniveau erwartet wird, ist einer um Sondereffekte bereinigten überproportionalen Kostenentwicklung geschuldet. Einerseits dürfte die Unternehmens-Guidance die gestiegenen Baukosten berücksichtigen haben, die noch nicht zeitnah über Steigerungen der Verkaufspreise aufgefangen werden. Andererseits rechnet die Gesellschaft bei der anstehenden Refinanzierung des Fremdkapitals mit einer spürbaren Zinssatzsteigerung und damit einem deutlichen Anstieg des Finanzaufwandes. Für das laufende Geschäftsjahr 2023 steht die Refinanzierung eines Volumens in Höhe von 58,34 Mio. €, davon von Schuldscheindarlehen in Höhe von 36,00 Mio. €, an. Über die Aktivierung von Zinsen ist der Großteil des Finanzaufwandes im Materialaufwand enthalten. In Summe dürfte die Gesellschaft einen Anstieg der um Sondereffekte bereinigten Materialaufwandsquote aufweisen.

Schließlich befindet sich die HELMA derzeit in einer Umstrukturierungsphase, die zunächst mit Kostensteigerungen einhergehen wird. Diese betrifft beispielsweise den Personalbereich, wofür in 2022 bereits Rückstellungen gebildet wurden. Darüber hinaus plant die Gesellschaft die Produktpalette zu erweitern, was mit entsprechenden Set-Up-Kosten (Planung; Architekt; etc.) einhergeht. In Summe sollte die Ergebnisentwicklung der Geschäftsjahre 2023 und 2024 von erhöhten Aufwendungen belastet sein. Ab 2025

sollte mit einer erwarteten Entspannung bei den Baupreisen, der möglichen Weitergabe der Kostensteigerungen sowie der vollständigen Auswirkung der Restrukturierungsmaßnahmen wieder eine spürbare Rentabilitätsverbesserung erreicht werden.

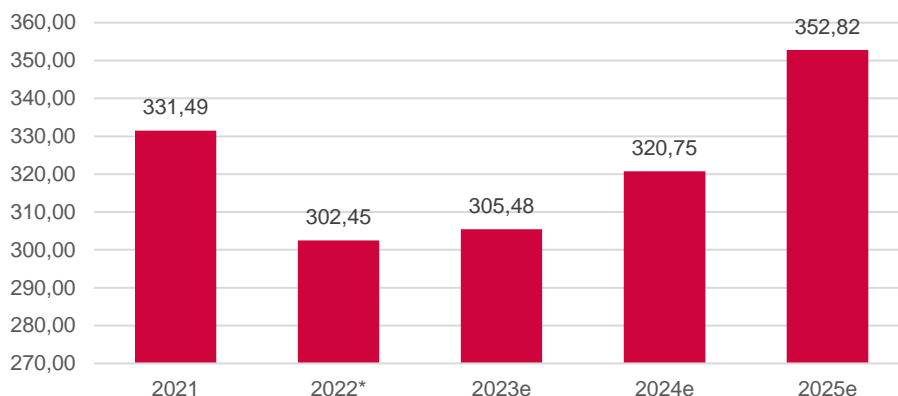
	Anzahl Einheiten	Umsatzpotenzial (in Mio. €)
Wohnungsbau (Berlin/Potsdam)	1.325	741,6
Wohnungsbau (Hamburg/Hannover)	415	209,4
Wohnungsbau (Leipzig)	345	167,0
Wohnungsbau (München)	190	177,9
Wohnungsbau (Rhein-Main/Rhein-Ruhr)	60	32,5
Ferienimmobilien	1.070	513,0
<b>Gesamt</b>	<b>3.405</b>	<b>1.841,4</b>

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Gewohnheitsmäßig hat die HELMA in den vergangenen Jahren eine Mittelfristplanung herausgegeben. Wir gehen davon aus, dass die aktuelle schwierig einzuschätzende Lage dafür verantwortlich ist, dass mit Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen keine aktualisierte längerfristige Planung publiziert wurde. Als eine gute Grundlage für die Geschäftsentwicklung der kommenden Geschäftsjahre kann aber nach wie vor die sehr umfangreiche Projektpipeline herangezogen werden. Auf den bereits gesicherten Grundstücken für den Bereich Wohn- und Ferienimmobilien lassen sich insgesamt 3.405 Einheiten mit einem Umsatzvolumen von insgesamt 1,84 Mrd. € realisieren. Bislang hatten wir für die Abarbeitung der Projektpipeline einen Zeitraum von sechs Jahren unterstellt. Selbst wenn wir hier eine „Streckung“ auf acht Jahre unterstellen, würde die Projektpipeline ein jährliches Umsatzvolumen in Höhe von rund 230 Mio. € ermöglichen. Mit dem zusätzlichen Geschäft der Baudienstleistungen sind Umsatzerlöse von deutlich mehr als 300 Mio. € eine realistische Annahme. Zumal die mittelfristigen Marktaussichten, abseits der aktuellen baukonjunkturellen Schwierigkeiten, mit Chancen einhergehen. Nach wie vor genießt die Immobilie einen hohen Stellenwert als Altersvorsorge und Kapitalanlage und es herrscht unverändert ein nicht nachfragegerechtes Angebot an Wohneigentum.

## Umsatz- und Ergebnisprognose

### Umsatzprognosen (in Mio. €)



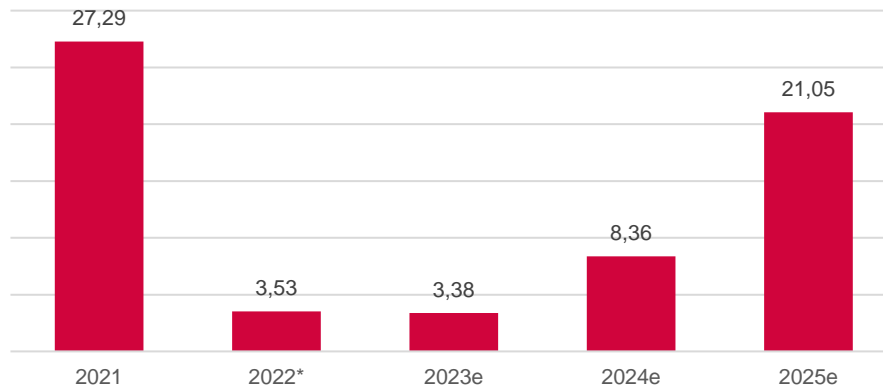
Quelle: GBC AG; \*gemäß vorläufigen Zahlen

Für das laufende Geschäftsjahr 2023 orientieren wir uns an der Unternehmens-Guidance und unterstellen einen leichten Umsatzanstieg auf 305,48 Mio. €. Wie dargestellt, alleine der vertraglich gesicherte Auftragsbestand in Höhe von 303,32 Mio. € liefert hierfür eine aussagekräftige Grundlage. Für die kommenden beiden Geschäftsjahre 2024 und 2025 rechnen wir mit einem leichten Anstieg der Wachstumsdynamik. Hier

gehen wir von einer Beruhigung der Inflationsentwicklung und damit einem Abflachen des Zinsanstiegs aus, was sich positiv auf die Nachfrage auswirken könnte.

Die Ergebnisentwicklung des laufenden und kommenden Geschäftsjahres sollte noch von den erhöhten Bau- und Finanzierungskosten geprägt sein. Erst ab dem Geschäftsjahr 2025 rechnen wir mit einer deutlichen Verbesserung der Ergebnismargen.

**EBT-Prognose (in Mio. €)**



Quelle: GBC AG; \*gemäß vorläufigen Zahlen

## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die HELMA Eigenheimbau AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 bis 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,0 % (bisher: 6,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 9,4 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 31,5 % 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 2,5 %.

### *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 1,50 % (bisher 1,50 %).**

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 9,99 % (bisher: 9,99 %) (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 6,97 % (bisher: 6,76 %). Der WACC-Anstieg ist ein Resultat höherer FK-Kosten der HELMA.

### *Bewertungsergebnis*

Das im Rahmen des aktualisierten Bewertungsmodells ermittelte Kursziel beläuft sich auf 29,40 € (bisher: 29,00 €). Die kurszielmindernden Effekte aus der Reduktion der Prognosen und der leichten Erhöhung des Kapitalisierungszinssatzes werden von der erstmaligen Hereinnahme der 2025er Schätzungen in die konkrete Schätzperiode leicht überkompensiert. Die 2025er Schätzungen liefern dabei eine höhere Grundlage für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells, als dies bisher bei den 2024er Schätzungen (letzte konkrete Schätzperiode im bisherigen Bewertungsmodell) der Fall war.

## DCF-Modell

### HELMA Eigenheimbau AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	9,4%	ewige EBITA - Marge	8,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	13,3%	effektive Steuerquote im Endwert	31,5%
Working Capital zu Umsatz	97,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	305,47	320,75	352,82	377,52	403,95	432,22	462,48	494,85	
US Veränderung	1,0%	5,0%	10,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	13,96	14,55	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	
EBITDA	7,06	13,56	26,45	35,30	37,77	40,41	43,24	46,27	
EBITDA-Marge	2,3%	4,2%	7,5%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	
EBITA	4,26	10,71	23,45	32,30	34,56	36,98	39,57	42,34	
EBITA-Marge	1,4%	3,3%	6,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,9%
Steuern auf EBITA	-1,34	-3,37	-7,39	-10,17	-10,90	-11,67	-12,48	-13,36	
zu EBITA	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,6%	31,6%	31,6%	31,6%	31,5%
EBI (NOPLAT)	2,92	7,33	16,06	22,12	23,66	25,31	27,08	28,98	
Kapitalrendite	0,8%	2,0%	4,4%	5,9%	6,1%	6,4%	6,7%	7,1%	7,4%
Working Capital (WC)	338,00	342,00	353,00	366,20	371,20	376,20	381,20	386,20	
WC zu Umsatz	110,6%	106,6%	100,1%	97,0%	97,0%	97,0%	97,0%	97,0%	
Investitionen in WC	-2,29	-4,00	-11,00	-13,20	-5,00	-5,00	-5,00	-5,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	21,89	22,04	22,54	24,12	25,80	27,61	29,54	31,61	
AFA auf OAV	-2,80	-2,85	-3,00	-3,00	-3,21	-3,43	-3,68	-3,93	
AFA zu OAV	12,8%	12,9%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	
Investitionen in OAV	-2,50	-3,00	-3,50	-4,58	-4,90	-5,24	-5,61	-6,00	
Investiertes Kapital	359,89	364,04	375,54	390,31	397,00	403,81	410,74	417,81	
EBITDA	7,06	13,56	26,45	35,30	37,77	40,41	43,24	46,27	
Steuern auf EBITA	-1,34	-3,37	-7,39	-10,17	-10,90	-11,67	-12,48	-13,36	
Investitionen gesamt	-4,79	-7,00	-14,50	-17,77	-9,90	-10,24	-10,61	-11,00	
Investitionen in OAV	-2,50	-3,00	-3,50	-4,58	-4,90	-5,24	-5,61	-6,00	
Investitionen in WC	-2,29	-4,00	-11,00	-13,20	-5,00	-5,00	-5,00	-5,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,93	3,18	4,56	7,35	16,97	18,51	20,15	21,91	458,39

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	352,33	373,69
Barwert expliziter FCFs	66,27	67,70
Barwert des Continuing Value	286,06	305,99
Nettoschulden (Net debt)	234,57	233,73
Wert des Eigenkapitals	117,76	139,96
Fremde Gewinnanteile	-0,16	-0,19
Wert des Aktienkapitals	117,59	139,76
Ausstehende Aktien in Mio.	4,00	4,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>29,40</b>	34,94

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	3,5%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	30,2%
WACC	<b>7,0%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	6,7%	6,8%	7,0%	7,1%	7,3%
7,1%	31,28	28,04	25,02	22,21	19,58
7,3%	33,68	30,33	27,21	24,30	21,59
7,4%	36,07	32,61	<b>29,40</b>	26,40	23,60
7,6%	38,46	34,90	31,59	28,50	25,61
7,7%	40,85	37,19	33,78	30,59	27,62



## 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®**  
**- 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)