

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

Kaufen

Kursziel: 88,40 €
(bisher: 77,75 €)

aktueller Kurs: 65,00
16.08.2021; XETRA; 09:47 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578
WKN: A0EQ57
Börsenkürzel: H5E
Aktienanzahl³: 4,00
Marketcap³: 260,00
EnterpriseValue³: 454,38
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 66,2 %

Transparenzlevel:
Scale
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
M.M. Warburg

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 10

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 16.08.21 (10:45 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 16.08.21 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgergeschäft

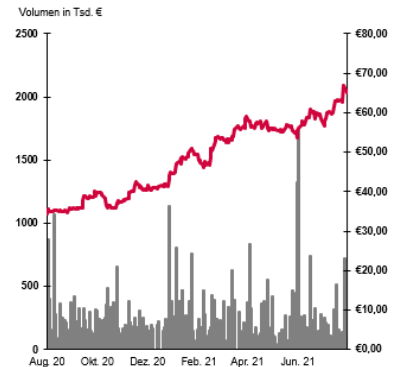
Mitarbeiter: 339 Stand: 30.06.2021

Gründung: 1980

Firmensitz: Lehrte

Vorstand: Gerrit Janssen, Max Bode, André Müller

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



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2020*	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	273,99	319,20	351,12	386,23
EBIT	22,17	28,01	33,47	39,77
EBT	22,46	26,98	32,87	38,97
Jahresüberschuss	15,37	18,59	23,04	27,33

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	3,84	4,65	5,76	6,83
Dividende je Aktie	1,54	1,75	2,20	2,60

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,66	1,42	1,29	1,18
EV/EBIT	20,50	16,22	13,58	11,43
KGV	16,92	13,99	11,28	9,51
KBV	2,23			

Finanztermine

26.08.2021: Hamburger Investorentag
22.24.11.21: EK-Forum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
07.07.2021: RS / 77,25 / KAUFEN
11.03.2021: RS / 77,25 / KAUFEN
21.01.2020: RS / 64,15 / KAUFEN
14.01.2021: RS / 63,40 / 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 2021: Umsatz- und Ergebnis über Erwartungen; Neue Rekordwerte erreicht; GBC-Prognosen und Kursziel auf 88,50 € (bisher: 77,35 €) angehoben; Rating KAUFEN

in Mio. €	1.HJ 2018	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021
Umsatzerlöse	96,60	110,31	114,25	161,37
EBIT	7,37	7,79	6,92	12,66
EBIT-Marge	7,6%	7,1%	6,1%	7,8%
bereinigtes EBIT	7,76	8,47	7,09	13,41
bereinigte EBIT-Marge	8,0%	7,7%	6,2%	8,3%
EBT	7,04	7,48	6,61	12,44
Periodenergebnis	4,90	5,18	4,51	8,66

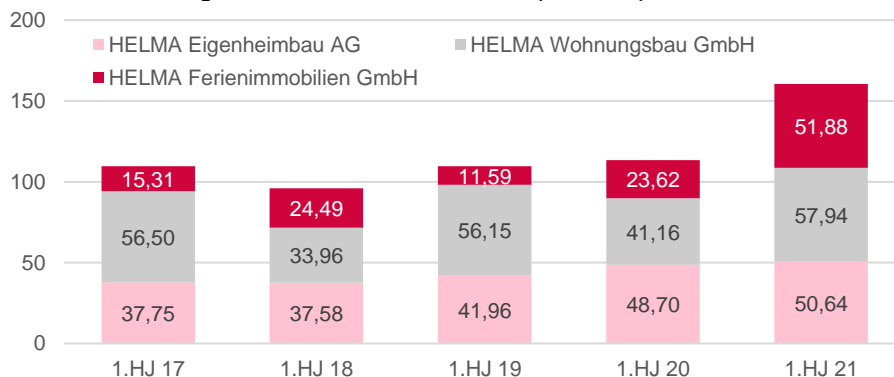
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2021

Mit Halbjahresumsätzen in Höhe von 161,37 Mio. € (VJ: 114,25 Mio. €) und damit einem Anstieg der Umsatzerlöse in Höhe von 41,2 % hat die HELMA Eigenheimbau AG in den ersten sechs Monaten 2021 eine außerordentlich dynamische Geschäftsentwicklung erreicht. Dabei markiert das erreichte Umsatzniveau mit Abstand einen neuen Halbjahresrekordwert, so dass diese Entwicklung mehr als nur eine Rückkehr zur Wachstumsdynamik zu betrachten ist, nachdem der Vorjahreszeitraum stärker von der Pandemie betroffen war.

Besondere Wachstumsimpulse steuerte das Bauträgergeschäft, also der margenstarke Bereich, in dem die HELMA die Immobilien auf eigenen Grundstücken veräußert und errichtet. Insgesamt kletterten die Bauträgerumsätze um 69,5 % auf 109,82 Mio. € (VJ: 64,78 Mio. €), hier in erster Linie getrieben durch eine dynamische Entwicklung im Bereich der Ferienimmobilien. Die Tochtergesellschaft HELMA Ferienimmobilien GmbH profitierte dabei von einer unverändert hohen Nachfrage nach Urlaub in Deutschland und hat so die Umsätze mit +119,6 % auf 51,88 Mio. € (VJ: 23,62 Mio. €) mehr als verdoppelt. Hierzu haben insbesondere Verkäufe bei den Projekten OstseeResort Olpenitz und NordseeResort Büsum beigetragen.

Umsatzentwicklung der HELMA-Gesellschaften (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Auf den gleichen Marktvorgaben basierend, wie etwa das unverändert niedrige Zinsniveau bei einer gleichzeitig hohen Nachfrage nach Wohnimmobilieneigentum, verbesserten sich die Umsätze des Bauträgergeschäftes-Wohnimmobilien um 40,8 %. Damit wurde der Umsatzrückgang der Vorjahresperiode wieder ausgeglichen. Eine besondere Folge der Corona-Pandemie war die erhöhte Nachfrage nach großflächigem Wohnungseigentum in den Speckgürteln deutscher Städte, was durch die Möglichkeit von Home-Office zusätzliche Impulse erhalten hat. Mit den vorhandenen Grundstücken, die sich in

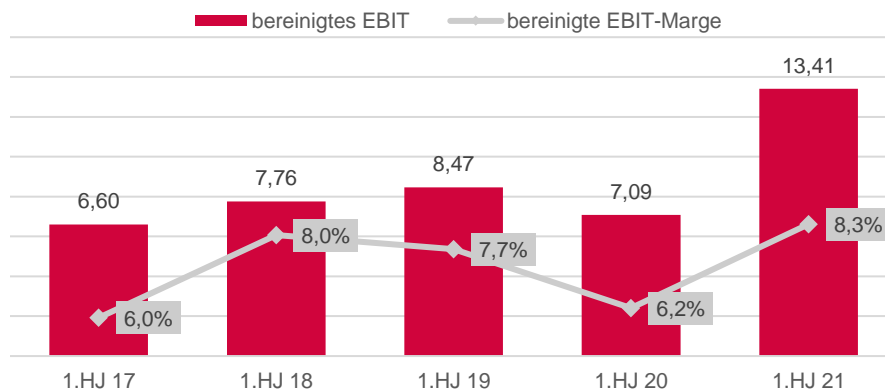
der Regel im Umfeld großer Metropolregionen befinden, hat die HELMA eine gute Basis, die erhöhte Nachfrage in diesem Bereich zu bedienen.

Im Baudienstleistungsbereich, der ausschließlich von der HELMA Eigenheimbau AG repräsentiert wird, wurde ein Umsatzanstieg in Höhe von 4,0 % erreicht. Dass hier eine im Vergleich zum Bauträgergeschäft niedrigere Dynamik vorliegt, ist unter anderem auch dem in diesem Jahr länger anhaltenden Winter geschuldet, was zu Verzögerungen beim umsatzwirksamen Baufortschritt geführt hatte.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2021

Angesichts des neuen Umsatzrekordwertes hat die HELMA auch beim bereinigten EBIT (bereinigt um den Abgang aktivierter Zinsen) in Höhe von 13,41 Mio. € (VJ: 6,92 Mio. €) das mit Abstand das beste Halbjahres-Ergebnis der Unternehmenshistorie erreicht. Die bereinigte EBIT-Marge verbesserte sich auf 8,3 % (VJ: 6,2 %), was ebenfalls auf Halbjahresbasis ein neuer Bestwert ist:

Bereinigtes EBIT und bereinigte EBIT-Marge (in %)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Der überproportionale Anstieg des bereinigten EBIT ist in erster Linie dem vergleichsweise umsatzstarken Bauträgergeschäft zu verdanken, innerhalb dessen die Gesellschaft auch Ergebnisbeiträge aus dem Verkauf von Grundstücken erwirtschaftet. Denn erst mit Veräußerung der entwickelten Grundstücke werden die geschaffenen stillen Reserven ergebniswirksam. Sichtbar wird dies auch anhand der auf der Gesamtleistung bezogenen Rohertragsmarge, die im ersten Halbjahr deutlich auf 24,7 % (VJ: 21,5 %) angesprungen ist, ebenfalls ein neuer historischer Bestwert.

Damit wurden selbst die auf 14,06 Mio. € (VJ: 12,63 Mio. €) gestiegenen Personalaufwendungen als auch die im Zusammenhang mit den höheren Vertriebsprovisionen auf 12,19 Mio. € (VJ: 9,82 Mio. €) gestiegenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen aufgefangen, was zur dargestellten Rentabilitätsverbesserung geführt hatte.

Mit dem Halbjahres-EBT in Höhe von 12,44 Mio. € (VJ: 6,61 Mio. €) wurde schon nach den ersten sechs Monaten, die in der Regel vom Umsatz- und Ergebnis her schwächer sind als das zweite Halbjahr, in etwa die Hälfte des für das Gesamtjahr erwarteten EBT in Höhe von 25 – 26 Mio. € erreicht.

Vermögenslage zum 30.06.2021

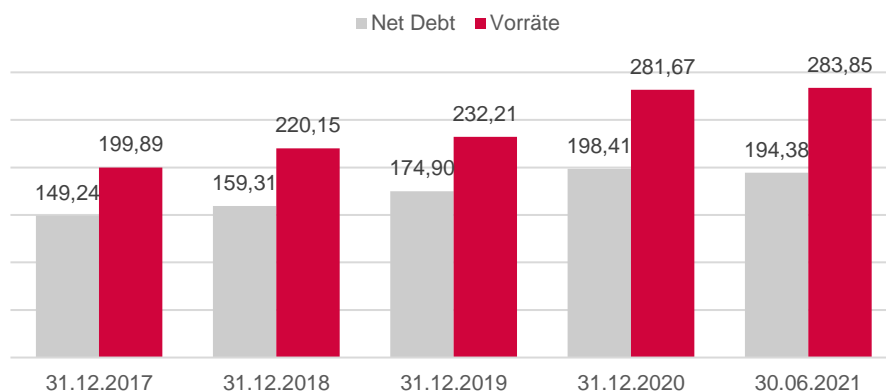
in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020*	30.06.2021
Eigenkapital (EK-Quote)	108,59 (28,6 %)	116,61 (27,5%)	125,34 (28,5%)
Vorräte	232,21	281,67	283,85
Finanzverschuldung	191,60	218,49	213,73
Liquide Mittel	16,70	20,09	19,34
Cash Earnings	18,09	20,35	12,03
Cashflow (operativ)	-3,50	-9,30	7,71
Cashflow (Investition)	-2,01	-1,87	-1,10
Cashflow (Finanzierung)	5,88	14,55	-7,35

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Bei den soliden Bilanzrelationen haben sich in den ersten sechs Monaten 2021 keine wesentlichen Veränderungen ergeben. Dies liegt vor allem daran, dass sich im ersten Halbjahr 2021 die Neuinvestitionen und die veräußerten Grundstücke in etwa die Waage gehalten haben, so dass sich das Vorratsvermögen konstant entwickelt hatte. Hier sind in erster Linie die nach dem Niederstwertprinzip bilanzierten Projektgrundstücke enthalten, welche mit 216,9 Mio. € (31.12.2020: 220,3 Mio. €) in etwa auf dem Niveau zum Geschäftsjahresende 2020 lagen. Zusätzlich dazu verfügt die HELMA über noch nicht in der Bilanz erfasste vertraglich gesicherte Grundstücke in Höhe von 51,5 Mio. € (31.12.2020: 41,2 Mio. €).

Neben dem konstanten Niveau der Vorräte hat die HELMA in diesem Zusammenhang einen positiven operativen Cashflow in Höhe von 7,71 Mio. € (1.HJ 20: -9,30 Mio. €) erwirtschaftet. Typischerweise weist die Gesellschaft negative operative Cashflows aus, da hier die Grundstückserwerbe erfasst sind. Ein negativer operativer Cashflow bedeutet in diesem Fall, dass mit dem Ankauf von Grundstücken Investitionen in das künftige Wachstum des Bauträgergeschäftes erfolgt sind. Daher weist die HELMA die um diese Investitionen bereinigten Cash Earnings aus, welche im ersten Halbjahr 2021 mit 12,03 Mio. € (VJ: 7,82 Mio. €) deutlich oberhalb des Vorjahreswertes lagen.

Vorratsvermögen und Nettoverschuldung (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Mit dem starken Anstieg des freien Cashflows auf 6,61 Mio. € (VJ: -17,06 Mio. €) wurden Bankverbindlichkeiten in Höhe von 4,77 Mio. € zurückgeführt und damit insgesamt die Finanzverschuldung auf 213,73 Mio. € (31.12.2020: 218,49 Mio. €) leicht reduziert. Abzüglich der liquiden Mittel weist die Gesellschaft eine Nettoverschuldung in Höhe von 194,38 Mio. € (31.12.2020: 198,41 Mio. €) auf, der ein Eigenkapital in Höhe von 125,34 Mio. € (31.12.2020: 116,61 Mio. €) gegenübersteht.

Prognose und Bewertung

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 21e (alt)	GJ 21e (neu)	GJ 22e (alt)	GJ 22e (neu)	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)
Umsatzerlöse	273,99	306,30	319,20	340,85	351,12	374,94	386,23
EBIT	22,17	26,13	28,01	32,49	33,47	38,49	39,77
EBIT-Marge	8,1%	8,7%	8,8%	9,5%	9,5%	10,3%	10,3%
EBT	22,46	25,10	26,98	31,89	32,87	37,69	38,97
EBT-Marge	8,2%	8,2%	8,5%	9,4%	9,4%	10,1%	10,1%
Jahresüberschuss	15,37	17,29	18,59	22,35	23,04	26,43	27,33
EPS in €	3,84	4,32	4,65	5,59	5,76	6,61	6,83

Quelle: GBC AG

Sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisebene haben die Halbjahreszahlen 2021 unsere Erwartungen übertroffen. Zugleich hat die HELMA die bereits Anfang Juli 2021 publizierte Auftragslage detaillierter vorgestellt. Dabei wurden in allen drei Produktbereichen hohe Auftragszuwächse verzeichnet, so dass nach sechs Monaten 2021 ein neuer Rekord-Auftragseingang in Höhe von 197,17 Mio. € (VJ: 115,49 Mio. €) erreicht wurde. Auf dieser Basis sowie auf Grundlage der sehr guten Halbjahreszahlen hat das HELMA-Management die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2021 weitestgehend bestätigt. Bei einer unveränderten Umsatz-Guidance von 300 – 310 Mio. € soll ein Konzern-EBT zwischen 25 – 26 Mio. € erreicht werden, wobei nun mindestens das Erreichen der oberen Hälfte der Prognosebandbreite erwartet wird.

Die mittelfristige Prognose, wonach bis spätestens 2024 das Erreichen der Umsatzmarke von 400 Mio. € und eine EBT-Marge von über 10 % erwartet wird, wurde auch bestätigt. Aus den bisher getätigten Grundstückskäufen lässt sich in den nächsten 5 bis 7 Jahren ein Umsatzvolumen in Höhe von 1,8 Mrd. € erwirtschaften. Zusammen mit den erwarteten jährlichen Umsätzen aus dem Dienstleistungsbereich in Höhe von rund 125 Mio. €, verfügt HELMA somit für den Zeitraum 2021 – 2026 über Potenziale für durchschnittliche jährliche Umsätze in Höhe von 425 Mio. €. Mit steigenden Umsätzen sowie vor dem Hintergrund der steigenden Grundstückspreise und damit der Hebung umfangreicher stiller Reserven ist die von der HELMA in Aussicht gestellte Rentabilitätsverbesserung realistisch.

Uns erscheint die „nur“ bestätigte Guidance für das laufende Geschäftsjahr etwas zu konservativ ausformuliert. In der Regel erwirtschaftet die Gesellschaft den überwiegenden Teil der Umsatzerlöse und des operativen Ergebnisses eines Geschäftsjahres im zweiten Halbjahr. Selbst wenn davon ausgegangen wird, dass im Bauträgergeschäft im ersten Halbjahr 2021 überproportionale Vertriebsfolge erzielt wurden, die sich in der zweiten Jahreshälfte so nicht wiederholen lassen, gehen wir davon aus, dass zumindest das gleiche Umsatzniveau nochmals erreicht werden könnte. Dementsprechend haben wir unsere Umsatz- und damit auch Ergebnisprognose angehoben. Nunmehr gehen wir von Umsatzerlösen in Höhe von 319,20 Mio. € (bisher: 306,30 Mio. €) und einem EBT in Höhe von 26,98 Mio. € (bisher: 25,10 Mio. €) aus. Die höhere Basis hat auch für die kommenden Geschäftsjahre eine Anhebung unserer Schätzungen zur Folge.

Die gestiegenen Materialkosten sowie die eingeschränkte Verfügbarkeit von Baumaterialien wurden von der Gesellschaft im Halbjahresbericht thematisiert. Im Bauträgersegment wird diesem Risiko entgegengewirkt, in dem die Vergabe an die Subunternehmen vor dem Vertriebsstart erfolgt. So ist bereits vor der Veräußerung zu einem Festpreis eine hohe Kostensicherheit gegeben und es ist gewährleistet, das Projekt zu den kalkulierten Kosten umzusetzen. Im Bereich Baudienstleistungen sieht sich die Gesellschaft aufgrund der jahrelangen Erfahrung in der Lage, adäquat zu kalkulieren. Zudem tritt die HELMA-Gruppe beim Materialeinkauf als Einheit auf, so dass hier attraktive Konditionen erreicht werden können. Schließlich hat die Gesellschaft in der abgelaufenen Berichtsperiode

riode teilweise Rückstellungen gebildet, um mögliche Risiken bspw. im Zusammenhang mit Projektverzögerungen, abzufangen.

Auf Grundlage der neuen Prognosen haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 88,40 € (bisher: 77,75 €) ermittelt. Neben der Prognosesteigerung hat sich der modelltechnische Roll-Over-Effekt kurszielsteigernd ausgewirkt. Die Kurszielbasis hat sich auf den 31.12.2022 (bisher: 31.12.2021) verlängert. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

Bewertung

Modellannahmen

Die HELMA Eigenheimbau AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 bis 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Unsere Prognosen für das Jahr 2024, welche Teil der Stetigkeitsphase des Modells sind, liegen derzeit noch knapp unterhalb der Guidance. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,54.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,74 % (bisher: 8,74 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60 % (bisher: 60 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,07 % (bisher: 6,07 %).

Bewertungsergebnis

Die angehobene Prognose für die konkrete Schätzperiode 2021 – 2023 und damit die gestiegene Grundlage für die Stetigkeitsphase des DCF-Bewertungsmodells sowie der Roll-Over-Effekt haben in Summe zu einem Anstieg des Kursziels auf 88,40 € (bisher: 77,75 €) geführt.

DCF-Modell

HELMA Eigenheimbau AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	11,0%	ewige EBITA - Marge	10,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,8%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	87,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	319,20	351,12	386,23	405,55	425,82	447,11	469,47	492,94	
US Veränderung	16,5%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	11,82	12,54	12,54	12,54	12,54	12,54	12,54	12,54	
EBITDA	30,69	36,17	42,47	44,59	46,82	49,16	51,62	54,20	
EBITDA-Marge	9,6%	10,3%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	28,01	33,47	39,77	41,89	43,99	46,19	48,50	50,92	
EBITA-Marge	8,8%	9,5%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Steuern auf EBITA	-8,68	-9,97	-11,85	-12,57	-13,20	-13,86	-14,55	-15,28	
zu EBITA	31,0%	29,8%	29,8%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	19,33	23,49	27,92	29,32	30,79	32,33	33,95	35,64	
Kapitalrendite	5,9%	6,8%	7,8%	7,8%	7,9%	8,1%	8,3%	8,4%	8,4%
Working Capital (WC)	316,00	330,00	345,00	355,26	365,26	375,26	385,26	395,26	
WC zu Umsatz	99,0%	94,0%	89,3%	87,6%	87,6%	87,6%	87,6%	87,6%	
Investitionen in WC	-14,89	-14,00	-15,00	-10,26	-10,00	-10,00	-10,00	-10,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	27,00	28,00	30,80	32,34	33,96	35,65	37,44	39,31	
AFA auf OAV	-2,68	-2,70	-2,70	-2,70	-2,84	-2,98	-3,13	-3,28	
AFA zu OAV	9,9%	9,6%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	
Investitionen in OAV	-3,65	-3,70	-5,50	-4,24	-4,45	-4,67	-4,91	-5,15	
Investiertes Kapital	343,00	358,00	375,80	387,60	399,22	410,91	422,70	434,57	
EBITDA	30,69	36,17	42,47	44,59	46,82	49,16	51,62	54,20	
Steuern auf EBITA	-8,68	-9,97	-11,85	-12,57	-13,20	-13,86	-14,55	-15,28	
Investitionen gesamt	-18,54	-17,70	-20,50	-14,50	-14,45	-14,67	-14,91	-15,15	
Investitionen in OAV	-3,65	-3,70	-5,50	-4,24	-4,45	-4,67	-4,91	-5,15	
Investitionen in WC	-14,89	-14,00	-15,00	-10,26	-10,00	-10,00	-10,00	-10,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,47	8,49	10,12	17,53	19,17	20,63	22,16	23,77	680,33

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	543,99	568,49
Barwert expliziter FCFs	93,52	90,69
Barwert des Continuing Value	450,47	477,80
Nettoschulden (Net debt)	215,66	214,77
Wert des Eigenkapitals	328,32	353,73
Fremde Gewinnanteile	-0,13	-0,14
Wert des Aktienkapitals	328,19	353,59
Ausstehende Aktien in Mio.	4,00	4,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	82,05	88,40

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	5,8%	5,9%	6,1%	6,2%	6,4%
8,1%	93,94	88,13	82,77	77,79	73,17
8,2%	97,03	91,08	85,58	80,48	75,74
8,4%	100,12	94,03	88,40	83,17	78,32
8,5%	103,21	96,98	91,21	85,87	80,90
8,7%	106,30	99,92	94,03	88,56	83,47

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