



## **Researchstudie (Anno)**

### **HELMA Eigenheimbau AG**



**Wachstum im Bauträrgeschäft sollte zu einem Anstieg der  
Ergebnismargen führen, Kursziel und Rating bestätigt**

**Kursziel: 53,00 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18

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: 53,00**

aktueller Kurs: 38,00  
19.03.18; XETRA; 11:00 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578  
WKN: A0EQ57  
Börsenkürzel: H5E  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 4,000  
Marketcap<sup>3</sup>: 152,00  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 301,24  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 60,4 %

Transparenzlevel:  
Scale  
Marktsegment:  
Freiverkehr  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
M.M. Warburg

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

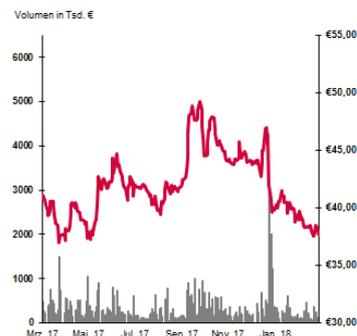
Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgergeschäft

Mitarbeiter: 301 Stand: 30.06.2017

Gründung: 1980

Firmensitz: Lehrte

Vorstand: Karl-Heinz Maerzke, Gerrit Janssen, Max Bode



Die HELMA Eigenheimbau AG ist ein kundenorientierter Baudienstleister mit Full-Service-Angebot. Der Fokus liegt dabei auf der Entwicklung, der Planung, dem Verkauf sowie der Bauregie von schlüsselfertigen oder teilfertigen Ein- und Zweifamilienhäusern in Massivbauweise. Insbesondere die Möglichkeit der individuellen Planung bzw. Individualisierung ohne Extrakosten sowie das ausgeprägte Know-how im Bereich energieeffizienter Bauweise werden am Markt als Alleinstellungsmerkmale der HELMA Eigenheimbau AG wahrgenommen. Mit überzeugenden, nachhaltigen Energiekonzepten hat sich die Gesellschaft als einer der führenden Anbieter solarer Energiesparhäuser etabliert und gehört mit mehreren tausend gebauten Eigenheimen zu den erfahrensten Unternehmen der Massivhausbranche. Die Tochterunternehmen HELMA Wohnungsbau GmbH, HELMA Ferienimmobilien GmbH und Hausbau Finanz GmbH komplettieren als Bauträger, Ferienhausanbieter und Finanzierungsvermittler das Angebot der HELMA-Gruppe.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	267,42	297,00	326,70	343,04
EBITDA	22,53	26,70	30,06	34,12
EBIT	20,23	24,30	27,46	31,40
Jahresüberschuss	12,99	14,61	16,29	19,01

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	3,25	3,65	4,07	4,75
Dividende je Aktie	1,10	1,21	1,34	1,57

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,13	1,01	0,92	0,88
EV/EBITDA	13,37	11,28	10,02	8,83
EV/EBIT	14,89	12,40	10,97	9,59
KGV	11,70	10,40	9,33	8,00
KBV	1,71			

### Finanztermine

12.04.18: Geschäftsbericht 2017  
06.07.18: Hauptversammlung  
23.08.18: Halbjahresbericht 2018

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
24.01.2018: RS / 53,00 / KAUFEN  
01.09.2017: RS / 58,00 / KAUFEN  
13.07.2017: RS / 58,00 / KAUFEN  
14.03.2017: RS / 58,00 / KAUFEN  
24.02.2017: RS / 62,50 / KAUFEN

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Gemäß vorläufigen Zahlen hat die HELMA Eigenheimbau den dynamischen Wachstumskurs der vergangenen Geschäftsjahre (CAGR 2008-2017: 19,8 %) in 2017 nicht fortsetzen können. Die Umsatzerlöse in Höhe von 267,42 Mio. € (VJ: 263,84 Mio. €) blieben dabei auf dem Niveau des Vorjahres. Der Geschäftsbereich Baudienstleistungen entwickelte sich dabei parallel zum, von einer rückläufigen Anzahl der Baugenehmigungen (-7,2 %) geprägten Gesamtmarkt, und verzeichnete einen Umsatzrückgang in Höhe von -7,4 % auf 85,07 Mio. € (VJ: 91,86 Mio. €). Das margenstärkere und bedeutendere Bauträgersegment profitierte hingegen insbesondere von den in den vergangenen Geschäftsjahren gewonnenen Ferienimmobilienprojekten und legte umsatzseitig um 6,1 % auf 181,47 Mio. € (VJ: 171,09 Mio. €) zu.
- Trotz des leichten Umsatzanstiegs sowie der zunehmenden Bedeutung des Bauträgersegments im Umsatzmix, weist die HELMA einen leichten EBIT-Rückgang auf 20,23 Mio. € (VJ: 21,66 Mio. €) aus, was einer rückläufigen EBIT-Marge auf 7,6 % (VJ: 8,2 %) entspricht. Insgesamt hat die Gesellschaft damit die im Vorfeld kommunizierte Guidance einer EBIT-Marge in Höhe von 7 - 10 % erreicht. Das um den Abgang aktivierter Zinsen bereinigte EBIT war mit 22,13 Mio. € (VJ: 22,20 Mio. €) auf Vorjahresniveau. Die künftige Unternehmenskommunikation sowie auch die Formulierung der künftigen Unternehmens-Guidance werden auf das Vorsteuerergebnis (EBT) ausgerichtet. Das EBT lag dabei in 2017 mit 19,13 Mio. € (VJ: 19,57 Mio. €) im Rahmen unserer Erwartungen und profitierte von einer weiterhin deutlich rückläufigen Entwicklung der Finanzaufwendungen auf 1,18 Mio. € (VJ: 2,11 Mio. €). In den vergangenen Geschäftsjahren hatte die HELMA mehrere Refinanzierungsmaßnahmen durchgeführt, wodurch die Zinslast erheblich verringert wurde.
- Anlässlich der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat die HELMA für 2018 ein EBT in Höhe von 21,0 – 22,5 Mio. € und für 2019 in einer Bandbreite von 23,5 – 26,0 Mio. € in Aussicht gestellt. Unseres Erachtens dürfte die Unternehmensprognose ein langsames Umsatzwachstum bei einer Verbesserung der Ergebnismargen unterstellen. Da auch in den kommenden Geschäftsjahren der überwiegende Teil des Umsatzwachstums aus dem margenstarken Bauträgersegment stammen sollte, gehen wir von einer leichten aber sukzessiven Verbesserung der Rentabilität aus. Die eingeleiteten Verbesserungen im Vergabeprozess sollten sich hier ebenfalls leicht ergebnissteigernd auswirken.
- Folglich erwarten wir einen Anstieg der EBIT-Marge von zuletzt 7,6 % auf bis zu 9,2 % im Geschäftsjahr 2020. Hiervon ausgehend liegen unsere Vorsteuerergebnisschätzungen (EBT) für die kommenden beiden Geschäftsjahre innerhalb der von HELMA erwarteten Guidance, reihen sich jedoch konservativ am unteren Ende der Bandbreite ein. Wir bestätigen damit unsere im Januar 2018 an die neue Guidance angepassten Prognosen. Ebenfalls unverändert belassen wir unser DCF-Bewertungsmodell, im Rahmen dessen wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 53,00 € ermittelt haben. Angesichts eines Kursniveaus in Höhe von 38,00 € vergeben wir damit weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

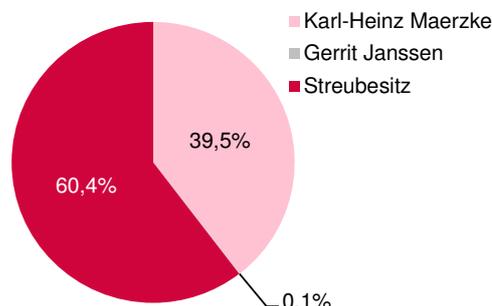
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Geschäftsbereiche .....	4
Baudienstleistungen .....	4
Bauträrgeschäft - Wohnen .....	5
Bauträrgeschäft - Ferienimmobilien .....	6
Finanzierungs- und Bauversicherungsvermittlung .....	6
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>7</b>
<b>Unternehmensentwicklung .....</b>	<b>9</b>
Kennzahlen im Überblick .....	9
Geschäftsentwicklung 2017 .....	10
Umsatzentwicklung 2017 .....	10
Ergebnisentwicklung 2017 .....	11
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2017 .....	13
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>14</b>
Bewertung .....	16
Modellannahmen .....	16
Bestimmung der Kapitalkosten .....	16
Bewertungsergebnis .....	16
DCF-Modell .....	17
<b>Anhang .....</b>	<b>18</b>

## UNTERNEHMEN

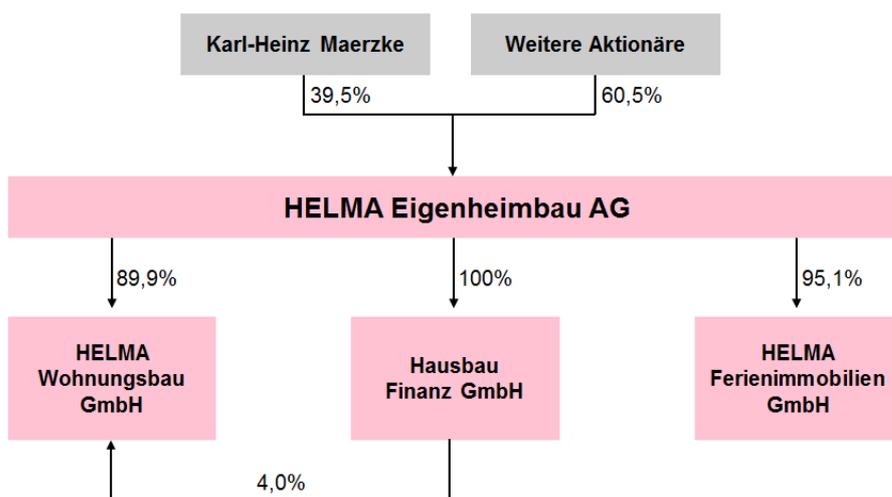
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Karl-Heinz Maerzke	39,5%
Gerrit Janssen	0,1%
<b>Streubesitz</b>	<b>60,4%</b>

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Der Konsolidierungskreis der **HELMA Eigenheimbau AG** (kurz: HELMA) repräsentiert die unterschiedlichen Geschäftssegmente der Gesellschaft. Die Konzernobergesellschaft HELMA Eigenheimbau AG (nachfolgend: HELMA) ist dabei operativ im Bereich des Stammgeschäfts Baudienstleistungen tätig. Für das Bauträgergeschäft sind die beiden Tochtergesellschaften **HELMA Wohnungsbau GmbH** und **HELMA Ferienimmobilien GmbH** verantwortlich. Ihrerseits profitieren die im Bauträgerbereich tätigen Tochtergesellschaften von Dienstleistungen der Konzernobergesellschaft HELMA Eigenheimbau AG. Diese werden im Zusammenhang mit der Baubetreuung, Bauplanung und Baudurchführung erbracht. Komplettiert wird das Dienstleistungsspektrum der HELMA durch die Vermittlung von Finanzierungs- und Bauversicherungen, welche über die Tochtergesellschaft **Hausbau Finanz GmbH** realisiert wird.

## Geschäftsbereiche

### Baudienstleistungen

Als Konzernobergesellschaft des HELMA-Konzerns liegt der Fokus der im Jahr 1980 gegründeten HELMA Eigenheimbau AG (HELMA) auf der Entwicklung, Planung sowie dem Verkauf von schlüsselfertigen oder teilfertigen Ein- und Zweifamilienhäusern, welche ausschließlich in Massivbauweise angeboten werden. Im Zuge eines Full-Service-Ansatzes übernimmt die Gesellschaft darüber hinaus die Bauregie und offeriert zusätz-

lich die Finanzierungsberatung und -vermittlung. Damit wird die gesamte Wertschöpfungskette eines Bauprozesses abgedeckt:



So können die Kunden der Gesellschaft Beratungsdienstleistungen beim Grundstückskauf sowie im Bauplanungsprozess in Anspruch nehmen. Die HELMA-Häuser sind somit gegenüber den frei geplanten Architektenhäuser als besonders konkurrenzfähig einzuordnen. Im weiteren Wertschöpfungsprozess übernimmt die Gesellschaft im Rahmen der Bauregie die Auftragsvergabe an Subunternehmen und die Koordination und Überwachung des kompletten Bauprozesses. Schließlich werden die HELMA-Häuser vor der Übergabe zur Qualitätskontrolle einer DEKRA-Sachverständigenüberprüfung unterzogen.

In diesem Segment werden Massivhäuser (nahezu ausschließlich individuell) auf bereitgestellte Grundstücke der Erwerber errichtet. Dabei wird die Bauleistung an regionale Subunternehmer vergeben. Die finanziellen Risiken dieses Geschäftsbereiches sind vor allem vor dem Hintergrund der Vergabe an Subunternehmer und des Erhalts von dem Baufortschritt entsprechenden Abschlagszahlungen durch die Bauherren als gering einzustufen.

### **Bauträgergeschäft - Wohnen**

Über die HELMA Wohnungsbau GmbH tritt der HELMA-Konzern zudem als Bauträger auf und fokussiert sich hierbei einerseits auf den Ankauf von attraktiven Grundstücken, die inklusive eines individuell geplanten HELMA Massivhauses als Einheit an Privatpersonen verkauft werden. Neben den individuell gestaltbaren Einfamilienhäusern erweitern andererseits in ausgesuchten Lagen vorgeplante Doppelhaushälften, Reiheneigenheime und Eigentumswohnungen in Mehrfamilienhäusern in Massivbauweise das Produktportfolio.

Im Segment der individuellen Einfamilienhäuser ist die Vorgehensweise nahezu die gleiche wie in der HELMA Eigenheimbau AG, mit der Ausnahme, dass die Errichtung der Einfamilienhäuser auf Grundstücken erfolgt, die zuvor von der HELMA Wohnungsbau GmbH erworben wurden. Die Zielbaugebiete für diese Einfamilienhäuser verfügen über bis zu 250 Bauplätze und befinden sich in den Speckgürteln von Großstädten wie z. B. Berlin, Hamburg, Hannover, Leipzig und München oder innerhalb dieser in verkehrsgünstiger Lage zum Stadtkern. In den Großräumen Berlin, Hamburg, Hannover und München hat die Gesellschaft in den vergangenen Jahrzehnten einen umfangreichen Track-Record aufgebaut und verfügt mit dem Baugebiet in Berlin - Karlshorst, in welchem inzwischen ca. 400 Einheiten errichtet wurden, und einem weiteren Baugebiet in Berlin - Pankow mit 110 Einheiten, über die größten inoffiziellen Musterhausparcs Deutschlands.

Bei der Entwicklung der vorgeplanten Wohnungen in Doppel-, Reihen- und Mehrfamilienhäusern werden zunächst geeignete Grundstücke im Hinblick auf die Bedürfnisse der potentiellen Eigennutzer sowie Kapitalanleger und ihrer Mieter anhand umfangreicher Marktuntersuchungen ausgewählt. Anschließend werden die Projekte vorgeplant, wobei auch die jeweiligen baurechtlichen Vorschriften geprüft werden. Nach der Planung der gesamten Bebauung und Erwirkung der Baugenehmigung erfolgt die Vermarktung an Privatkunden oder eine Direktansprache potentieller Erwerber für den Kauf des gesamten Wohnimmobilienprojekts. Die Errichtung des Baukörpers in Massivbauweise wird je

nach Projektumfang gewerkweise oder an einen Generalunternehmer zum Festpreis vergeben. Für die Kontrolle des Baufortschritts sind eigene Projektentwickler und Bauingenieure zuständig.

### ***Bauträrgeschäft - Ferienimmobilien***

Ebenfalls im Rahmen des margenstarken Bauträgersegments werden über die Tochtergesellschaft HELMA Ferienimmobilien GmbH die Entwicklung, die Planung sowie der Vertrieb von Ferienhäusern und -wohnungen umgesetzt. Regionale Schwerpunkte sind besonders die infrastrukturell gut entwickelten Standorte an den Nord- und Ostseeküsten Deutschlands.

In diesem Geschäftsbereich ist besonders das in Schleswig-Holstein angesiedelte Ferienimmobilienprojekt Osteeresort Olpenitz hervorzuheben. Im Rahmen der geplanten sieben Bauabschnitte sollen auf dem mehr als 150 Hektar großen Areal in den kommenden Jahren etwa 1.100 Ferienimmobilien (Ferienwohnungen; Ferienhäuser) entstehen. Flankierend hierzu entstehen innerhalb des Projektes Hafendorf Zerpenschleuse 200 Ferienhäuser.

### ***Finanzierungs- und Bauversicherungsvermittlung***

Als Verlängerung der Wertschöpfungskette im Wohnimmobilienbereich bietet die HELMA über die Tochtergesellschaft Hausbau Finanz GmbH auch Dienstleistungen bei der Vermittlung von Baufinanzierungen und Bauversicherungen an. Konzipiert ist dieser Geschäftsbereich, dessen Fokus auf dem Neukundengeschäft liegt, als ein hauseigener und bankenunabhängiger Berater und Vermittler von Finanzierungen und Bauversicherungen. Die Umsatzerlöse in diesem Segment sind demnach als Provisionserträge mit den Vertragspartnern der HELMA zu verstehen.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Der Markt für Wohnimmobilien ist in Deutschland unverändert ein Angebotsmarkt. Insbesondere die hohe Nachfrage nach Wohnimmobilien, denen jedoch insbesondere in den städtischen Lagen kein ausreichendes Angebot gegenüber steht, sind die determinierenden Faktoren des aktuellen Marktumfelds für Wohnimmobilien. Ein wichtiger Faktor ist das aktuell bestehende niedrige Zinsniveau, welches sich bei Hypothekendarlehen mit zehnjähriger Zinsfestschreibung derzeit bei 1,4 % eingependelt hat. Es scheint sich zwar bei diesem niedrigen Rekordwert ein Boden auszubilden, eine Trendumkehr ist derzeit noch nicht in Sicht. Das erwartete weiterhin günstige Finanzierungsniveau dürfte dabei der wichtigste Treiber der künftigen Immobiliennachfrage sein:

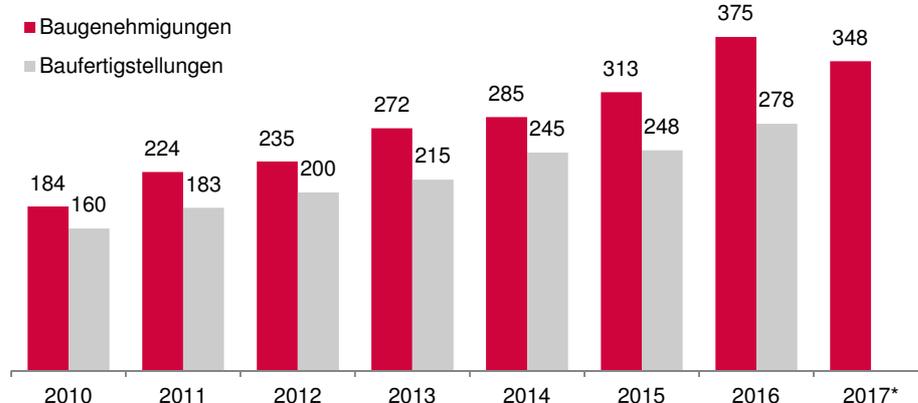
### Effektivzins für Hypothekendarlehen in Deutschland (in %)



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken; GBC AG

Neben den niedrigen Zinsen profitieren die Immobilienmärkte von einem demografischen Wandel sowie von einer florierenden Wirtschaft, mit entsprechend positiven Konjunkturerwartungen. Die Wohnimmobilienmärkte sind zudem insbesondere in städtischen und stadtnahen Lagen von Sondereffekten geprägt. Hier spielen der fortgesetzte Zuzug in die Städte sowie der Trend zum kleineren Haushalt, wodurch die Anzahl der privaten Haushalte tendenziell zunimmt, eine große Rolle. Vor dem Hintergrund geringerer Leerstände ist dabei eine Bedarfslücke am Wohnungsmarkt sichtbar.

### Wohnungsbaugenehmigungen und –Fertigstellungen



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG; \*bis November 2017

Dies hat in den vergangenen Geschäftsjahren zu einem deutlichen Anstieg bei den Baugenehmigungen geführt. Im Rekordjahr 2016 wurde gemäß statistisches Bundesamt die Baugenehmigung für 375 Tausend Wohnungen ermittelt, was einem Rekordwert ent-

spricht. Gegenüber 2008, als gerade einmal die Baugenehmigung für 184 Tausend Wohnungen erteilt wurde, entspricht dies in etwa einer Verdoppelung. In 2017 dürfte zwar wieder ein hoher Wert erreicht worden sein, gegenüber 2016 wird aber gemäß vorläufigen Zahlen ein Rückgang der Baugenehmigungen in Höhe von 7,2 % sichtbar. Dies ist umso verwunderlicher, da derzeit noch eine deutliche Bedarfslücke im Wohnungsbau besteht. Gemäß Daten des Branchendachverbandes GdW sind angesichts der steigenden Zuwanderungszahlen und eines aufgestauten Nachholbedarfs jährlich mindestens 400 Tausend neue Wohnungen in den nächsten zehn Jahren notwendig. Wird die Anzahl der Baufertigstellungen herangezogen, wird eine noch stärkere Bedarfslücke sichtbar. In 2016 wurden dabei insgesamt 277,7 Tausend Wohnungen fertiggestellt und damit deutlich unterhalb des Neubaubedarfs.

Im Wohnimmobilienbereich ist die HELMA damit gut positioniert, um an der künftigen erwarteten hohen Nachfrageentwicklung zu partizipieren. Insbesondere die bereits gesicherten Projekte des Bauträgersegments bieten hier eine gute Grundlage für das künftige Unternehmenswachstum. Hinzu sind auch die derzeit in der Realisierung befindlichen großen Ferienimmobilienprojekte an der Ost- und Nordsee, den wichtigsten Ferienimmobilienregionen Deutschlands, zu rechnen. Die deutsche Küste gilt dabei als Hotspot für Ferienimmobilien und beherbergt insgesamt rund 32 % aller Ferienimmobilien in Deutschland. Mit dem 150 ha großen und gleichzeitig wichtigsten Projekt „OstseeResort Olpenitz“ hat sich die HELMA frühzeitig gut positioniert, um an den guten Marktbedingungen in diesem Bereich zu profitieren.

Auch weiterhin plant die HELMA an den guten Aussichten dieses Immobiliensegments zu partizipieren. Die hohe Nachfrage nach Ferienimmobilien insbesondere in den infrastrukturell gut angebundenen Küstenregionen dürfte aufgrund der vergleichsweise hohen Mietrenditen, bei sonst fehlenden Anlagealternativen, weiterhin anhalten. Da die Mehrheit der Ferienimmobilien zu Renditezwecken erworben wird, ist die mögliche Mietrendite ein wichtiger Faktor für die künftige Entwicklung dieser Immobiliengattung. Aus den Umfrageergebnissen der FeWo-Marktstudie weist die durchschnittliche Mietrendite (brutto) von derzeit 9,1 % dabei einen vergleichsweise hohen Wert auf (Quelle: fewo-direkt).

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	263,84	267,42	297,00	326,70	343,04
Bestandsveränderung	10,07	15,90	12,00	10,00	10,00
aktivierte Eigenleistungen	0,12	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Gesamtleistung</b>	<b>274,04</b>	<b>283,32</b>	<b>309,00</b>	<b>336,70</b>	<b>353,04</b>
sonst. Erträge	1,67	1,66	2,00	1,20	2,00
Materialaufwand	-216,79	-226,37	-246,40	-267,93	-280,20
Personalaufwand	-19,76	-20,91	-22,00	-22,92	-23,52
Abschreibungen	-1,79	-2,30	-2,40	-2,60	-2,72
sonst. Betriebliche Aufwendungen	-15,70	-15,18	-15,90	-16,99	-17,20
<b>EBIT</b>	<b>21,66</b>	<b>20,23</b>	<b>24,30</b>	<b>27,46</b>	<b>31,40</b>
Finanzaufwendungen	-2,11	-1,18	-3,11	-3,46	-3,80
Beteiligungserträge	0,02	0,08	0,00	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>19,57</b>	<b>19,13</b>	<b>21,19</b>	<b>24,00</b>	<b>27,60</b>
Steuern	-6,04	-6,11	-6,55	-7,68	-8,55
Minderheiten	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03
EAT nach Minderheiten	13,50	12,99	14,61	16,29	19,01
EBITDA	23,46	22,53	26,70	30,06	34,12
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,4%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,2%</i>	<i>9,9%</i>
EBIT	21,66	20,23	24,30	27,46	31,40
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>8,2%</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,4%</i>	<i>9,2%</i>
Ergebnis je Aktie in €	3,37	3,25	3,65	4,07	4,75
Dividende je Aktie in €	1,10	1,10	1,21	1,34	1,57
Aktienzahl in Mio. Stück	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00

## Geschäftsentwicklung 2017

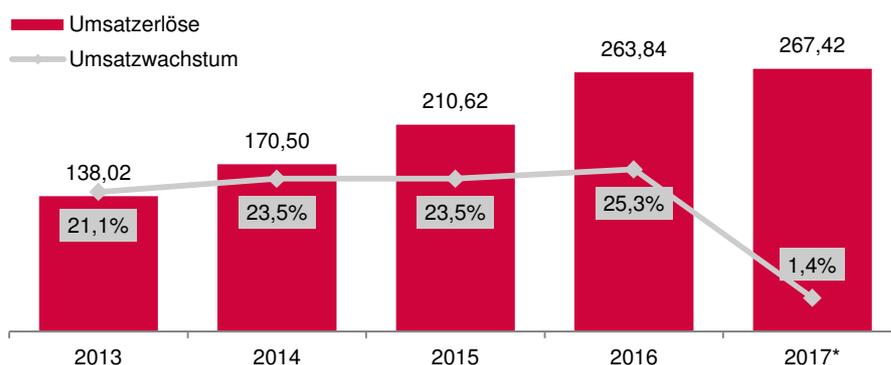
GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017*
Umsatzerlöse	210,62	263,84	267,42
EBITDA	19,49	23,46	22,53
EBITDA-Marge	9,3%	8,9%	8,4%
EBIT	17,77	21,66	20,23
EBIT-Marge	8,4%	8,2%	7,6%
Jahresüberschuss	9,95	13,50	12,99
EPS in €	2,49	3,37	3,25

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

## Umsatzentwicklung 2017

Bereits im Januar hatte die HELMA die Guidance für das abgelaufene Geschäftsjahr 2017 veröffentlicht, welche mit den nun publizierten vorläufigen Zahlen nochmals bestätigt wurde. Nachdem die Gesellschaft in den vergangenen Geschäftsjahren die Umsatzbasis erheblich ausgeweitet hatte (CAGR 2008-2017: 19,8%) wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr ein vergleichsweise geringes Umsatzwachstum in Höhe von 1,4 % auf 267,42 Mio. € (VJ: 263,84 Mio. €) erzielt.

### Umsatzerlöse (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



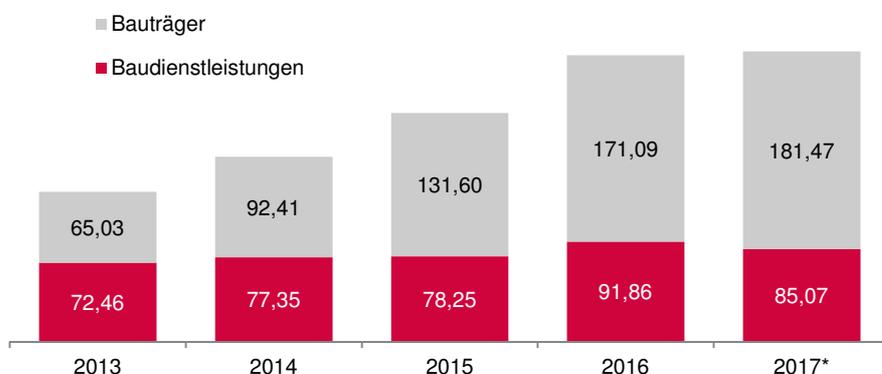
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; \*gem. vorläufige Zahlen

Es gilt dabei zu berücksichtigen, dass in 2017 keine volumenstarken Veräußerungen an institutionelle Investoren erfolgt sind, welche den Wert in 2016 noch positiv beeinflusst hatten. Darüber hinaus lagen die Umsätze im Geschäftsbereich Baudienstleistungen (HELMA Eigenheimbau AG) aufgrund einer insgesamt rückläufigen Entwicklung bei den Baugenehmigungen (Baugenehmigungen in 2017 um -7,2 % unterhalb 2016) um -7,4 % niedriger als im Vorjahr. Zwar konnte sich die HELMA in diesem Bereich nicht der allgemeinen Marktentwicklung entziehen, im mittlerweile deutlich größeren Segment der Baudienstleistungen (HELMA Wohnungsbau GmbH und HELMA Ferienimmobilien GmbH) profitierte die Gesellschaft von den im Vorfeld erworbenen attraktiven Baugrundstücken und verzeichnete einen Umsatzanstieg in Höhe von 6,1 % auf 181,47 Mio. € (VJ: 171,09 Mio. €).

Besonders dynamisch entwickelte sich abermals der Ferienimmobilienbereich, mit einem 52,0 %igen Umsatzanstieg auf 48,12 Mio. € (VJ: 31,66 Mio. €). Im Fokus stehen hier die Abarbeitung der Großprojekte OstseeResort Olpenitz, DünenResort Binz und Hafendorf Zerpenschleuse. Im Wohnimmobilienbereich weist hingegen das Bauträgergeschäft einen Rückgang um -4,4 % auf 133,35 Mio. € (VJ: 139,43 Mio. €) auf. Hier wird ein zwischenzeitlicher Umsatzrückgang im Geschosswohnungsbau ersichtlich, welcher im Zusammenhang mit einer im Februar 2017 erfolgten Prozessumstellung zu sehen ist. Künftig wird der Vertrieb erst nach Beendigung des Vergabeprozesses gestartet,

wodurch zwar die Projektdauer bei Geschosswohnungen ansteigt jedoch eine deutlich höhere Kostensicherheit sowie höhere Margen möglich werden.

### Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)

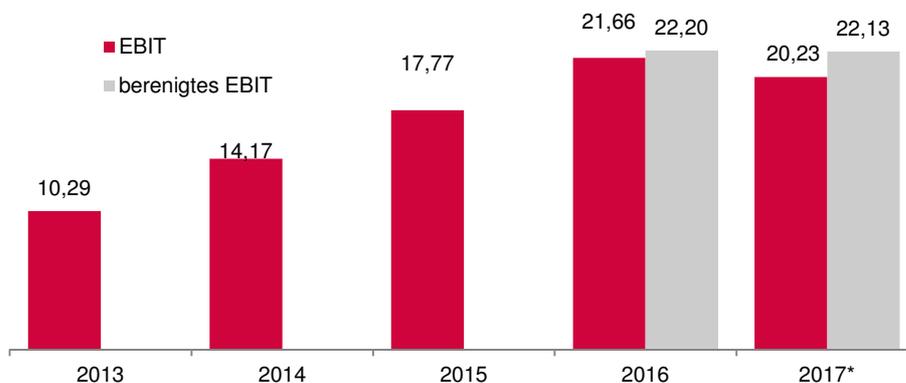


Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; \*gem. vorläufige Zahlen

### Ergebnisentwicklung 2017

Trotz des leichten Umsatzanstiegs sowie der zunehmenden Bedeutung des Bauträgersegments im Umsatzmix verzeichnete die HELMA einen leichten EBIT-Rückgang auf 20,23 Mio. € (VJ: 21,66 Mio. €), was eine rückläufige EBIT-Margenentwicklung auf 7,6 % (VJ: 8,2 %) nach sich gezogen hat. Damit wurde die untere Spanne der noch im Laufe des Geschäftsjahres 2017 von der Gesellschaft prognostizierten EBIT-Marge in Höhe von 7 - 10 % erreicht.

### EBIT (in Mio. €) und bereinigtes EBIT (in Mio. €)



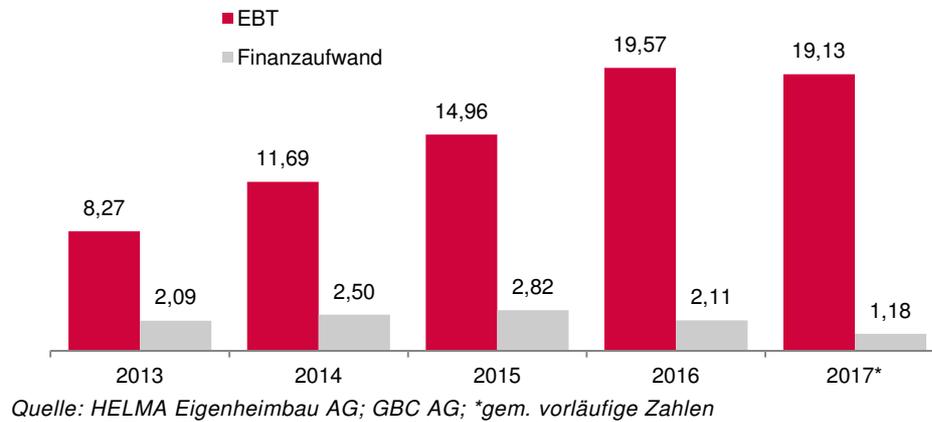
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; \*gem. vorläufige Zahlen

Die HELMA publiziert zudem auch eine um den Abgang aktivierter Zinsen bereinigte Darstellung des EBIT. Auf dieser Basis entwickelte sich das bereinigte EBIT mit 22,13 Mio. € (VJ: 22,20 Mio. €) nahezu konstant gegenüber dem Vorjahr.

Bereits mit den vorläufigen Zahlen hat die HELMA das Vorsteuerergebnis (EBT) in den Vordergrund gerückt. Künftig soll die Unternehmens-Guidance auf Basis dieser Kennzahl kommuniziert werden. Das EBT lag mit 19,13 Mio. € (VJ: 19,57 Mio. €) im Rahmen unserer Erwartungen und profitierte dabei von einer weiterhin deutlich rückläufigen Entwicklung der Finanzaufwendungen auf 1,18 Mio. € (VJ: 2,11 Mio. €). In den vergangenen Geschäftsjahren hatte die HELMA mehrere Refinanzierungsmaßnahmen durchgeführt, wodurch die Zinslast erheblich verringert wurde. Hierzu gehört beispielsweise die Rückführung der 5,875 %-Unternehmensanleihe in 2016 mit einem damals ausstehenden

Volumen in Höhe von 30,0 Mio. €. Ein Teil der Zinsaufwendungen ist, wie auch schon in den Vorjahren, unter den unfertigen Leistungen aktiviert, was sich auf das Finanzergebnis der Gesellschaft entlastend ausgewirkt hatte.

**EBT und Finanzaufwand (in Mio. €)**



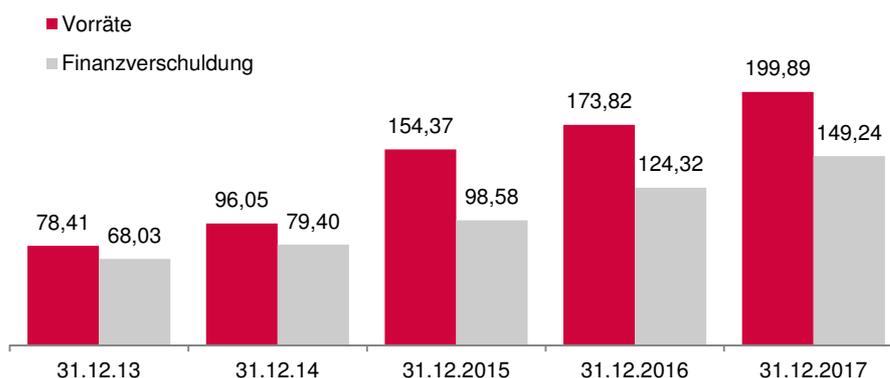
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2017

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Eigenkapital	69,90	80,24	88,83
Eigenkapitalquote	28,5%	28,8%	28,0%
Vorräte	154,37	173,82	199,89
Working Capital	156,72	195,07	226,28
Nettofinanzverschuldung	98,58	124,32	149,24
Liquide Mittel	12,49	11,33	16,66

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

Die HELMA-Bilanz ist nach wie vor von einem hohen Bestand an Vorräten geprägt, welche die Grundlage für das weitere Unternehmenswachstum darstellen. Für die Bau-trägerprojekte geht die HELMA beim Erwerb der dazugehörigen Grundstücke in Vorleistung, was sich entsprechend in einem Vorratsanstieg wiederfindet. Dementsprechend ist ein Anstieg bei dieser Bilanzposition nicht als kritisch zu werten, da hiermit die Gewinnung weiterer Projekte abgebildet und damit die künftige Umsatzentwicklung unterfüttert wird. Zum 31.12.17 wurde der Vorratsbestand auf 199,89 Mio. € (31.12.16:173,82 Mio. €) dabei weiter ausgebaut.

### Entwicklung der Vorräte und der Finanzverschuldung (in Mio. €)



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

Die Finanzierung des Vorratsanstiegs wird vornehmlich über Fremdkapital gestemmt. Dementsprechend legte die Finanzverschuldung parallel dazu auf zuletzt 149,24 Mio. € (VJ: 124,32 Mio. €) zu. Dem steht ein aus dem positiven Nachsteuerergebnis in Höhe von 12,99 Mio. € resultierender Ausbau des Eigenkapitals auf 88,83 Mio. € (31.12.16: 80,24 Mio. €) gegenüber, so dass die Gesellschaft über eine unverändert hohe EK-Quote in Höhe von 28,0 % (31.12.16: 28,8 %) verfügt. Weitere Finanzierungsmaßnahmen zum Grundstücksausbau sind vor diesem Hintergrund problemlos umzusetzen.

Zumal die HELMA zum Bilanzstichtag über eine umfangreiche Liquidität in Höhe von 16,66 Mio. € verfügt. Der operative Cashflow lag 2017 mit -13,34 Mio. € zwar im negativen Bereich, der überwiegende Teil ist jedoch dem Vorratsausbau geschuldet. Die um Vorräte bereinigten Cash Earnings in Höhe von 17,97 Mio. € (VJ: 20,95 Mio. €) liefern ein besseres Bild zur Liquiditätsgenerierung aus dem operativen Geschäft. Der Liquiditätsabfluss aus dem Aufbau der Vorratsbestände wurde durch eine Ausweitung des Fremdkapitals und damit einem positiven Finanzierungs-Cashflow in Höhe von 21,97 Mio. € (VJ: 16,77 Mio. €) ausgeglichen.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

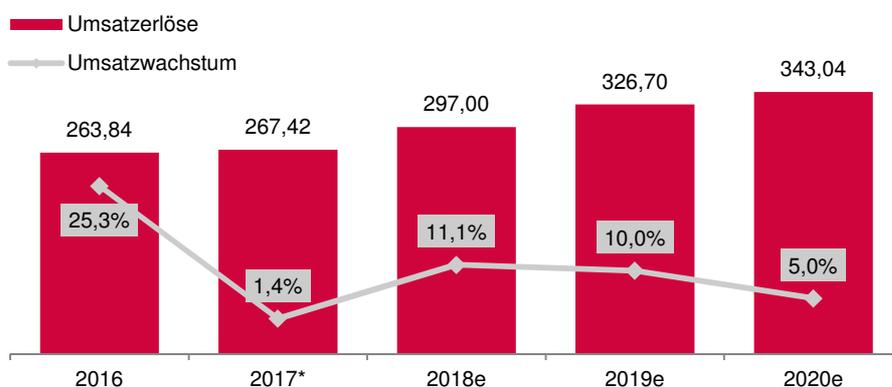
GuV (in Mio. €)	GJ 2017*	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	267,42	297,00	326,70	343,04
EBIT	20,23	24,30	27,46	31,40
EBIT-Marge	7,6%	8,2%	8,4%	9,2%
EBT	19,13	21,20	24,00	27,60
Jahresüberschuss	12,99	14,61	16,29	19,01
EPS in €	3,25	3,65	4,07	4,75

Quelle: GBC AG; \*gem. vorläufige Zahlen

Die HELMA hat anlässlich der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen nochmals die Prognosen aus dem Januar 2018 bekräftigt, wonach in den kommenden Jahren eine zweistellige Wachstumsrate beim EBT erwartet wird. Konkret soll in 2018 ein EBT in Höhe von 21,0 – 22,5 Mio. € und in 2019 in einer Bandbreite von 23,5 – 26,0 Mio. € erwirtschaftet werden. Daraus ergibt sich beim Ergebnis je Aktie eine Bandbreite für 2018 in Höhe von 3,62 – 3,88 € sowie für 2019 in Höhe von 4,05 – 4,49 €. Die Gesellschaft hat damit erstmalig bewusst keine Umsatz-Guidance mehr veröffentlicht, was als ein Beleg des Unternehmensfokus auf Rentabilitätsverbesserungen zu verstehen ist. Diesbezüglich wurden beispielsweise Prozessverbesserungen im Geschosswohnungsbau implementiert, um damit eine bessere Kostenplanbarkeit und bessere Ergebniskontrolle zu erreichen.

Ein weiterer wichtiger Aspekt ist die zunehmende Bedeutung des margenstärkeren Bauträgergeschäftes. Hier verfügt die Gesellschaft über eine Vielzahl von Projekten im Bereich der Ferienimmobilien (OstseeResort Olpenitz; DünenResort Binz, Hafendorf Zerpenschleuse, NordseeResort Büssum) oder im Wohnimmobilienbereich (Havelmarina Berlin, Zur alten Mühle Brandenburg, Villen im Prinzenviertel Berlin etc.). Der Auftragszugang lag zwar zuletzt mit 245,39 Mio. € (VJ: 288,82 Mio. €) um 14,4 % unterhalb des Vorjahreswertes, hier sind jedoch lediglich die Projekte erfasst, die sich derzeit im Vertrieb befinden. Die HELMA verfügt aber über weitere Projekte, die sich noch in der Planung befinden und daher entsprechendes Upside-Potenzial bieten. Zudem waren die Auftragseingänge der vergangenen beiden Geschäftsjahre vom Gesamtverkauf eines großen Wohnimmobilienprojektes an einem institutionellen Investor positiv beeinflusst.

### Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



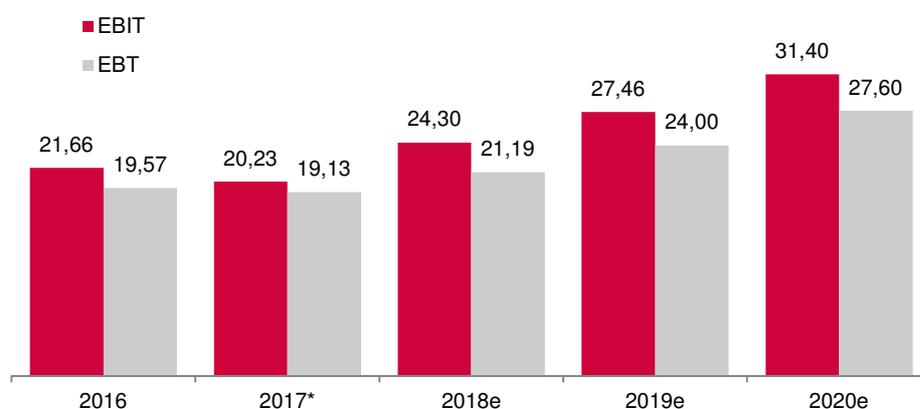
Quelle: GBC AG

Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einer Verlangsamung des in den vergangenen Jahren dynamischen Umsatzwachstums. Nichtsdestotrotz erwarten wir für das kommende Geschäftsjahr 2019 das erstmalige nachhaltige Überschreiten der 300,0 Mio. €-Umsatzmarke.

Da auch in den kommenden Geschäftsjahren der überwiegende Teil des Umsatzwachstums aus dem margenstarken Bauträgersegment stammen sollte, gehen wir von einer leichten aber sukzessiven Verbesserung der Rentabilität aus. Die eingeleiteten Verbesserungen im Vergabeprozess sollten sich hier ebenfalls leicht ergebnissteigernd auswirken. Darüber hinaus rechnen wir vor dem Hintergrund des steigenden Umsatzvolumens mit Skaleneffekten. Folglich erwarten wir einen Anstieg der EBIT-Marge von zuletzt 7,6 % (2017) auf bis zu 9,2 % im Geschäftsjahr 2020.

Hiervon ausgehend liegen unsere Vorsteuerergebnis-Schätzungen (EBT) für die kommenden beiden Geschäftsjahre innerhalb der von der HELMA erwarteten Guidance, reihen sich jedoch konservativ am unteren Ende der Bandbreite ein:

#### Prognose EBIT und EBT (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die Ergebnisprognosen stellen dabei die Grundlage für unser nachfolgend dargestelltes DCF-Bewertungsmodell dar.

## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die HELMA Eigenheimbau AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018, 2019 und 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2025 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,6 % 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 3,0 %.

### *Bestimmung der Kapitalkosten*

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 %.**

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 (bisher 1,54).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,7 % (bisher: 9,7%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 65 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,4 % (bisher: 7,4 %).

### *Bewertungsergebnis*

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,4 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 53,00 €. Da sowohl die Prognosen als auch das DCF-Bewertungsmodell gegenüber unserer letzten Researchstudie (siehe Research Note vom 24.01.18) unverändert sind, bestätigen wir daher das Kursziel.

## 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	3,0%
EBITDA-Marge	10,5%	ewige EBITA - Marge	10,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,9%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	75,3%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	297,00	326,70	343,04	360,19	378,20	397,11	416,96	437,81	
US Veränderung	11,1%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	15,63	16,34	16,34	16,34	16,34	16,34	16,34	16,34	
EBITDA	26,70	30,06	34,12	37,82	39,71	41,70	43,78	45,97	
EBITDA-Marge	9,0%	9,2%	9,9%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
EBITA	24,30	27,46	31,40	35,33	37,10	38,95	40,90	42,95	
EBITA-Marge	8,2%	8,4%	9,2%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	10,6%
Steuern auf EBITA	-7,51	-8,79	-9,42	-10,60	-11,13	-11,69	-12,27	-12,88	
zu EBITA	30,9%	32,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	16,79	18,67	21,98	24,73	25,97	27,27	28,63	30,06	
Kapitalrendite	6,9%	7,3%	8,2%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	9,4%
Working Capital (WC)	238,28	248,28	258,28	271,20	284,76	298,99	313,94	329,64	
WC zu Umsatz	80,2%	76,0%	75,3%	75,3%	75,3%	75,3%	75,3%	75,3%	
Investitionen in WC	-12,00	-10,00	-10,00	-12,91	-13,56	-14,24	-14,95	-15,70	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	19,00	20,00	21,00	22,05	23,15	24,31	25,53	26,80	
AFA auf OAV	-2,40	-2,60	-2,72	-2,49	-2,61	-2,74	-2,88	-3,02	
AFA zu OAV	12,6%	13,0%	13,0%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	
Investitionen in OAV	-3,58	-3,60	-3,72	-3,54	-3,72	-3,90	-4,10	-4,30	
Investiertes Kapital	257,28	268,28	279,28	293,25	307,91	323,30	339,47	356,44	
EBITDA	26,70	30,06	34,12	37,82	39,71	41,70	43,78	45,97	
Steuern auf EBITA	-7,51	-8,79	-9,42	-10,60	-11,13	-11,69	-12,27	-12,88	
Investitionen gesamt	-15,58	-13,60	-13,72	-16,45	-17,28	-18,14	-19,05	-20,00	
Investitionen in OAV	-3,58	-3,60	-3,72	-3,54	-3,72	-3,90	-4,10	-4,30	
Investitionen in WC	-12,00	-10,00	-10,00	-12,91	-13,56	-14,24	-14,95	-15,70	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,61	7,67	10,98	10,77	11,31	11,87	12,46	13,09	517,53

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	372,69	392,52
Barwert expliziter FCFs	58,26	54,89
Barwert des Continuing Value	314,42	337,62
Nettoschulden (Net debt)	160,55	161,16
Wert des Eigenkapitals	212,14	231,36
Fremde Gewinnanteile	-0,13	-0,14
Wert des Aktienkapitals	212,01	231,21
Ausstehende Aktien in Mio.	4,00	4,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>53,00</b>	57,80

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	9,7%
Zielgewichtung	65,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
Zielgewichtung	35,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>7,4%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%	8,0%
8,9%	61,68	53,68	46,82	40,86	35,65
9,1%	65,40	57,07	49,91	43,70	38,27
9,4%	69,13	60,45	<b>53,00</b>	46,54	40,88
9,6%	72,85	63,84	56,09	49,38	43,50
9,9%	76,58	67,22	59,18	52,21	46,11

## 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.htm>

#### **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.htm>

#### **§ 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.htm>

**§ 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 Unternehmen.
- (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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent 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 Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studienstellung 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.)

#### **§ 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, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Finanzanalyst**

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Jörg Grunwald, Vorstand**

#### **§ 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)