

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

Kaufen

Kursziel: 29,00 €
(bisher: 54,35 €)

aktueller Kurs: 17,45
06.12.2022; XETRA; 12:38 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578
WKN: A0EQ57
Börsenkürzel: H5E
Aktienanzahl³: 4,00
Marketcap³: 69,80
EnterpriseValue³: 258,12
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 69,9 %

Transparenzlevel:

Scale

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

M.M. Warburg

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 7

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 07.12.22 (08:14 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 07.12.22 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

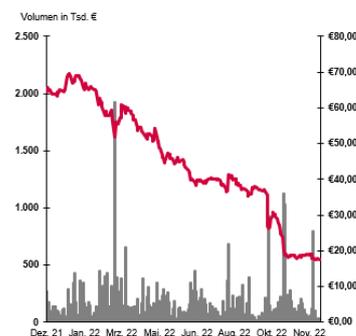
Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgersgeschäft

Mitarbeiter: 360 Stand: 30.06.2022

Gründung: 1980

Firmensitz: Lehrte

Vorstand: Andrea Sander (CEO); 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	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	331,49	304,97	289,72	304,20
EBIT	27,90	5,60	8,69	15,82
EBT	27,29	4,96	7,89	14,67
Jahresüberschuss	18,77	3,34	5,37	10,02

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	4,69	0,83	1,34	2,50
Dividende je Aktie	1,72	0,00	0,00	0,75

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,78	0,85	0,89	0,85
EV/EBIT	9,25	46,13	29,72	16,32
KGV	3,72	20,90	12,99	6,97
KBV	0,54			

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

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 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“

PROGNOSEÄNDERUNG: DEUTLICHE ERGEBNISBELASTUNGEN DURCH SONDERAUFWENDUNGEN ERWARTET; PROGNOSEN UND KURSZIEL REDUZIERT

Nachdem die HELMA Eigenheimbau AG (kurz: HELMA) Ende September über die Insolvenz eines wesentlichen Subunternehmens des Ferienimmobilien-Bereiches informiert und aufgrund dessen eine Prognoseanpassung vorgenommen hatte, war der Newsflow der vergangenen Wochen von wesentlicher Bedeutung.

Überraschende Abberufung von Gerrit Janssen

Am 17. Oktober hatte die HELMA überraschend den langjährigen Vorstand Gerrit Janssen mit sofortiger Wirkung abberufen. Weitere Informationen zu den Hintergründen dieser Maßnahme wurden nicht an den Markt kommuniziert. Selbst in der Zwischenzeit gibt es zu der ungewöhnlich nüchternen Ad-hoc-News keine näheren Informationen. Es ist denkbar, dass die Insolvenz des Sub-Unternehmens für den Ferienimmobilienbereich eine Rolle gespielt haben könnte, wir gehen aber nicht davon aus, dass dies der ausschließliche Grund für die Abberufung von Gerrit Janssen gewesen sein kann.

Als Nachfolgerin wurde Frau Andrea Sander präsentiert, die seit dem 01. November 2022 den Vorstandsvorsitz übernommen hat. In den Zuständigkeitsbereich von Frau Sander fallen die Bereiche Personal, Recht, Unternehmensentwicklung, Öffentlichkeitsarbeit und Compliance sowie die Führung der von der Subunternehmen-Insolvenz betroffenen Tochtergesellschaft HELMA Ferienimmobilien GmbH. Parallel zu Frau Sander unterstützt Herr Jannik Bayat, Partner bei der Beratungsgesellschaft Baker Tilly, um die Kontinuität sicherzustellen.

Neues Management nimmt weitere Prognoseanpassung vor

Am 24. November hat das neue HELMA-Management eine weitere Reduktion der Prognosen bekannt gegeben. Nachdem die erste Prognoseanpassung unmittelbar nach Bekanntwerden der Insolvenz des Subunternehmens veröffentlicht wurde, hat eine genauere Einschätzung der damit verbundenen negativen Effekte zu einer weiteren Gewinnwarnung geführt. Für das laufende Geschäftsjahr rechnet das HELMA-Management mit dem Erreichen der unteren Umsatz-Prognosebandbreite (300 € bis 320 Mio. €). Das EBT wird allerdings nunmehr in einem mittleren einstelligen Millionen-Bereich erwartet, statt bisher 20 Mio. €.

Für die neuerliche Prognoseanpassung sind, gemäß Aussage von HELMA, insbesondere drei Faktoren verantwortlich. Einerseits müssen Nacharbeiten bei den vom Subunternehmen betroffenen Projekten vorgenommen werden. Auf der anderen Seite fallen, aufgrund der verspäteten Fertigstellung der betroffenen Objekte, Versäumniszuschläge an. Schließlich müssen als Ersatz für das Subunternehmen neue Baudienstleister beauftragt werden, was zu entsprechenden Kostensteigerungen führen dürfte. Während die ersten beiden Punkte einmaliger Natur sind, dürfte die Beauftragung neuer Baudienstleister bei den betroffenen Projekten zu einer Reduktion der Ergebnismargen führen.

Marktumfeld liefert keine positiven Signale

In der aktuellen Ad-hoc-Mitteilung vom 24. November berichtet die Gesellschaft auch von einem sichtbaren Rückgang der Auftragseingänge, was zwar im Vorfeld erwartet worden war, jedoch insbesondere mit dem aktuell schwierigen Marktumfeld zusammen-

hängt. Dies erhöht die Prognoseunsicherheit insbesondere für den Zeitraum ab dem Geschäftsjahr 2023 deutlich.

Unmittelbare Faktoren des aktuellen Marktumfelds sind der deutliche Zinsanstieg, die Baukostensteigerungen sowie die vorherrschenden Materialengpässe. Kundenseitig führen die höheren Finanzierungskosten sowie die allgemeine konjunkturelle Unsicherheit zu einem Nachfragerückgang. Darüber hinaus sind die Storno-Quoten angestiegen. Die höheren Materialkosten und die schlechtere Materialverfügbarkeit dürften auf Unternehmensebene zu einem Margenrückgang führen. Das aktuelle Marktumfeld sollte damit in den Folgejahren sowohl Umsatz- als auch ergebnisseitig mit Belastungen einhergehen.

Mit dem vorhandenen umfangreichen Grundstücksbestand, mit dessen Bebauung ein Umsatzpotenzial in Höhe von insgesamt 2,1 Mrd. € realisiert werden könnte, ist die Gesellschaft u.E. aber gut aufgestellt, um an den weiterhin vorhandenen übergeordneten Trends im Wohnungs- und Ferienimmobilienbau zu partizipieren. Zudem dürften die Grundstücke, die im Schnitt vor vier bzw. fünf Jahren erworben wurden, mit stillen Reserven einhergehen. Selbst vor dem Hintergrund eines möglichen leichten Preisrückgangs sind die Käufe zu niedrigeren Preisniveaus erfolgt.

Anpassung der GBC-Prognosen und Neubewertung

GuV (in Mio. €)	GJ 2022e (alt)	GJ 2022 (neu)	GJ 2023e (alt)	GJ 2023e (neu)	GJ 2024e (alt)	GJ 2024e (neu)
Umsatzerlöse	304,97	304,97	311,07	289,72	354,62	304,20
EBIT (EBIT-Marge)	20,60 (6,8%)	5,60 (1,8%)	20,86 (6,7%)	8,69 (3,0%)	31,87 (9,0%)	15,82 (5,2%)
EBT (EBT-Marge)	19,96 (6,5%)	4,96 (1,6%)	20,06 (6,5%)	7,89 (2,7%)	30,72 (8,7%)	14,67 (4,8%)
Jahresüberschuss	13,54	3,34	13,71	5,37	21,01	10,02
EPS in €	3,39	0,84	3,43	1,34	5,25	2,51

Quelle: GBC AG

Wir nehmen aus Sicherheitsgründen eine deutliche Anpassung der Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2022 vor. Analog zur Unternehmens-Guidance rechnen wir unverändert mit Umsatzerlösen in Höhe von 304,97 Mio. €, gehen aber von einer deutlich rückläufigen Ergebnisentwicklung aus. Bei einem EBT in Höhe von 4,96 Mio. € (bisherige Prognose: 19,96 Mio. €) dürfte die Gesellschaft damit im zweiten Halbjahr 2022 ein EBT in Höhe von rund -8,50 Mio. € erwirtschaften.

Aufgrund der aktuellen hohen Unsicherheit hinsichtlich der Unternehmensentwicklung in den kommenden Geschäftsjahren nehmen wir gegenüber unseren bisherigen Prognosen ebenfalls weitere Sicherheitsabschläge vor. Dabei rechnen wir, gegenüber unseren alten Schätzungen, mit niedrigeren Umsatzerlösen, als Folge einer möglicherweise rückläufigen Nachfrage. Darüber hinaus könnte die HELMA bewusst Projekte verschieben, die, aufgrund der vorherrschende Lage, niedrige Margenniveaus aufweisen. Insgesamt rechnen wir daher mit einer rückläufigen Margenentwicklung.

Wir reduzieren unsere Umsatzprognosen des kommenden Geschäftsjahres 2023 auf 289,72 Mio.€ (bisher: 311,07 Mio. €) und des Geschäftsjahres 2024 auf 304,21 Mio. € (bisher: 354,62 Mio. €). Das EBT sollte ebenfalls deutlich niedriger als bislang von uns angenommen ausfallen. Wir rechnen für 2023 mit einem EBT in Höhe von 7,89 Mio. € (bisherige Schätzung: 20,06 Mio. €) und für 2024 in Höhe von 14,67 Mio. € (bisherige Schätzung: 30,72 Mio. €).

Bewertung

Modellannahmen

Die HELMA Eigenheimbau AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 bis 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 6,0 % (bisher: 6,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 9,4 % (bisher: 9,8 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 31,5 % (bisher: 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 1,25 %).**

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 9,99 % (bisher: 9,74 %) (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 6,76 % (bisher: 6,61 %).

Bewertungsergebnis

Als Resultat des DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Wert von 29,00 € (bisher: 54,35 €) ermittelt. Die deutliche Kurszielminderung ist insbesondere eine Folge der deutlich angepassten Schätzungen. Darüber hinaus hat die leichte Anhebung der gewichteten Kapitalkosten den fairen Wert weiter gemindert.

HELMA Eigenheimbau AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	9,4%	ewige EBITA - Marge	9,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,5%	effektive Steuerquote im Endwert	31,5%
Working Capital zu Umsatz	105,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	304,97	289,72	304,20	322,46	341,80	362,31	384,05	407,09	
US Veränderung	-8,0%	-5,0%	5,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	12,48	11,55	11,67	11,67	11,67	11,67	11,67	11,67	
EBITDA	8,40	11,54	18,82	30,15	31,96	33,88	35,91	38,06	
EBITDA-Marge	2,8%	4,0%	6,2%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	
EBITA	5,60	8,69	15,82	27,15	28,78	30,51	32,34	34,28	
EBITA-Marge	1,8%	3,0%	5,2%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	9,7%
Steuern auf EBITA	-1,79	-2,74	-4,98	-8,55	-9,08	-9,62	-10,20	-10,81	
zu EBITA	32,0%	31,5%	31,5%	31,5%	31,6%	31,6%	31,6%	31,6%	31,5%
EBI (NOPLAT)	3,80	5,95	10,84	18,60	19,70	20,88	22,13	23,46	
Kapitalrendite	1,1%	1,6%	3,0%	5,1%	5,4%	5,6%	5,8%	6,1%	7,0%
Working Capital (WC)	340,00	340,00	342,00	338,58	343,58	348,58	353,58	358,58	
WC zu Umsatz	111,5%	117,4%	112,4%	105,0%	105,0%	105,0%	105,0%	105,0%	
Investitionen in WC	-8,11	0,00	-2,00	3,42	-5,00	-5,00	-5,00	-5,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	24,43	25,08	26,08	27,64	29,30	31,06	32,92	34,90	
AFA auf OAV	-2,80	-2,85	-3,00	-3,00	-3,18	-3,37	-3,57	-3,79	
AFA zu OAV	11,5%	11,4%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	
Investitionen in OAV	-3,70	-3,50	-4,00	-4,56	-4,84	-5,13	-5,44	-5,76	
Investiertes Kapital	364,43	365,08	368,08	366,22	372,88	379,64	386,50	393,48	
EBITDA	8,40	11,54	18,82	30,15	31,96	33,88	35,91	38,06	
Steuern auf EBITA	-1,79	-2,74	-4,98	-8,55	-9,08	-9,62	-10,20	-10,81	
Investitionen gesamt	-11,81	-3,50	-6,00	-1,14	-9,84	-10,13	-10,44	-10,76	
Investitionen in OAV	-3,70	-3,50	-4,00	-4,56	-4,84	-5,13	-5,44	-5,76	
Investitionen in WC	-8,11	0,00	-2,00	3,42	-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	-5,20	5,30	7,84	20,45	13,04	14,12	15,27	16,49	418,56

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	334,43	351,73
Barwert expliziter FCFs	69,62	69,02
Barwert des Continuing Value	264,81	282,71
Nettoschulden (Net debt)	240,04	235,54
Wert des Eigenkapitals	94,38	116,19
Fremde Gewinnanteile	-0,15	-0,19
Wert des Aktienkapitals	94,23	116,00
Ausstehende Aktien in Mio.	4,00	4,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	23,56	29,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	2,8%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	30,2%
WACC	6,8%

Kapitalrendite	WACC				
	6,5%	6,6%	6,8%	6,9%	7,1%
6,7%	30,53	27,31	24,32	21,54	18,95
6,9%	33,09	29,75	26,66	23,78	21,10
7,0%	35,65	32,20	29,00	26,02	23,25
7,2%	38,21	34,65	31,34	28,26	25,40
7,3%	40,77	37,09	33,68	30,50	27,55

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