



Researchstudie (Anno)

HELMA Eigenheimbau AG



**Vorläufige Zahlen 2016 im Rahmen unserer Erwartungen,
Wachstumsdynamik aufgrund längerer Realisierungszeiträume
reduziert**

Kursziel: 58,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17**

HELMA Eigenheimbau AG ^{*5a,6a,7,11}

Kaufen

Kursziel: 58,00

aktueller Kurs: 41,86
13.03.17; XETRA-Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578
WKN: A0EQ57
Börsenkürzel: H5E
Aktienanzahl³: 4,000
Marketcap³: 167,44
EnterpriseValue³: 300,85
³ 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 18

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgergeschäft

Mitarbeiter: 290 Stand: 31.12.2016

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	31.12.2016*	31.12.2017e	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	263,84	295,00	332,50	372,40
EBITDA	23,46	24,97	29,93	34,48
EBIT	21,66	22,11	26,73	31,28
Jahresüberschuss	13,50	13,58	15,72	18,75

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	3,37	3,40	3,93	4,69
Dividende je Aktie	1,00	1,10	1,25	1,50

*gemäß vorläufigen Zahlen

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,14	1,02	0,90	0,81
EV/EBITDA	12,83	12,05	10,05	8,72
EV/EBIT	13,89	13,61	11,26	9,62
KGV	12,40	12,33	10,65	8,93
KBV	2,09			

Finanztermine

30.03.17: Geschäftsbericht 2016
07.07.17: Hauptversammlung
13.07.17: Vertriebszahlen 1.HJ 2017
31.08.17: Halbjahresbericht 2017

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
24.02.2017: RS / 62,50 / KAUFEN
13.01.2017: RS / 70,50 / KAUFEN
13.10.2016: RS / 70,50 / KAUFEN
01.09.2016: RS / 70,50 / KAUFEN
14.07.2016: RS / 70,50 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat die HELMA Eigenheimbau AG die bereits im Februar 2017 veröffentlichten Eckdaten zur operativen Entwicklung 2016 bestätigt. Auf Umsatzebene wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr die ohnehin schon hohe Wachstumsdynamik der Vorjahre mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 25,3 % auf einen neuen Rekordwert von 263,84 Mio. € (VJ: 210,62 Mio. €) nochmals leicht übertroffen.
- Besonders stark war das absolute Umsatzwachstum im Baurägersegment, innerhalb dessen die Gesellschaft vom weiteren Abverkauf und der planmäßigen Übergabe der Wohnimmobilien, vornehmlich für Selbstnutzer, profitiert hatte. Parallel dazu steuerten auch die weiteren Geschäftsbereiche zum Umsatzwachstum bei. Neben der weiterhin hohen Nachfrage im Segment Baudienstleistungen (Verkauf individueller Massivhäuser ohne Grundstück) profitierte die HELMA-Gruppe auch von höheren Verkäufen bei Ferienimmobilien.
- Analog zum Umsatzwachstum legte das EBIT ebenfalls auf einen neuen Rekordwert in Höhe von 21,66 Mio. € (VJ: 17,77 Mio. €) zu. Darüber hinaus profitierte die HELMA-Gruppe von einer weiteren Optimierung der Finanzaufwendungen, wodurch das Nachsteuerergebnis mit einem Anstieg in Höhe von 35,6 % auf 13,50 Mio. € (VJ: 9,95 Mio. €) überproportional zugelegt hat. Erneut wurden damit unsere bisherigen Prognosen erfüllt, bzw. beim Nachsteuerergebnis sogar leicht übertroffen.
- Auch wenn die Geschäftsentwicklung 2016 weitestgehend im Rahmen der Erwartungen lag, hat die HELMA Eigenheimbau AG die Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre reduziert. Als Hauptgrund wird die mittlerweile längere Durchlaufzeit bei den Großprojekten des Baurägersegments angeführt, wodurch es zu einer allgemeinen Verschiebung von Umsätzen kommen dürfte. Erwartet wird dabei nun ein Konzernumsatz für 2017 in Höhe von 290 - 300 Mio. € (bisher: 340 Mio. €) sowie für 2018 ein Konzernumsatz in einer Bandbreite von 325 - 340 Mio. € (bisher: 420 Mio. €). Auch bei der EBIT-Marge wurde eine Prognoseanpassung vorgenommen. Gemäß Unternehmenserwartungen soll diese in den kommenden Geschäftsjahren zwischen 7 - 10 % (bisher: 8 - 11 %) liegen.
- Wir haben unsere Prognosen, analog zur Unternehmens-Guidance, reduziert und rechnen für die kommenden Geschäftsjahre mit einem Umsatzwachstum in Höhe von jeweils ca. 12 % und gehen zudem von einer EBIT-Marge zwischen 7,5 - 8,4 % aus. Unserer Ansicht nach ist das Geschäftsmodell der HELMA Eigenheimbau AG, wenn auch nun eine etwas geringere Wachstumsdynamik unterstellt wird, weiterhin intakt. Bezeichnend steht hier des unverändert hohe Niveau beim Auftragseingang, welcher in 2016 mit 286,80 Mio. € einen neuen Rekordwert erreicht hat. Hier sind jedoch nur die vertraglich gesicherten Verkäufe enthalten. Die HELMA-Gruppe verfügt jedoch über weitere Projekte und Grundstücke mit einem potenziellen Umsatzniveau in Höhe von ca. 1,0 Mrd. €. Die sukzessive Überführung dieser Projekte in den Verkauf und in die Bauphase stellt eine umfangreiche Basis für die künftigen Umsätze dar.
- Im Rahmen des aktualisierten DCF-Bewertungsmodells haben wir einen neuen fairen Wert von 58,00 € je Aktie (bisher: 62,50 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion resultiert ausschließlich aus der Anhebung des Diskontierungssatzes, als Folge des leicht höheren risikolosen Zinssatzes von nun 1,25 % (bisher: 1,00 %). Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

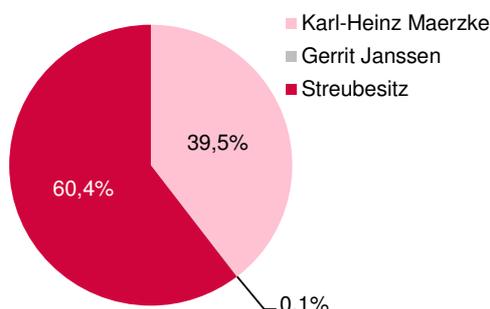
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsbereiche	4
Baudienstleistungen	4
Bauträrgeschäft - Wohnen	5
Bauträrgeschäft - Ferienimmobilien	6
Finanzierungs- und Bauversicherungsvermittlung	6
Markt und Marktumfeld	7
Unternehmensentwicklung & Prognose	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2016	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
Prognose und Modellannahmen	13
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

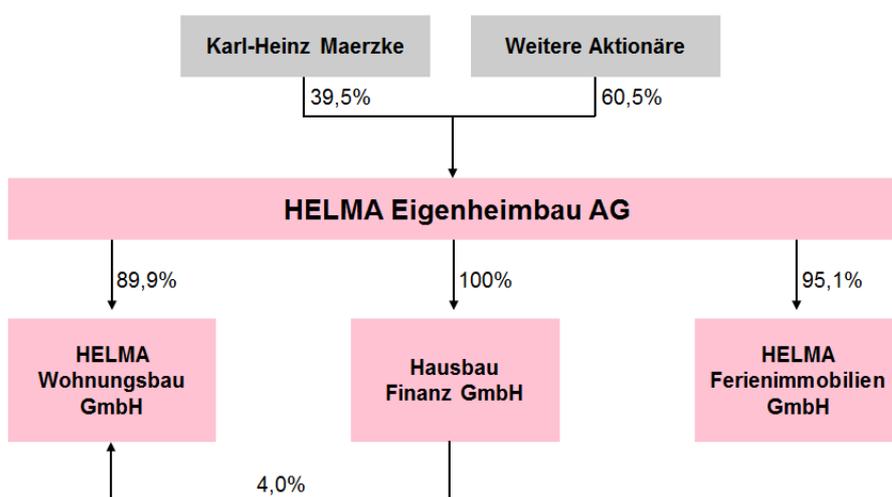
Aktionärsstruktur

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

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.

Mit der frühzeitigen Konzentration auf den Bereich der energieeffizienten Bauweise, hat sich die HELMA als einer der führenden Anbieter für solare Energiesparhäuser etabliert. Der wichtigste Eckpfeiler dieser Strategie ist insbesondere die Nutzung der Sonnenenergie, welche in den unterschiedlichen Energiesparhäusern der HELMA angewendet wird. Hervorzuheben ist dabei das im Jahr 2011 vorgestellte und in den Medien viel beachtete EnergieAutarkeHaus.



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

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.

Bauträgergeschäft - 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.

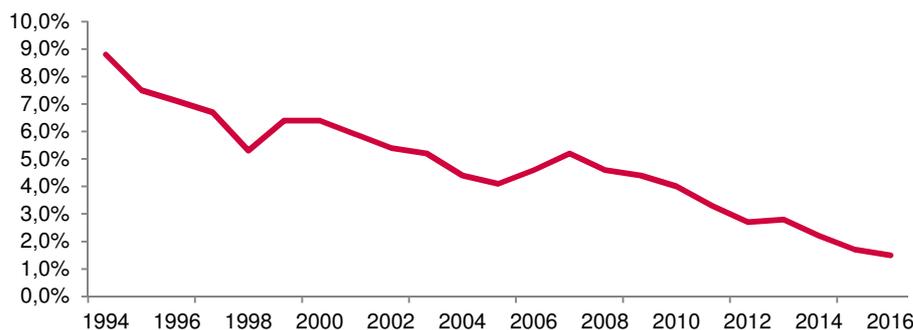
Finanzierungs- und Bauversicherungsvermittlung

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

Das Marktumfeld für die HELMA Eigenheimbau AG ist weiterhin maßgeblich vom niedrigen Zinsumfeld mit entsprechend günstigen Finanzierungsbedingungen für die Nachfrageseite geprägt. In 2016 hat der Effektivzins für Hypothekendarlehen mit 10-jähriger Zinsbindung einen Wert von gerade einmal 1,5 % erreicht, womit ein neuer Tiefstwert markiert wurde. Zwar scheint sich aktuell ein Boden auszubilden, es wird aber erwartet, dass das historisch niedrige Niveau in naher Zukunft weiterhin Bestand haben wird.

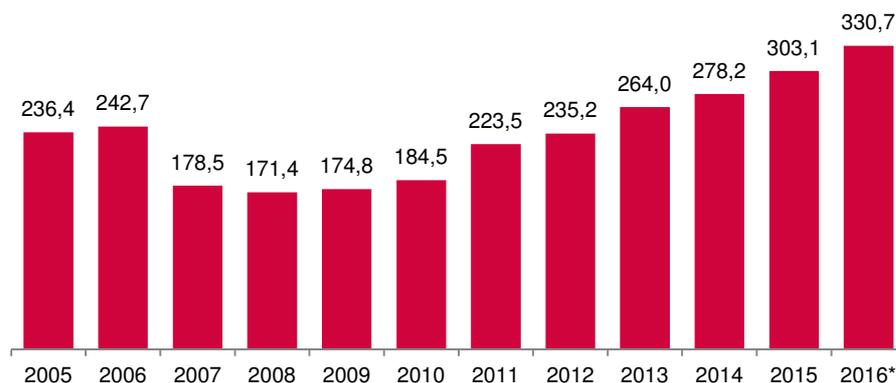
Effektivzins für Hypothekendarlehen in Deutschland (in %)



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken; GBC AG

Die aus dem günstigen Finanzierungsumfeld resultierende hohe Nachfrage wird zudem durch die nach wie vor guten Arbeitsmarktdaten sowie einer zunehmenden Bedeutung von Immobilien als Anlagealternative noch verstärkt. Dem steht jedoch eine weiterhin nur unterentwickelte Angebotsseite in Deutschland gegenüber. Trotz steigender Wohnungsbaugenehmigungen besteht gemäß dem Verband der Wohnungswirtschaft derzeit noch eine Bedarfslücke. So müssten bis zum Jahr 2020 jährlich rund 350.000 – 400.000 Wohnungen errichtet werden, um den Bedarf zu decken. Auch wenn in 2016 ein neuer Rekordwert bei den Baugenehmigungen erzielt werden dürfte (Zahlen liegen nur bis November 2016 vor), ist die von der GdW genannte Größenordnung noch nicht erreicht.

Wohnungsbaugenehmigungen in Deutschland



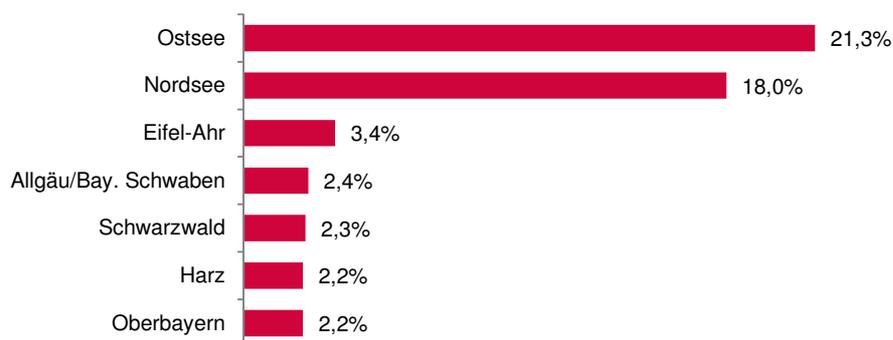
Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG; Januar-November 2016

Die HELMA Eigenheimbau AG ist mit den beiden Geschäftssegmenten Baudienstleistungen und Bauträgergeschäft demnach ein Bestandteil einer perspektivisch weiterhin sehr wachstumsstarken Branche. Alleine zwischen 2011 und 2016 (Januar-November) dürfte die Anzahl der Wohnungsbaugenehmigungen um nahezu 50 % zugelegt haben. Im gleichen Zeitraum legten die HELMA-Umsätze um über 140 % deutlich dynamischer zu, was ein Indiz für eine gute Marktpositionierung bzw. für den Ausbau von Marktanteilen ist. Neben der frühzeitigen Positionierung auf den Bereich der energieeffizienten

Bauweise dürften die attraktiven Grundstücke des Bauträgersegmentes sowie die dynamische Entwicklung bei den Ferienimmobilien für den überdurchschnittlichen Erfolg der HELMA verantwortlich sein.

So war die HELMA in der Lage, große Ferienimmobilienprojekte an der Ostsee zu sichern, der für diese Immobiliengattung wichtigsten Region in Deutschland. Im Rahmen der „Marktstudie Private Ferienimmobilien 2016“ von FeWodirekt und Engel&Völkers wurde von 21,3 % der Befragten die Ostsee als favorisierter Standort einer Neuinvestition bei Ferienimmobilien angegeben. Mit den Projekten „Bernsteinpark Breege“, „Dünenresort Binz“ und „Ostseeresort Olpenitz“ hat sich die HELMA demnach im Hotspot der deutschen Ferienimmobilienbranche positioniert.

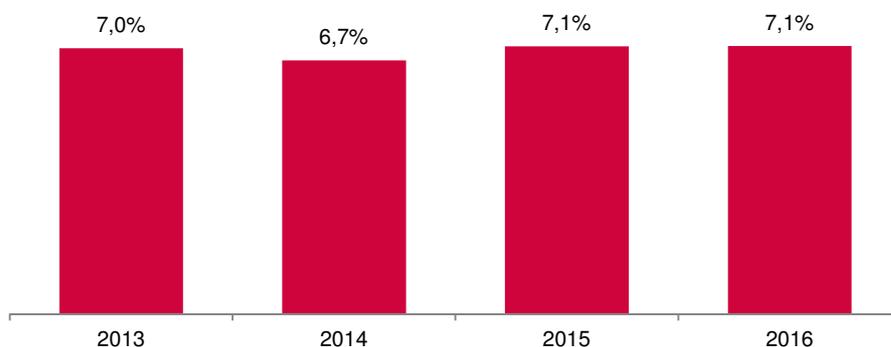
Favorisierte Standorte bei Neuinvestitionen von Ferienimmobilien (2011-2016)



Quelle: Marktstudie Private Ferienimmobilien 2016; GBC AG

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 von derzeit 7,1 % einen vergleichsweise hohen Wert auf. Folglich werden Ferienimmobilien auch vor dem Hintergrund des aktuellen Niedrigzinsumfeldes zunehmend als eine Anlagealternative wahrgenommen.

Durchschnittliche Mietrendite bei Ferienimmobilien



Quelle: Marktstudie Private Ferienimmobilien 2016; GBC AG

Insgesamt profitiert die HELMA damit in besonderer Weise von den aktuellen attraktiven Marktbedingungen. Kennzeichnend sind hier der bestehende Nachfrageüberhang nach Immobilien, welcher eine weiterhin positive Entwicklung erwarten lässt. Mit der Sicherung von attraktiven Grundstücken für die Immobilienprojekte hat die HELMA die Grundlage für das weitere Wachstum gelegt.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016*	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	210,62	263,84	295,00	332,50	372,40
Bestandsveränderung	53,38	10,07	0,00	0,00	0,00
aktivierte Eigenleistungen	0,01	0,12	0,00	0,00	0,00
Gesamtleistung	264,01	274,04	295,00	332,50	372,40
sonst. Erträge	1,00	1,67	1,60	1,40	1,40
Materialaufwand	-212,81	-216,79	-235,34	-264,07	-295,38
Personalaufwand	-17,51	-19,76	-20,10	-22,28	-24,58
Abschreibungen	-1,72	-1,79	-2,86	-3,20	-3,20
sonst. Betriebliche Aufwendungen	-15,20	-15,70	-16,20	-17,62	-19,37
EBIT	17,77	21,66	22,11	26,73	31,28
Finanzaufwendungen	-2,82	-2,11	-3,20	-4,85	-5,20
sonstige Finanzerträge	0,01	0,02	0,00	0,00	0,00
EBT	14,96	19,57	18,91	21,88	26,08
Steuern	-4,97	-6,04	-5,29	-6,13	-7,30
Jahresüberschuss	9,98	13,53	13,61	15,75	18,78
Minderheiten	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03
EAT nach Minderheiten	9,95	13,50	13,58	15,72	18,75
EBITDA	19,49	23,46	24,97	29,93	34,48
in % der Umsatzerlöse	9,3%	8,9%	8,5%	9,0%	9,3%
EBIT	17,77	21,66	22,11	26,73	31,28
in % der Umsatzerlöse	8,4%	8,2%	7,5%	8,0%	8,4%
Ergebnis je Aktie in €	2,49	3,37	3,40	3,93	4,69
Dividende je Aktie in €	0,79	1,00	1,10	1,25	1,50

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

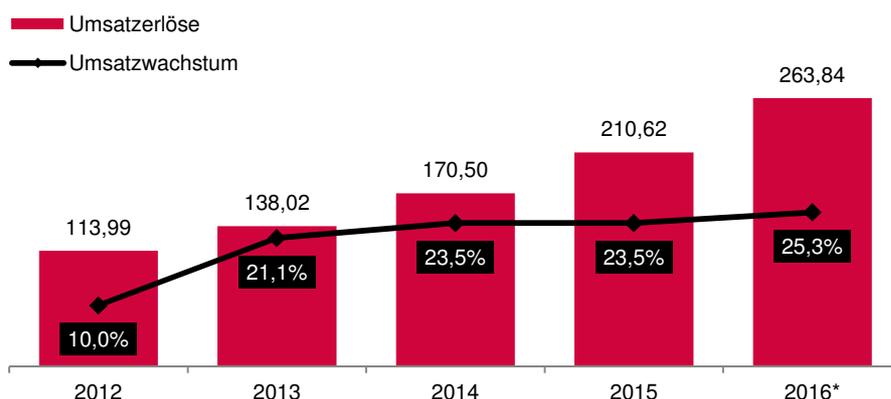
Geschäftsentwicklung 2016

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016*
Umsatzerlöse	170,50	210,62	263,84
EBITDA	15,97	19,49	23,46
EBITDA-Marge	9,4%	9,3%	8,9%
EBIT	14,17	17,77	21,66
EBIT-Marge	8,3%	8,4%	8,2%
Jahresüberschuss	8,13	9,95	13,50
EPS in €	2,38	2,49	3,37

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

Bereits im Februar 2017 hatte die HELMA die operativen Eckdaten zum abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 bekanntgegeben. Mit der Unternehmensmeldung vom 09.03.2016 wurden eine ausführliche vorläufige Gewinn- und Verlustrechnung sowie die vorläufige und noch nicht testierte Konzernbilanz veröffentlicht. Dabei wird ersichtlich, dass es der Gesellschaft gelungen ist, neue Rekordwerte beim Umsatz und Ergebnis zu erreichen. Die bereits hohe Wachstumsdynamik der Vorjahre konnte mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 25,3 % auf 263,84 Mio. € (VJ: 210,62 Mio. €) sogar nochmals leicht ausgebaut werden.

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



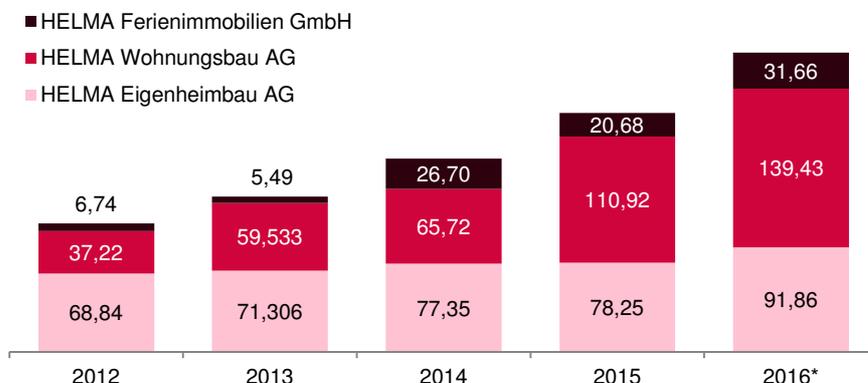
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *gem. vorläufigen Zahlen

Erneut leistete dabei das margenstarke Bauträgersegment den größten Beitrag zum Umsatzwachstum. Absolut legten die Umsätze der Tochtergesellschaft HELMA Wohnungsbau GmbH um 28,51 Mio. € auf 139,43 Mio. € zu, was das stärkste Wachstum innerhalb der HELMA-Gruppe bedeutet. Hier profitierte die Gesellschaft vom weiteren Abverkauf bzw. der planmäßigen Übergabe der Wohnimmobilien, vornehmlich an Selbstnutzer. Bezeichnend stehen hier die großen HELMA-Bauträgerprojekte, wie etwa in Berlin Karlshorst, (ca. 400 Wohneinheiten) oder im Münchner Vorort Sauerlach (ca. 54 Wohneinheiten), welche zum Teil realisiert und veräußert wurden. Komplettiert wird der Bauträgerbereich von einer Vielzahl kleinerer Projekte, welche sich in der Regel in den Metropolregionen deutscher Städte befinden und daher von einer entsprechend hohen Nachfrage profitieren.

Auch bei den Baudienstleistungen, also bei der Veräußerung individueller Massivhäuser ohne Grundstück, konnte die HELMA ein absolutes Umsatzwachstum in Höhe von 13,62 Mio. € auf 91,86 Mio. € (VJ: 78,25 Mio. €) erzielen. Darüber hinaus legten die Umsätze mit Ferienimmobilien um 10,98 Mio. € auf 31,66 Mio. € (VJ: 20,68 Mio. €) zu und weisen damit, aufgrund der niedrigeren Basis, die höchste Wachstumsdynamik auf. Hier gehen wir davon aus, dass insbesondere die Verkäufe von Ferienimmobilien innerhalb der

Großprojekte Ostseeresort Olpenitz und Hafendorf Zerpenschleuse den größten Wachstumsbeitrag leisteten.

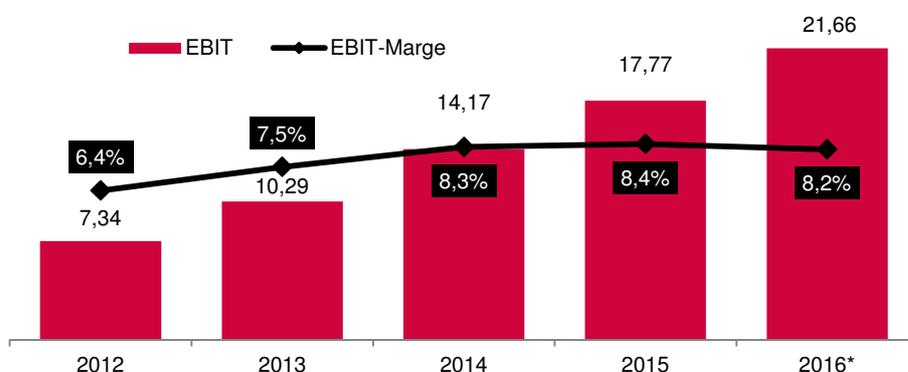
Umsatzerlöse der Konzerngesellschaften (in Mio. €)



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

Analog zum damit insgesamt erhöhten Umsatzniveau legte das EBIT auf einen neuen Rekordwert in Höhe von 21,66 Mio. € (VJ: 17,77 Mio. €) zu. Aufgrund des leicht unterproportionalen Ergebnisanstiegs reduzierte sich die EBIT-Marge allerdings leicht auf 8,2 % (VJ: 8,4 %). An dieser Stelle machten sich besonders erhöhte Materialaufwendungen bemerkbar, was zu einer leichten Reduktion der bereinigten Rohertragsmarge auf 21,5 % (VJ: 23,4 %) führte.

EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



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

Das Nachsteuerergebnis in Höhe von 13,50 Mio. € (VJ: 9,95 Mio. €) ist zudem von einer rückläufigen Entwicklung des Finanzergebnisses geprägt. Trotz der ausgeweiteten Umsatzbasis reduzierten sich die Finanzaufwendungen dabei auf 2,11 Mio. € (VJ: 2,82 Mio. €). Der Finanzierungsbedarf der HELMA hängt in erster Linie mit der Vorfinanzierung der Grundstücke für den Bauträgerbereich (Wohnimmobilien und Ferienimmobilien) zusammen. In den vergangenen Geschäftsjahren ist es der Gesellschaft gelungen, eine deutliche Verbesserung der Finanzierungsbedingungen zu erreichen. Diesbezüglich wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 die 5,875%-Unternehmensanleihe mit einem ausstehenden Volumen in Höhe von 35,00 Mio. € vorzeitig zurückgeführt. Für die Anleiherückzahlung wurden deutlich zinsgünstigere Finanzierungsformen (KfW-Finanzierung; Schuldscheindarlehen) mit einem gemittelten Zins von ca. 2,5 % verwendet.

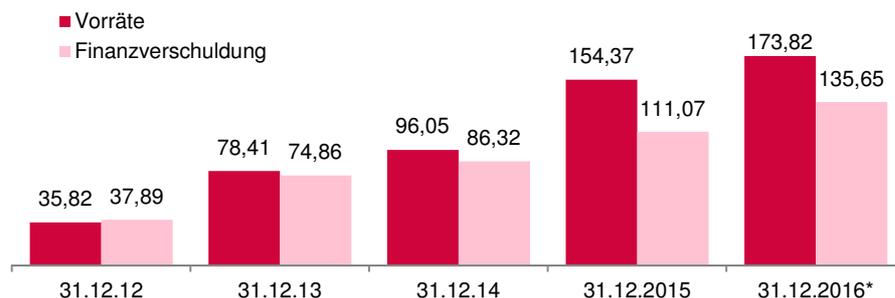
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016*
Eigenkapital	40,95	69,90	80,24
Eigenkapitalquote	25,6%	28,5%	28,8%
Vorräte	96,05	154,37	173,82
Working Capital	107,04	156,72	195,07
Nettofinanzverschuldung	86,32	111,07	135,65
Liquide Mittel	6,92	12,49	11,33

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

Die Vermögenslage der HELMA wird in erster Linie von den Bauträgerprojekten bzw. von den als Vorleistung eingegangenen Investitionen in die dazugehörigen Grundstücke bestimmt. Dies bedeutet, dass naturgemäß eine Ausweitung des Bauträgergeschäftes mit einem Anstieg der Vorräte einhergeht. Gleichzeitig stellt diese Bilanzposition die Grundlage für die weitere Entwicklung in diesem Segment dar, weswegen ein Vorratsanstieg bei der HELMA nicht als kritisch zu werten ist. Die Vorräte legten im vergangenen Geschäftsjahr dabei auf 173,82 Mio. € (31.12.15: 154,37 Mio. €) weiter zu. Analog zum weiteren Ausbau der Grundstücke kletterte die Nettofinanzverschuldung auf 135,65 Mio. € (31.12.15: 111,07 Mio. €). Unseres Erachtens handelt es sich hier in erster Linie um vergleichsweise zinsgünstige Bankdarlehen sowie um Schuldscheindarlehen.

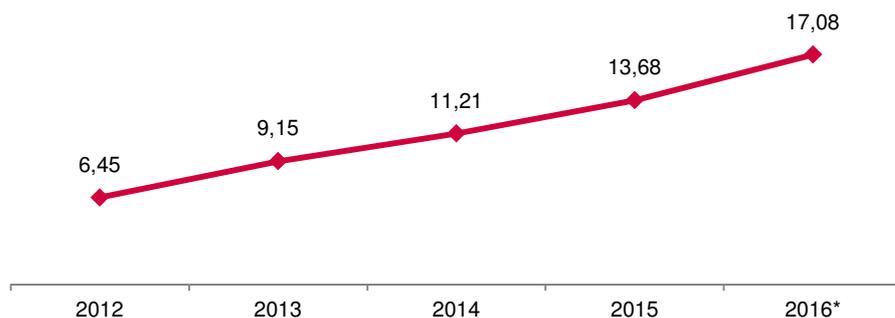
Entwicklung der Finanzverschuldung und der Vorräte (in Mio. €)



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

Da ein Vorratsanstieg gemäß Rechnungslegungsstandards zu einer Reduktion des operativen Cashflows führt, liefert die normale Cashflow-Betrachtung der HELMA ein verzerrtes Bild. Die Grundstückszugänge sind eher dem Investitionsbereich zuzuordnen, weswegen die Gesellschaft eine bereinigte operative Cashflow-Darstellung (Cash Earnings) veröffentlicht. Analog zur Ergebnisentwicklung kletterten die Cash-Earnings in den vergangenen Geschäftsjahren kontinuierlich auf einen neuen Rekordwert in Höhe von 17,08 Mio. € (VJ: 13,68 Mio. €) an:

Cash-Earnings (in Mio. €)



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

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2016*	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	263,84	295,00	332,50	372,40
EBIT	21,66	22,11	26,73	31,28
EBIT-Marge	8,2%	7,5%	8,0%	8,4%
Jahresüberschuss	13,50	13,58	15,72	18,75

Quelle: GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Mit Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen im Februar 2017 hat die HELMA die Prognosen für 2017 und 2018 reduziert sowie erstmalig Prognosen für das Geschäftsjahr 2019 publiziert. Erwartet wird dabei nun ein Konzernumsatz für 2017 in Höhe von 290 - 300 Mio. € (bisher: 340 Mio. €) sowie für 2018 ein Konzernumsatz in einer Bandbreite von 325 - 340 Mio. € (bisher: 420 Mio. €). Auch bei der EBIT-Marge wurde eine Prognoseanpassung vorgenommen. Gemäß Unternehmenserwartungen soll diese in den kommenden Geschäftsjahren zwischen 7 - 10 % (bisher: 8 - 11 %) liegen.

Die Gesellschaft begründet diesen Schritt mit der mittlerweile längeren Durchlaufzeit bei den Großprojekten des Bauträgergeschäftes, wodurch es zu einer allgemeinen Verschiebung von Umsätzen kommen dürfte. Diese längere Durchlaufzeit resultiert aus der aktuell hohen Nachfrage nach Wohnimmobilien und einer dadurch bedingten langwierigen Vergabe- und Bauplanungsphase bei den Projekten.

Schließlich weist die HELMA in 2016 eine niedrigere Wachstumsdynamik bei den Auftragseingängen auf, welche trotzdem einen neuen Rekordwert erreicht hatten. Hier ist allerdings anzumerken, dass der Auftragseingang nur das vertraglich gesicherte Vertriebsergebnis enthält. Projekte oder Bauabschnitte für die noch kein Vertriebsstart erfolgt ist, sind hier noch nicht erfasst und bieten daher noch weiteres Wachstumspotenzial. Gemäß Unternehmensangaben wurden bereits Projekte bzw. Grundstücke mit einem potenziellen Umsatzvolumen von rund 1,0 Mrd. € gesichert.

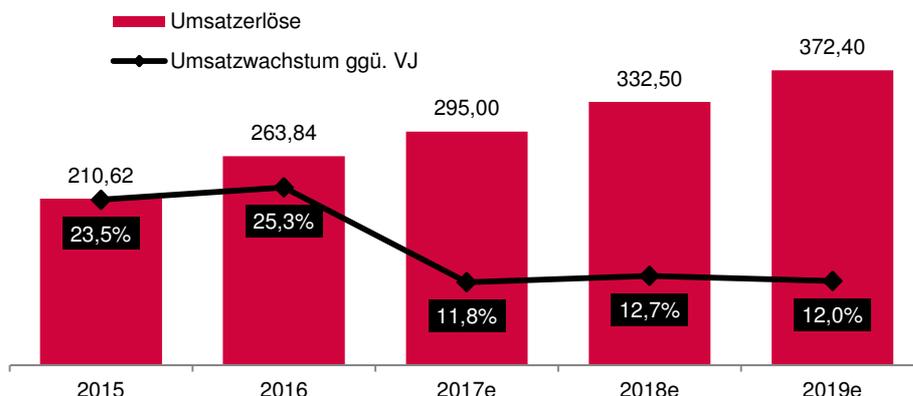
Auftragseingang (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Angesichts der niedrigeren Wachstumsdynamik bei den Auftragseingängen sowie der von der Gesellschaft dargestellten Verzögerungen bei der Umsetzung von Großprojekten, rechnet der HELMA-Vorstand für die kommenden Geschäftsjahre nun mit einer Halbierung der bisherigen Wachstumsdynamik. Entsprechend den Unternehmensprognosen haben wir unsere Umsatzschätzungen folgendermaßen angepasst:

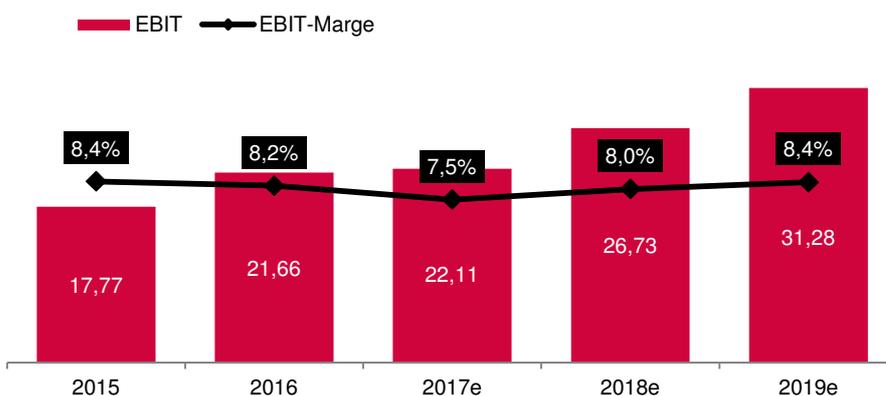
Prognose Umsatzerlöse 2017-2019 (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



Quelle: GBC AG

Wir gehen davon aus, dass die HELMA auch weiterhin in der Lage sein wird, attraktive Grundstücke zu sichern. Die bereits gesicherten und im Vertrieb befindlichen Projekte für die HELMA Wohnungsbau GmbH und HELMA Ferienimmobilien GmbH stellen derzeit eine ausreichende Basis dar und decken damit einen Teil der Umsatzerlöse der kommenden Geschäftsjahre ab. Ein weiteres Wachstumspotenzial ergibt sich aus den noch nicht im Vertrieb befindlichen gesicherten Projekte und Grundstücke. Gemäß Unternehmensangaben beläuft sich das Umsatzpotenzial unter Einbezug dieser Projekte auf insgesamt 1,0 Mrd. €, womit eine aussagekräftige und umfangreiche Basis für die Umsatzprognosen der kommenden Geschäftsjahre gegeben ist. Analog zu den Unternehmenserwartungen rechnen wir aufgrund der längeren Durchlaufzeiten und Realisierungszeiträume bei den Großprojekten für 2017 mit einer rückläufigen EBIT-Marge, welche sich in den kommenden Geschäftsjahren in einem Korridor von 8-10 % einpendeln dürfte.

Prognose EBIT 2017-2019 (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Bereits im Nachgang der im Februar 2017 veröffentlichten Prognoseanpassung haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen reduziert und damit einen neuen fairen Unternehmenswert in Höhe von 62,50 € ermittelt (siehe Research Note vom 24.02.2017). Die im Rahmen dieser Studien vorgenommene Aktualisierung des DCF-Bewertungsmodells enthält erstmalig die konkreten Prognosen für das Geschäftsjahr 2019 und berücksichtigt zudem eine Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,25 % (bisher: 1,00 %).

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die HELMA Eigenheimbau AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017, 2018 und 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2024 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 10,2 % 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 % (bisher: 1,00 %).**

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: 9,5%) (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: 7,2 %).

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 2017 entspricht als Kursziel 58,00 € (bisher: 62,50 €). Die Kurszielreduktion resultiert ausschließlich aus der Anhebung des Diskontierungssatzes, als Folge des leicht höheren risikolosen Zinssatzes, auf 1,25 % (bisher: 1,00 %).

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	10,2%	ewige EBITA - Marge	9,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,9%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	63,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	295,00	332,50	372,40	391,02	410,57	431,10	452,65	475,29	
US Veränderung	11,8%	12,7%	12,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	16,86	15,11	16,19	16,19	16,19	16,19	16,19	16,19	
EBITDA	24,97	29,93	34,48	39,88	41,88	43,97	46,17	48,48	
EBITDA-Marge	8,5%	9,0%	9,3%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	
EBITA	22,11	26,73	31,28	37,16	39,02	40,97	43,02	45,17	
EBITA-Marge	7,5%	8,0%	8,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Steuern auf EBITA	-6,19	-7,48	-9,39	-11,15	-11,70	-12,29	-12,90	-13,55	
zu EBITA	28,0%	28,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	15,92	19,24	21,90	26,01	27,31	28,68	30,11	31,62	
Kapitalrendite	7,5%	8,3%	8,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,8%
Working Capital (WC)	215,00	225,00	236,33	248,15	260,55	273,58	287,26	301,62	
WC zu Umsatz	72,9%	67,7%	63,5%	63,5%	63,5%	63,5%	63,5%	63,5%	
Investitionen in WC	-19,93	-10,00	-11,33	-11,82	-12,41	-13,03	-13,68	-14,36	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	17,50	22,00	23,00	24,15	25,36	26,63	27,96	29,35	
AFA auf OAV	-2,86	-3,20	-3,20	-2,73	-2,86	-3,00	-3,16	-3,31	
AFA zu OAV	16,3%	14,5%	13,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	
Investitionen in OAV	-3,17	-7,70	-4,20	-3,88	-4,07	-4,27	-4,49	-4,71	
Investiertes Kapital	232,50	247,00	259,33	272,30	285,91	300,21	315,22	330,98	
EBITDA	24,97	29,93	34,48	39,88	41,88	43,97	46,17	48,48	
Steuern auf EBITA	-6,19	-7,48	-9,39	-11,15	-11,70	-12,29	-12,90	-13,55	
Investitionen gesamt	-23,09	-17,70	-15,53	-15,69	-16,48	-17,30	-18,17	-19,07	
Investitionen in OAV	-3,17	-7,70	-4,20	-3,88	-4,07	-4,27	-4,49	-4,71	
Investitionen in WC	-19,93	-10,00	-11,33	-11,82	-12,41	-13,03	-13,68	-14,36	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-4,32	4,74	9,57	13,04	13,70	14,38	15,10	15,86	516,75

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	377,07	400,14
Barwert expliziter FCFs	63,12	63,03
Barwert des Continuing Value	313,95	337,12
Nettoschulden (Net debt)	144,93	149,43
Wert des Eigenkapitals	232,14	250,71
Fremde Gewinnanteile	-0,13	-0,14
Wert des Aktienkapitals	232,01	250,57
Ausstehende Aktien in Mio.	4,00	4,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	58,00	62,64

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	7,4%

Kapitalrendite	WACC				
	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%	8,0%
9,3%	67,19	59,16	52,26	46,28	41,05
9,6%	70,64	62,30	55,13	48,91	43,47
9,8%	74,10	65,44	58,00	51,55	45,90
10,1%	77,56	68,58	60,87	54,18	48,33
10,3%	81,02	71,73	63,74	56,82	50,76

ANHANG

§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 §34b Abs. 1 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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 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.)

§ 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, Susanne Klebl, Email: klebl@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), 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:

Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. 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



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