



Researchstudie (Anno)

HELMA Eigenheimbau AG



**„Geschäftsjahr 2013 mit neuen Rekordwerten erfolgreich abgeschlossen;
Weiterhin hohe Umsatz- und Ergebnisdynamik erwartet“**

Kursziel: 34,00 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 22

HELMA Eigenheimbau AG *4;5;7

Kaufen

Kursziel: 34,00

aktueller Kurs: 23,65
10.3.2013 (10:30 Uhr) / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578
WKN: A0EQ57
Börsenkürzel: H5E
Aktienanzahl³: 3,100
Marketcap³: 73,32
EnterpriseValue³: 141,32
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 38,4 %

Transparenzlevel:
Entry Standard
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
M.M. Warburg

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf Seite
23

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgergeschäft

Mitarbeiter: 211 Stand: 31.12.2013

Gründung: 1980

Firmensitz: Lehrte

Vorstand: Karl-Heinz Maerzke, Gerrit Janssen



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	31.12.2013*	31.12.2014e	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	138,00	172,50	207,00	238,05
EBITDA	11,80	14,36	17,15	20,34
EBIT	10,30	12,81	15,65	18,54
Jahresüberschuss	5,60	6,97	8,63	10,24

*vorläufige Zahlen gemäß Corporate News vom 06.03.2014

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,81	2,25	2,78	3,30
Dividende je Aktie	0,40	0,45	0,55	0,65

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,02	0,82	0,68	0,59
EV/EBITDA	11,98	9,84	8,24	6,95
EV/EBIT	13,72	11,03	9,03	7,62
KGV	13,09	10,52	8,50	7,16
KBV	2,61			

Finanztermine

02.04.2014: Veröffentlichung GJ-Bericht
04.07.2014: Hauptversammlung
11.09.2014: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
17.1.2014: RS / 25,00 / KAUFEN
17.10.2013: RS / 25,00 / KAUFEN
30.8.2013: RS / 25,00 / KAUFEN
17.7.2013: RG / 22,75 / KAUFEN
18.4.2013: RS / 22,75 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Gemäß den am 06.03.2014 veröffentlichten vorläufigen Geschäftsjahreszahlen 2013 hat die HELMA beim Umsatz und Ergebnis neue Rekordwerte erreicht. Die Umsätze wurden um +21,1 % auf 138,00 Mio. € (GJ 2012: 113,99 Mio. €) verbessert. Aufgrund der steigenden Bedeutung des margenstarken Bauträgersegments verbesserte sich auch die EBIT-Marge überproportional um +40,3 % von 7,34 Mio. € (GJ 2012) auf 10,30 Mio. € (GJ 2013). Damit wurde unsere bisherige EBIT-Prognose (EBIT-Prognose GBC: 9,19 Mio. €) deutlich übertroffen.
- Im Rahmen der Corporate News hat die HELMA die Prognosen für die Geschäftsjahre 2014 und 2015 bestätigt. Gemäß Guidance soll im Geschäftsjahr 2014 ein Konzernumsatz von rund 170,0 Mio. € und ein Konzern-EBIT von ca. 12,5 Mio. € erzielt werden. Im Geschäftsjahr 2015 dürfte das erwartete Umsatzniveau von 200,0 Mio. € übertroffen und ein EBIT von über 15,0 Mio. € erzielt werden. Die langfristigen Perspektiven, wonach bis zum Geschäftsjahr 2017 ein Umsatz von über 250,0 Mio. € erwartet wird, sind weiterhin gültig.
- Die Grundlage für das weitere Unternehmenswachstum soll in erster Linie das dynamische und margenstarke Bauträgersegment (inkl. Ferienimmobilien und Wohnimmobilien für institutionelle Investoren) liefern. Die im Geschäftsjahr 2013 getätigten Grundstückserwerbe (bspw. Berlin-Karlshorst, Hamburg-Hoheluft, Hannover-Mitte, Berlin-Lichtenberg, Port Olpenitz bei Kappeln) bieten eine aussagekräftige Basis für das weitere Unternehmenswachstum in diesem Bereich. Parallel hierzu verbuchte die HELMA einen Anstieg der Auftragseingänge im Geschäftsjahr 2013 um +21,0 % auf einen neuen Rekordwert von 159,00 Mio. €.
- Die GBC-Prognosen orientieren sich weitestgehend an der konservativen Unternehmens-Guidance. Bei steigenden Umsätzen, die insbesondere der Dynamik im Bauträgersegment geschuldet sind, dürfte ein weiterer Rentabilitätsanstieg umgesetzt werden. Darüber hinaus sollten Skaleneffekte zum Tragen kommen. Folglich rechnen wir, nach einer seitwärtsgerichteten EBIT-Margenentwicklung im Geschäftsjahr 2014 mit einem Anstieg dieser Kennzahl auf 7,6 % (GJ 2015e) sowie 7,8 % (GJ 2016e). Dies dient als Grundlage für unser DCF-Modell.
- Im Rahmen des DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie zum Geschäftsjahresende 2014 in Höhe von 34,00 € ermittelt. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 25,00 € deutlich angehoben. Dies ist auf den erstmaligen Einbezug der 2016er Prognosen zurückzuführen, für die wir im Vergleich zur bisherigen DCF-Bewertung eine deutlich höhere Umsatz- und Ergebnisdynamik berücksichtigen. Unterstützt wird der neu errechnete faire Wert je Aktie von einem immer noch vergleichsweise attraktiven 2014er KGV von 10,5. Das prognostizierte 2015er KGV liegt derzeit bei 8,5. Angesichts des sich daraus ergebenden hohen Kurspotenzials stufen wir die HELMA-Aktie weiterhin mit KAUFEN ein.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftstätigkeit	4
Baudienstleistungen	5
Bauträgergeschäft	5
Finanzierungs- und Bauversicherungsvermittlung	6
Produktbeispiele	6
Markt und Marktumfeld	8
Zins- und Inflationsumfeld	8
Arbeitslosenquote und verfügbares Einkommen	9
Anzahl Baugenehmigungen und Bauintensität	10
Unternehmensentwicklung & Prognose	11
Kennzahlen im Überblick	11
Geschäftsentwicklung 2013	11
Bilanzielle und finanzielle Situation	13
SWOT-Analyse	15
Prognose und Modellannahmen	16
Unternehmensstrategie	16
Umsatz- und Ergebnisprognosen	18
Bewertung	20
Modellannahmen	20
Bestimmung der Kapitalkosten	20
Bewertungsergebnis	20
DCF-Modell	21
Anhang	22

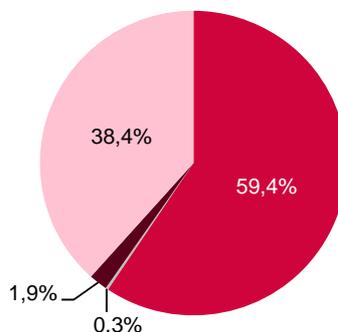
UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

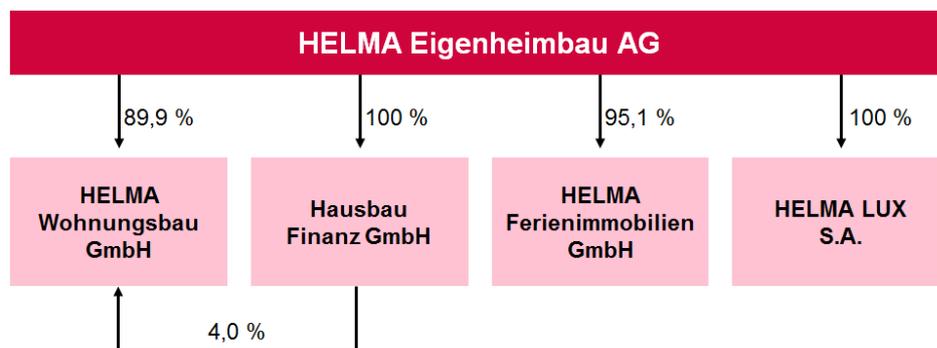
Anteilseigner	26.02.2014
Karl-Heinz Maerzke	59,4 %
Gerrit Janssen	0,3 %
Oberes Management	1,9 %
Streubesitz	38,4 %

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

■ Karl-Heinz Maerzke ■ Gerrit Janssen
■ Oberes Management ■ Streubesitz



Konsolidierungskreis



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Der Konsolidierungskreis der **HELMA Eigenheimbau AG** 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. Der regionale Schwerpunkt liegt zwar in Deutschland, über die Tochtergesellschaft **HELMA LUX S.A.** werden jedoch auch Baudienstleistungen in Luxemburg angeboten. Komplettiert wird das Dienstleistungsspektrum der HELMA durch die Vermittlung von Finanzierungs- und Bauversicherungen, welche über die Tochtergesellschaft **Hausbau Finanz GmbH** realisiert werden.

Geschäftstätigkeit

Als Konzernobergesellschaft des HELMA-Konzerns liegt der Fokus der im Jahr 1980 gegründeten HELMA Eigenheimbau AG (HELMA) in 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 zusätzlich hierzu 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 TÜV-Sachverständigenüberprüfung unterzogen.

Zusammengefasst deckt die HELMA Eigenheimbau AG somit die gesamte Wertschöpfungskette im Bereich der Eigenheime, Ferienimmobilien aber auch neuerdings bei Wohnimmobilien für Investoren ab:



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Unterteilt wird die Geschäftsstrategie der HELMA in die Teilbereiche Baudienstleistungen, Bauträgergeschäft und der Finanzierungs- und Bauversicherungsvermittlung.

Baudienstleistungen

Im Segment Baudienstleistungen, welches in der HELMA Eigenheimbau AG gebündelt ist, werden größtenteils individuelle Massivhäuser 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. Dieser Bereich, welcher seit 1980 den originären Schwerpunkt der Gesellschaft darstellt, ist nach wie vor das umsatzstärkste Geschäftssegment der Gesellschaft.

Bauträgergeschäft

In der HELMA Wohnungsbau GmbH ist das zweite wichtige Geschäftsfeld, das klassische Bauträgergeschäft, gebündelt. Hier liegt der Fokus auf dem Ankauf von Grundstücken mit anschließendem Verkauf (Grundstück + Haus) und der Bebauung der einzelnen Bauplätze nach den Wünschen der Kunden (**kein Baurisiko**, da der Baubeginn erst bei entsprechender Kundennachfrage stattfindet) mit individuellen und energieeffizienten Massivhäusern. Gerade in Ballungsräumen sind die exklusiven Grundstücke im Eigenbestand, angesichts der vorherrschenden Knappheit, ein entscheidendes Verkaufsargument. Das künftige Unternehmenswachstum soll primär aus diesem margenstarken Bereich generiert werden. Ein wesentlicher Aspekt hierfür ist die Identifikation, Prüfung und der Erwerb geeigneter Ankaufsfelder, welche durch einzeln beauftragte Fachleute sowie durch die Projektprüfungsverantwortlichen vorgenommen werden. Die Zielgebiete für das Bauträgergeschäft verfügen über bis zu 200 Bauplätze und befinden sich in Großstädten, wie beispielsweise Berlin, Hannover, Hamburg oder München sowie in deren Speckgürteln. In den vergangenen Jahren hat die Gesellschaft speziell in Berlin und Hannover mit zahlreichen erfolgreich realisierten Projekten einen umfangreichen Track-Record aufgebaut.

Während der bisherige Fokus der HELMA im Bauträgersegment alleine auf den Bereich der Ein- und Zweifamilienhäuser lag, wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 eine Erweiterung auf Reiheneigenheime und Eigentumswohnungen in Mehrfamilienhäusern

vorgenommen. Diesbezüglich hat die Gesellschaft im Rahmen eines asset deals mehrere vorentwickelte Wohnungsbauprojekte von der bauwo Wohn AG übernommen. Aufgrund der Vorgehensweise, wonach auch im Bereich der Mehrfamilienhäuser der Käufer vor Entwicklungsbeginn feststeht bzw. ein Verkauf im Vorfeld erfolgt, sind die **Risiken** für die HELMA als **gering** einzustufen und erstrecken sich in der Regel lediglich auf die Vorfinanzierung des Grundstückserwerbs. Die sich hieraus spätestens ab dem Geschäftsjahr 2015 ergebenden zusätzlichen Umsatzpotenziale beziffert die HELMA jährlich auf 30 Mio. €.

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.

Erwähnenswert in diesem Zusammenhang ist das im Geschäftsjahr 2013 erworbene Projekt „Port Olpenitz“, welches für die kommenden sieben Jahre in mehreren Abschnitten ein Umsatzpotenzial von über 200 Mio. € aufweist. Darüber hinaus ist die Pipeline der HELMA im Bereich der Ferienimmobilien mit mehreren attraktiven Projekten gefüllt.

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 Baudarlehen. Die Umsatzerlöse in diesem Segment sind demnach als Provisionserträge mit den Vertragspartnern der HELMA zu verstehen.

Produktbeispiele

HELMA hat sich bereits sehr frühzeitig auf den Bereich der energieeffizienten Bauweisen fokussiert und geht bei einem Großteil der errichteten Häuser weit über die gesetzlichen Vorgaben, die u.a. in der Energieeinsparverordnung (EnEV) festgelegt sind, hinaus. In Bezug auf die Haustechnik spielt die Nutzung der Sonnenenergie zur Wärmeerzeugung und Warmwasserbereitung im Marktauftritt des Unternehmens eine zentrale Rolle. Damit konnte ein entscheidender Wettbewerbsvorteil geschaffen und zugleich ein Beitrag zur Verringerung des Ressourcenverbrauchs und des CO₂-Ausstosses geleistet werden. Die wichtigsten Eckpfeiler dieser Strategie sind die ecoSolar-Häuser, die Sonnenhäuser sowie das im Jahr 2011 vorgestellte EnergieAutarkeHaus.



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

So hatte die Gesellschaft Mitte des Geschäftsjahres 2011 nach eigenen Angaben als erstes Unternehmen in Europa ein bezahlbares vollständig energieautarkes Haus vorgestellt. Die Bauherren sind dabei in der Lage, durch die Vereinigung verschiedener bewährter Technologien (Solarthermie, Photovoltaik, Elektroenergiespeicher, Holzofen mit Abwärme etc.), eine vollständige Unabhängigkeit von Energieversorgern zu bewerkstelligen.

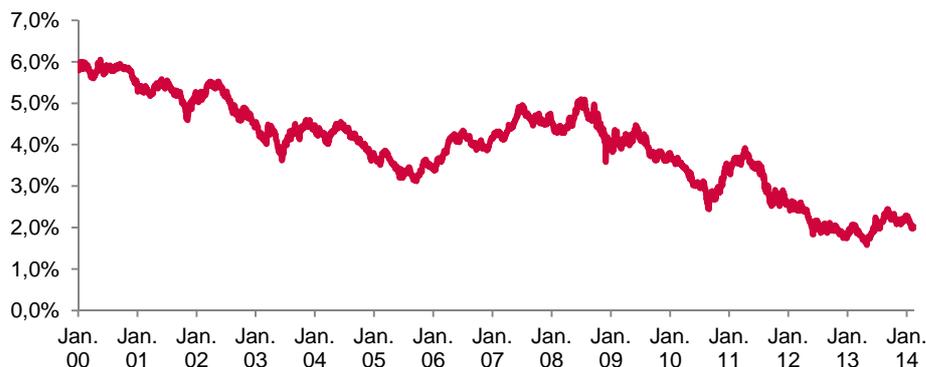
MARKT UND MARKTUMFELD

Als Anbieter von Baudienstleistungen mit dem Fokus auf Ein- und Zweifamilienhäuser findet die HELMA derzeit ein Marktumfeld vor, welches von stark positiven Vorgaben geprägt ist. Die wesentlichen Faktoren, wie das niedrige Zinsniveau, hohe Beschäftigungsraten und Einkommenserwartungen sowie immer noch vorhandene Aufholpotenziale im Wohnimmobilienbereich, wirken sich positiv auf das Branchenumfeld aus. Darüber hinaus wird Wohneigentum auch unter Investitionsgesichtspunkten zunehmend als attraktive Geldanlage angesehen.

Zins- und Inflationsumfeld

Allen voran zu nennen sind die derzeit immer noch sehr günstigen Hypothekenzinssätze, die weiterhin die Finanzierung von Immobilieneigentum zu guten Konditionen ermöglichen. Ein aussagekräftiger Indikator für die Zinsentwicklung von Baugeld liefert in diesem Zusammenhang die DGZF-Pfandbriefkurve (Laufzeit: 10 Jahre). Über die letzten 14 Jahre hinweg wird dabei, nicht zuletzt aufgrund der krisenbedingten Zinsanpassung im Jahr 2009, ein stetiger Rückgang der Pfandbriefkurve ersichtlich. Das derzeitige Niveau in Höhe von 2,0 % liegt deutlich unterhalb dem Niveau aus dem Jahr 2000 (6,0 %). Anfang der 90er Jahre zeigte die Pfandbriefkurve sogar einen Wert von über 9,0 % auf.

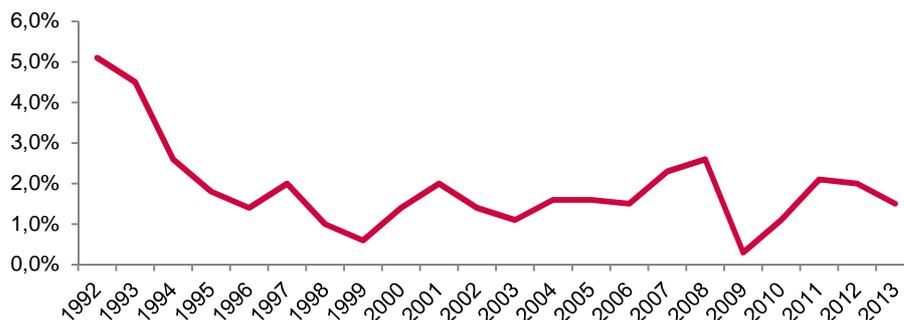
DGZF-Pfandbriefkurve (10 Jahre Zinsbindung)



Quelle: DekaBank; GBC AG

Flankierend zu den derzeit historisch niedrigen Zinsniveaus ist die Inflationsentwicklung ein ebenfalls wichtiger Faktor für die Nachfrage nach Immobilieneigentum. Typischerweise wirkt sich die Inflationsentwicklung direkt auf das Zinsniveau aus und hat folglich einen großen Einfluss auf das Immobilienmarktumfeld.

Inflationsrate (in %)



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

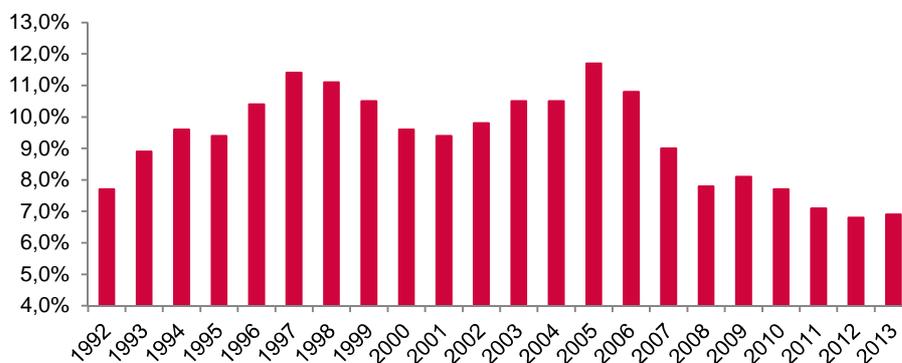
Dabei hat sich die Entwicklung der Verbraucherpreise in den letzten Jahren auf einem niedrigen Niveau stabilisiert, was als eine gute Vorgabe für ein weiterhin niedriges Zinsumfeld zu verstehen ist. Im Jahr 2013 lag die Inflationsrate bei 1,5 % und hat damit den EU-Zielwert von 2,0 % unterschritten. Angesichts von Inflationsraten Anfang der 90er in Höhe von über 5,0 %, ist das aktuelle Niveau als niedrig einzustufen. Im Januar 2014 ist die Inflationsrate sogar auf 1,3 % gefallen, was nochmals für den Niedrigzinskurs der EZB spricht. Im Zusammenspiel mit den niedrigen Hypothekenzinssätzen wird gemäß „Wohnungsmarktbericht Deutschland 2013“ von Jones Lang LaSalle die niedrige Inflationsrate die Finanzierungsseite von Wohnimmobilieninvestitionen weiterhin positiv beeinflussen. Zugleich profitiert die Kaufkraft von einer niedrigen Inflationsrate, wodurch die Nachfrageseite zusätzlich gestärkt wird.

Arbeitslosenquote und verfügbares Einkommen

Das attraktive Umfeld der Finanzierungsebene wird von ebenfalls positiven Faktoren auf der Nachfrageseite nach Immobilieneigentum flankiert. Neben dem konjunkturbedingten Anstieg der Beschäftigtenzahlen ist auch das verfügbare Einkommen der Haushalte in Deutschland ein wichtiger Faktor einer regen Nachfrageentwicklung.

So lässt sich ein bereits mehrere Jahre anhaltender Trend einer zunehmenden Beschäftigungsrate in Deutschland und damit korrespondierend einer rückläufigen Arbeitslosenquote erkennen. Seit dem Höchstwert im Jahr 2005, als die Arbeitslosenquote bei 11,7 % lag, bewirkt die Beschäftigungszunahme einen Rückgang der Arbeitslosenquote im Jahr 2013 auf 6,9 %.

Arbeitslosenquote in Deutschland (in %)



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

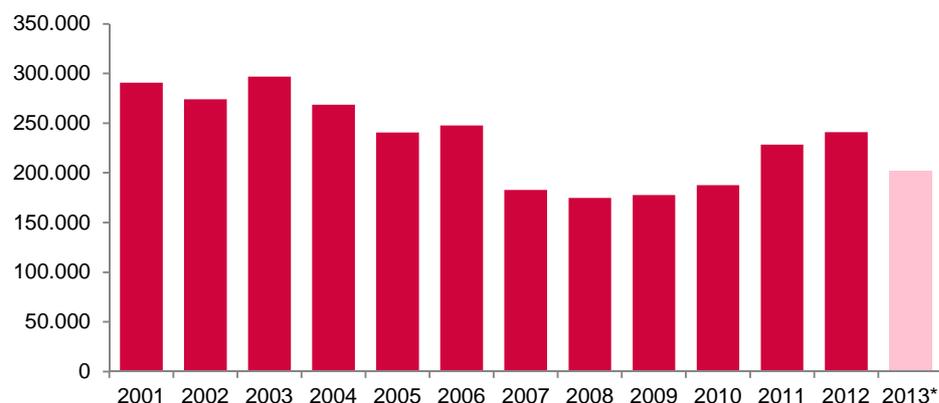
Unter anderem als Folge dieser Entwicklung resultiert ein Anstieg des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte in Deutschland, was als ein wichtiger Nachfrage- und Kostenentwicklungsfaktor für die Wohnimmobilienbranche herangezogen werden kann. Während das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte je Einwohner im Jahr 1995 noch bei 14.580 € lag, ist dieser Wert im Jahr 2011 auf 19.933 € deutlich angestiegen. Bei einer erwarteten Fortsetzung dieses Trends ist mit einer Stärkung der Nachfrage für Wohnimmobilien sowie einer weiterhin aufwärtsgerichteten Preisentwicklung in diesem Bereich zu rechnen.

Die aus den genannten Faktoren abzuleitende positive Nachfrageentwicklung nach Wohnimmobilien trifft in Deutschland auf ein Marktumfeld, welches weiterhin von Aufholeffekten und einer bestehenden Diskrepanz zwischen Wohnungsneubau und Wohnungsbedarf geprägt ist.

Anzahl Baugenehmigungen und Bauintensität

Gemäß Studienergebnissen von LBS (Research) liegt der jährliche Neubaubedarf bis zum Jahr 2025 bei 310.000 Wohneinheiten. Als Vergleichsmaßstab hierzu, lag die Anzahl der Baugenehmigungen im Wohnungsbau in den letzten Jahren stets unterhalb des errechneten Bedarfs. Zwar ist seit dem Jahr 2009 eine positive Tendenz bei den Baugenehmigungen erkennbar, mit 241.090 im Jahr 2012 genehmigten Bauvorhaben wird der errechnete, bedarfsdeckende Wert jedoch nicht erreicht. Zwischen Januar und September 2013 wurden insgesamt 202.100 Wohnungen genehmigt und damit um +13,5 % mehr als in den ersten neun Monaten 2012. Damit wird die positive Tendenz der Vorjahre fortgesetzt:

Anzahl der Baugenehmigungen im Wohnungsbau



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG; *Januar-September

Trotz dieser positiven Tendenz sind manche Regionen in Deutschland von einer angespannten Lage und einem dazugehörigen Nachfrageüberhang im Wohnimmobilienbereich gekennzeichnet. Angesichts dessen wird in der „Wohnungsbauprognose 2016 der Bauexperten des ifo-Instituts“ zumindest mit einer Fortsetzung der bereits erreichten Niveaus gerechnet. Bis zum Jahr 2016 sollte sich die Anzahl der Wohnungsfertigstellungen auf 246.000 Einheiten und damit leicht oberhalb des 2012er Niveaus einpendeln. Bezogen auf die Einwohnerzahl sind dies 3 Wohnungen je 1.000 Einwohner, was einem Anstieg der bisherigen Bauintensität gleichkommt (bisher: 2,5 Wohnungen je 1.000 Einwohner). Werden jedoch die hohe Anzahl älterer Gebäude, die starke Binnenwanderung aber auch die gestiegene Zuwanderung berücksichtigt, so ist mit einer Zunahme der Fertigstellungsniveaus zu rechnen.

Im Europäischen Vergleich nimmt Deutschland mit der bisher ermittelten Bauintensität von 2,5 Wohnungen je 1.000 Einwohner einen Mittelplatz ein. Die Spitzenreiter Norwegen und die Schweiz weisen beispielsweise eine Bauintensität von jeweils 5,9 Wohnungen je 1.000 Einwohner auf. Am Ende dieser Statistik reihen sich die von der Immobilienkrise am stärksten betroffenen Länder wie Irland (0,9), Spanien (1,1), Portugal (1,6) und Italien (2,0) ein.

Aufgrund der immer noch unzureichenden Bedarfsdeckung (Zentralverband Deutsches Baugewerbe) wird für den Wohnungsneubau auch für die kommenden Jahre ein anhaltender Aufwärtstrend prognostiziert. So lassen die Frühindikatoren auf eine dynamische Bautätigkeit im Wohnungsbau schließen. Für 2014 wird mit einem Anstieg der Wohnungsfertigstellungen in Höhe von 11,1 % gerechnet. Flankierend hierzu dürfte der Umsatz im Wohnungsbau in 2014 um 5,1 % zulegen und sich damit als wichtigster Treiber der gesamten Baukonjunktur in Deutschland erweisen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013*	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	113,99	138,00	172,50	207,00	238,05
EBITDA	16,08	11,80	14,36	17,15	20,34
EBIT	7,33	10,30	12,81	15,65	18,54
Ergebnis vor Steuern	5,76	8,30	10,31	12,90	15,34
Jahresüberschuss	3,80	5,60	6,97	8,63	10,24
EPS (in €)	1,33	1,81	2,25	2,78	3,30
Dividende je Aktie (in €)	0,35	0,40	0,45	0,55	0,65

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *vorläufige Zahlen gemäß Corporate News vom 06.03.2014

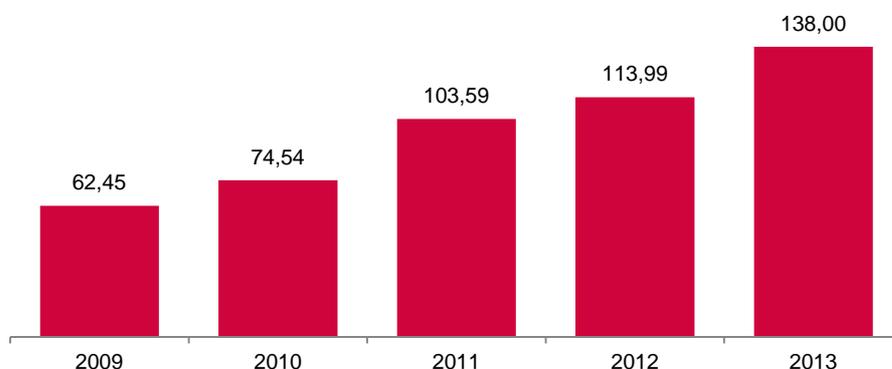
Geschäftsentwicklung 2013

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013*
Umsatzerlöse	103,59	113,99	138,00
EBITDA	12,63	16,08	11,80
EBITDA-Marge	12,2%	14,1%	8,6%
EBIT	4,79	7,33	10,30
EBIT-Marge	4,6%	6,4%	7,5%
Jahresüberschuss	2,31	3,80	5,60
EPS in €	0,81	1,33	1,81

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *vorläufige Zahlen gemäß Corporate News vom 06.03.2014

Die vorläufigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2013 belegen, dass die HELMA wieder in der Lage war, ein neues Rekordniveau zu erreichen. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 138,00 Mio. € wurde der Vorjahreswert von 113,99 Mio. € deutlich um +21,1 % übertroffen und die Wachstumsgeschwindigkeit gegenüber dem Vorjahr nochmals erhöht. Zwar wurden unsere Umsatzerwartungen (bisherige GBC-Prognosen: 142,50 Mio. €) nicht vollumfänglich erfüllt, dies ist jedoch nicht als kritisch zu bewerten. Im Rahmen des HELMA-Geschäftsmodells hängt beispielsweise die Bautätigkeit insbesondere von Witterungsbedingungen ab, wodurch Umsatzverschiebungen in die Folgeperioden möglich sind.

Umsatzerlöse (in Mio. €)



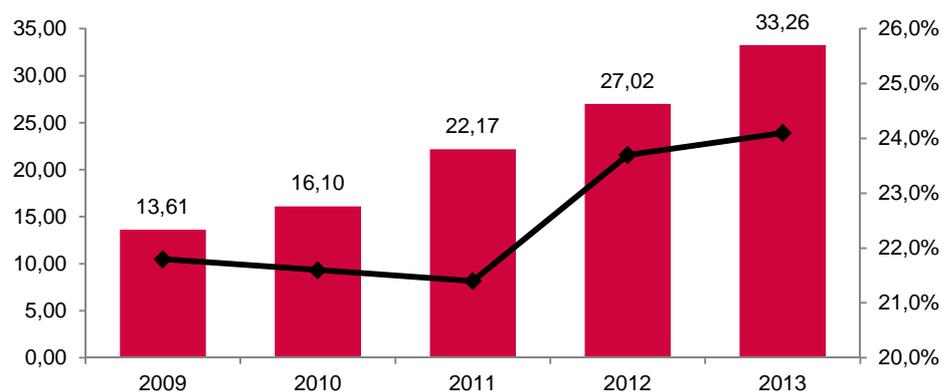
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Die hohe Umsatzdynamik der letzten Geschäftsjahre wird anhand eines mehrjährigen Vergleiches ersichtlich. Im Zeitraum 2009-2013 konnte eine durchschnittliche jährliche Umsatzsteigerung von +21,9 % erreicht werden. Bei einem Branchenwachstum von +7,9

% (2009-2013) war die HELMA somit in der Lage, weitere Marktanteile zu gewinnen. Neben dem Segment Baudienstleistungen ist das dynamische Bauträgergeschäft (inkl. Ferienimmobilien) dafür verantwortlich.

Gleichzeitig geht ein zunehmender Anteil von Umsätzen im Bauträgerbereich, aufgrund der höheren Wertschöpfung, mit einem Anstieg der Ergebnismargen einher. Gemäß vorläufigen Zahlen konnte auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 ein erhöhter Umsatzanteil im Bauträgerbereich erzielt werden, wodurch die bereinigte Rohertragsmarge nochmals auf 24,1 % (GJ 2012: 23,7 %) zulegen konnte:

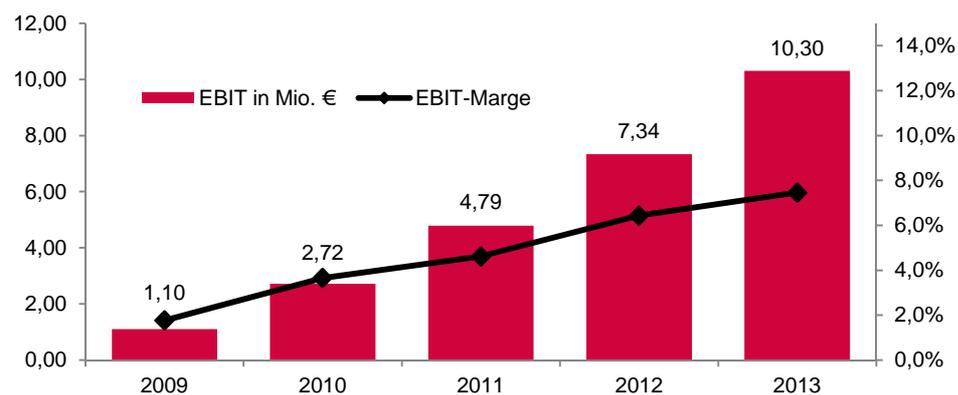
Bereinigter Rohertrag (in Mio. €) und bereinigte Rohertragsmarge (in %)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Folglich erzielte die HELMA eine überdurchschnittliche Verbesserung des EBIT in Höhe von +40,4 % auf 10,30 Mio. € (VJ: 7,34 Mio. €). Die daraus resultierende EBIT-Marge von 7,5 % (VJ: 6,4 %) stellt einen neuen historischen Rekordwert dar und ist darüber hinaus als Indiz der gesteigerten Wertschöpfung der HELMA zu verstehen.

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



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Mit dem im Geschäftsjahr 2013 erreichten EBIT-Plus in Höhe von +40,3 % wurden unsere Erwartungen (EBIT-Prognose GBC: 9,19 Mio. €) deutlich übertroffen. Der kontinuierliche Rentabilitätsanstieg der letzten Geschäftsjahre ist neben der zunehmenden Bedeutung des margenstarken Bauträgersegments auch auf die Realisierung von Skaleneffekten zurückzuführen. Trotz eines steigenden Umsatzniveaus war die HELMA in der Lage, eine unterproportionale Entwicklung der so genannten Overheadkosten zu erreichen. Zwar wurde im vergangenen Geschäftsjahr die Mitarbeiterzahl auf 211 (31.12.12: 188) ausgeweitet, dennoch hat die HELMA von Skaleneffekten profitiert.

Der Anstieg des operativen Ergebnisses findet sich auch in der Entwicklung des Jahresüberschusses wieder. Gegenüber dem Vorjahr verbesserte sich dieser um +47,4 % auf 5,60 Mio. € (GJ 2012: 3,80 Mio. €). Auch auf dieser Ebene wurden unsere bisherigen Prognosen (Jahresüberschuss-Prognose GBC: 5,01 Mio. €) deutlich übertroffen.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013*
Eigenkapital	17,07	20,37	28,00
<i>Eigenkapitalquote (in %)</i>	<i>26,7%</i>	<i>24,1%</i>	<i>20,5%</i>
Vorräte	19,83	35,82	78,40
Nettofinanzverschuldung	16,55	36,35	68,00
Liquide Mittel	3,79	1,54	6,80

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *vorläufige Zahlen gemäß Corporate News vom 06.03.2014

Gemäß vorläufigen Zahlen ist das Eigenkapital der HELMA von 20,37 Mio. € (31.12.2012) auf 28,00 Mio. € (31.12.2013) angestiegen und somit wurde die sukzessive Erhöhung der letzten Jahre fortgesetzt. Zurückführen lässt sich der Anstieg dabei einerseits auf das positive Nachsteuerergebnis in Höhe von 5,60 Mio. € sowie andererseits auf eine im April 2013 erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung, womit ein Nettoemissionserlös in Höhe von 3,15 Mio. € erzielt wurde. Eine EK-Reduktion in Höhe von 1,09 Mio. € verursachte die im Juli 2013 erfolgte Dividendenauszahlung.

Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €)



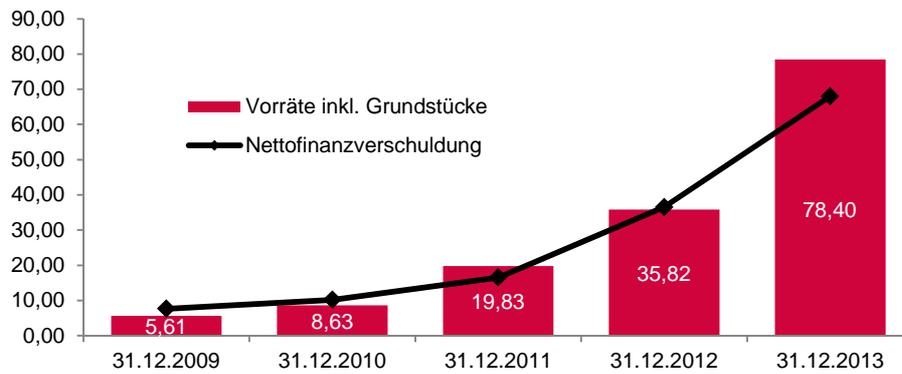
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Trotz des erneuten Anstiegs des Eigenkapitals reduzierte sich die EK-Quote von 24,1 % (31.12.2012) auf 20,5 % (31.12.2013). Dies ist insbesondere als eine Folge der überwiegend fremdfinanzierten vorgenommenen Investitionen in Grundstücke zu verstehen, welche als Grundlage für das weitere Wachstum im Bauträgersegment dienen. Dementsprechend stark sind die Vorräte inklusive Grundstücke von 35,82 Mio. € (31.12.2012) auf 78,40 Mio. € (31.12.2013) angestiegen. Ein wichtiger Treiber dieser Entwicklung ist das im zweiten Halbjahr 2013 von der Tochtergesellschaft HELMA Ferienimmobilien GmbH erworbene Großprojekt „Port Olpenitz“.

Damit zusammenhängend weitete sich die Nettofinanzverschuldung auf 68,00 Mio. € (31.12.2012: 36,35 Mio. €) ebenfalls signifikant aus. Einerseits hat die HELMA die bisherige 10,0 Mio. €-Unternehmensanleihe (2010/2015) durch die Emission einer neuen 25,0 Mio. €-Unternehmensanleihe (2013/2018) abgelöst, was zu einem Anstieg der Anleiheverbindlichkeiten in Höhe von 15,00 Mio. € geführt hat. Die neue

Unternehmensanleihe ist mit einem niedrigeren Kupon von 5,875 % ausgestattet. Wir erachten den Rückkauf der alten 6,10%-Anleihe daher als sinnvoll. Darüber hinaus wurden die Grundstückskäufe durch Bankkredite finanziert, was in der Konsequenz zum Anstieg der Nettofinanzverschuldung geführt hat.

Nettofinanzverschuldung vs. Vorräte (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Langjährige Erfahrungen und damit umfangreicher Track Rekord im Immobilienbereich • Die HELMA deckt mit ihrer Geschäftsstrategie den gesamten Wertschöpfungsbereich beim Bau von Wohnimmobilien ab • Kein Klumpenrisiko, da sehr geringe Abhängigkeit von einzelnen Kunden • Gute Verhandlungsposition gegenüber Subunternehmen • Hohe Kundenzufriedenheit und hoher Bekanntheitsgrad erleichtern Vertrieb • Attraktives Risikoprofil, da nur geringe Vorfinanzierungserfordernisse im Bauträgersegment • HELMA konnte überproportional stark vom aktuell positiven Marktumfeld profitieren 	<ul style="list-style-type: none"> • Die HELMA agiert in einem stark fragmentierten Markt mit einem hohen regionalen Wettbewerb • Es bestehen erhöhte Vorfinanzierungsbedürfnisse für das Bauträgersegment.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Das Marktumfeld für Wohnimmobilien lässt derzeit eine erhöhte Nachfrage nach Wohnimmobilien erwarten • Bei zunehmenden Umsätzen sollte die HELMA stärker von Skaleneffekten profitieren • Mit dem neuen Geschäftsfeld Wohnimmobilien für Investoren profitiert die HELMA vom langjährigen Know-How • Die Gesellschaft verfügt über eine solide Grundstücksbasis für den Bauträgerbereich sowie für den Bau von Ferienimmobilien • Aufgrund der frühzeitigen Positionierung auf Energiesparhäuser könnte die HELMA stärker von der Nachfrage nach der energieeffizienten Bauweise profitieren 	<ul style="list-style-type: none"> • Weiteres Wachstum im Bauträgersegment hängt stark von der Verfügbarkeit und dem Erwerb geeigneter Grundstücke ab • Das Geschäftsmodell weist eine hohe Abhängigkeit von der Witterung auf. Ungünstige Witterungsbedingungen könnten Umsatzverschiebungen nach sich ziehen • Preissteigerungen können unter Umständen nicht zeitnah an die Kunden weitergegeben werden, wodurch ein Rückgang der Rohertragsmarge möglich ist. • Ein Anstieg der Zinssätze könnte einen Rückgang der Immobiliennachfrage zur Folge haben

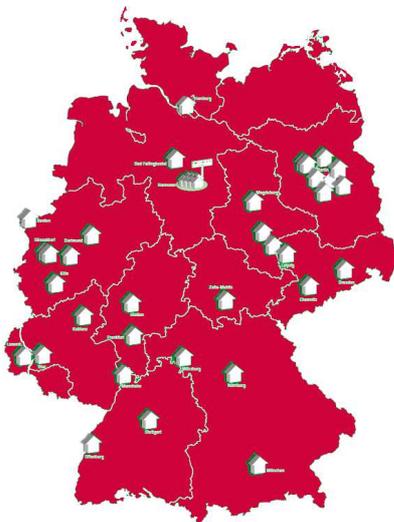
Prognose und Modellannahmen

Unternehmensstrategie

Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 konnte die HELMA, gemäß der jüngst veröffentlichten vorläufigen Zahlen, überdurchschnittlich vom positiven Marktumfeld für den Wohnungsbau profitieren. In der Konsequenz war die Gesellschaft erneut in der Lage die eigene Marktstellung zu verbessern und dementsprechend neue Marktanteile hinzuzugewinnen. Während der gesamte Wohnungsbau in Deutschland in den letzten Jahren (2009-2013) ein kumuliertes Umsatzwachstum in Höhe von +7,9 % (Zentralverband Deutsches Baugewerbe) erreicht hat, belief sich das von der Gesellschaft erzielte CAGR für den gleichen Zeitraum auf +21,9 %. In einem stark fragmentierten Marktumfeld (Wettbewerb besteht hauptsächlich aus einer Vielzahl von kleinen Bauunternehmen und Bauträgern), kommt dies signifikanten Marktanteilsgewinnen gleich.

Unterschiedliche Faktoren, welche auch für die künftige Unternehmensentwicklung der HELMA im Fokus stehen, zeichnen sich hierfür verantwortlich. Neben den marktgetriebenen, positiven Vorgaben konnte beispielsweise die HELMA den eigenen Markennamen stärker positionieren und eine deutliche **Steigerung des Bekanntheitsgrades** erreichen. Nach eigenen Angaben verfügt die HELMA mittlerweile über eine bundesweite Vertriebspräsenz mit insgesamt 37 Musterhäusern und 4 Vertriebsbüros.

Bundesweite Präsenz der HELMA Eigenheimbau AG



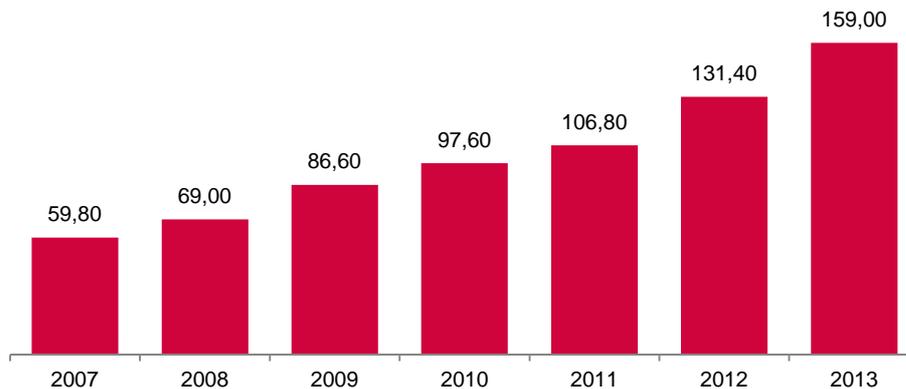
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

In diesem Zusammenhang ist der Erwerb von Grundstücken in deutschen Ballungsräumen im Rahmen des Bauträgergeschäftes erwähnenswert. Gemäß Unternehmensstrategie werden hierbei Zielgebiete mit über 200 Bauplätzen in den Speckgürteln deutscher Großstädte wie Berlin, Hannover, Hamburg oder München adressiert. Gleichzeitig sind diese Projekte als großanlegte Musterhausparcs zu verstehen, die einen hohen Reputationsgewinn und eine Steigerung der Bekanntheit ermöglichen. Darüber hinaus wird mit der jährlich steigenden Anzahl an fertiggestellten Häusern der Kundenbestand erweitert, wodurch weitere Kundenempfehlungen generiert werden und sich damit eine zunehmende Präsenz am Markt einstellt.

Als Folge der forcierten Vertriebsstrategie sowie des gestiegenen Bekanntheitsgrades, war die HELMA in der Lage, einen sukzessiven Anstieg der Auftragseingänge zu

verbuchen. Im Geschäftsjahr 2013 erhöhten sich die Auftragseingänge gegenüber dem Vorjahr um +21,0 % auf 159,00 Mio. €, was erneut einem Rekordwert entspricht. Zwischen 2007 und 2013 liegt der jährliche durchschnittliche Anstieg der Auftragseingänge bei 21,6 %. Die Auftragseingänge sowie der dazugehörige Auftragsbestand bilden eine aussagekräftige Grundlage für die weitere Unternehmensentwicklung

Auftragseingänge (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Für die künftige Umsatzentwicklung haben wir das margenstarke **Bauträgersegment** als wichtigen Faktor identifiziert. Neben dem erfolgreichen Vertrieb ist der weitere Erwerb geeigneter Grundstücke in wachstumsstarken Ballungsräumen von hoher Bedeutung. Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die HELMA bereits diverse Grundstücke in diesem Geschäftssegment (Berlin-Karlshorst, Hamburg-Hoheluft, Hannover-Mitte etc.) erworben und damit die Basis für weiteres Unternehmenswachstum in diesem Bereich geschaffen. Zusammen mit dem angestammten Segment **Baudienstleistungen** soll ein mittelfristiges Umsatzniveau von ca. 200 Mio. € möglich sein.

Ebenfalls als Bestandteil der künftigen Entwicklung des Bauträgersegments ist dessen Erweiterung auf Reiheneigenheime und Eigentumswohnungen für Investoren von hoher Bedeutung. Gemäß Unternehmensangaben sollen im Bereich der **Wohnimmobilienprojekte für Investoren** jährlich drei bis fünf Projekte umgesetzt werden. Der Baubeginn soll dabei jeweils nach der Veräußerung des Projektes erfolgen, womit sich das Risiko der HELMA lediglich auf die Vorfinanzierung beim Grundstückserwerb erstreckt. Im Rahmen dessen sind Umsatzbeiträge von ca. 20-40 Mio. € jährlich möglich. In Hannover und Berlin-Lichtenberg verfügt die HELMA bereits über zwei Referenzprojekte in diesem neu geschaffenen Geschäftssegment.

Ein weiterer Faktor der Wachstumsstrategie ist der geplante Ausbau des Geschäftsbereiches **Ferienimmobilien**, welcher ebenfalls dem margenstarken Bauträgersegment zugeordnet wird. Es ist ein erklärtes Ziel der HELMA, sich als einer der marktführenden Anbieter im Bereich der Ferienimmobilien zu etablieren. Die Regionen an der deutschen Nord- und Ostseeküste sowie deutsche Seenlagen sind die Zielregionen der Tochtergesellschaft HELMA Ferienimmobilien GmbH. Referenzprojekte auf Rügen sowie das Großprojekt Port Olpenitz bei Kappeln zeigen die bereits erreichte gute Marktstellung der HELMA-Tochter. Erwartet werden in diesem Segment jährliche Umsatzbeiträge von ca. 10-30 Mio. €.

Angesichts der erwarteten anhaltenden Umsatzdynamik ist mit der Realisierung von **Skaleneffekten** und folglich mit einer überproportionalen Ergebnisentwicklung zu rechnen. Solche Skaleneffekte haben sich bereits in den Vorjahren positiv auf die Ergebnisentwicklung der HELMA ausgewirkt. Bei steigenden Umsätzen der letzten

Geschäftsjahre und einer soliden Entwicklung des Rohertrags legten dabei die Overheadkosten nur unterproportional zu.

Umsatz- und Ergebnisprognosen

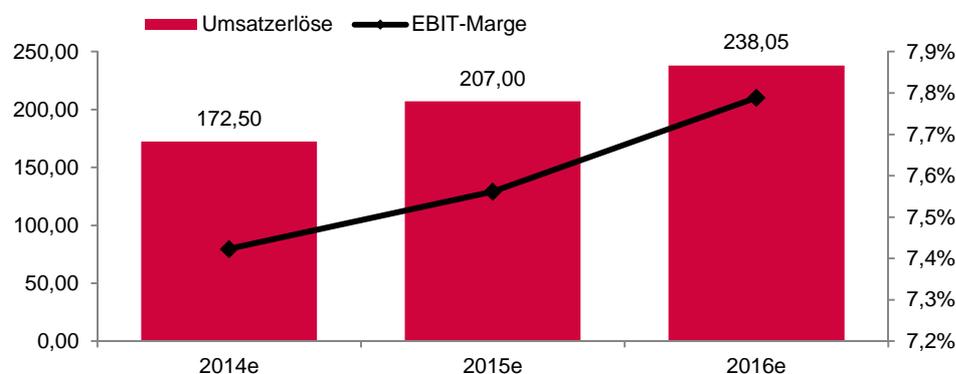
In Mio. €	GJ 2013*	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	138,00	172,50	207,00	238,05
EBITDA	11,80	14,36	17,15	20,34
EBIT	10,30	12,81	15,65	18,54
Jahresüberschuss	5,60	6,97	8,63	10,24
EPS (in €)	1,81	2,25	2,78	3,30
Dividende je Aktie (in €)	0,40	0,45	0,55	0,65

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG; *vorläufige Zahlen gemäß Corporate News vom 06.03.2014

Auf Basis einer weiterhin erfolgreichen Fortführung der Unternehmensstrategie stufen wir sowohl die kurz- als auch mittelfristigen Unternehmensprognosen als gut erreichbar ein. Gemäß aktualisierten Prognosen rechnet die HELMA für das laufende Geschäftsjahr 2014 mit einem Konzern-Umsatz von rund 170,00 Mio. € und einem Konzern-EBIT von etwa 12,50 Mio. €. Unsere 2014er Prognosen (Umsatzerlöse: 172,50 Mio. €; EBIT: 12,81 Mio. €) entsprechen weitestgehend den Unternehmensprognosen. Somit erwarten wir eine Beschleunigung der Umsatzdynamik und folglich gegenüber dem abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 einen Umsatzanstieg in Höhe von 25,0 %. Der wesentliche Treiber dürfte erneut das Bauträgersegment sein, in dem die Gesellschaft mit dem Ankauf von Grundstücken (siehe Vorratsentwicklung im Kapitel „Bilanzielle und finanzielle Situation“) bereits eine gute Grundlage geschaffen hat. Konservativ rechnen wir mit einer proportionalen Entwicklung des EBIT und somit prognostizieren wir ein EBIT in Höhe von 12,81 Mio. €.

Die Prognosen des Geschäftsjahres 2015 und die erstmaligen Prognosen des Geschäftsjahres 2016 berücksichtigen die Unternehmensaussagen, wonach mittelfristig (bis zum GJ 2017) mit einem Umsatzniveau von 250,00 Mio. € gerechnet wird. Auch hier bewirkt unsere konservative Herangehensweise eine erwartete Reduktion der Umsatzdynamik auf +20,0 % (Umsatzerlöse 2015e: 207,00 Mio. €) sowie auf +15,0 % (Umsatzerlöse 2016e: 238,05 Mio. €).

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



Quelle: GBC AG

Auf EBIT-Ebene dürfte sich die zunehmende Bedeutung des Bauträgerbereiches margenerhöhend auswirken. Bei einem erwarteten EBIT-Margenanstieg auf 7,6 % (GJ 2015e) respektive auf 7,8 % (GJ 2016e) rechnen wir mit einem EBIT in Höhe von 15,65

Mio. € (2015e) sowie 18,54 Mio. € (GJ 2016e). Das prognostizierte 2016er EBIT dient unserem DCF-Modell als langfristiger Zielwert.

Mit diesen Prognosen bestätigen wir die vorgestellte mittelfristige Wachstumsstrategie des HELMA-Konzerns, wonach bis zum Jahr 2017 ein Umsatzniveau von 250,00 Mio. € erreicht werden soll. Dass auch diese Erwartungen angesichts der derzeitigen Projektpipeline überschritten werden könnten, haben wir jedoch noch nicht berücksichtigt. So erwartet die HELMA durch den Verkauf von Eigenheimen (Bauträger und Baudienstleistungen) ein Umsatzvolumen von ca. 200,00 Mio. €. Der Geschäftsbereich Ferienimmobilien soll parallel hierzu ca. 20,00 Mio. € und das Segment Wohnimmobilien für Investoren ca. 30,00 Mio. € beisteuern. Alleine das Projekt „Port Olpenitz“ (Ferienimmobilien) dürfte jedoch nach aktuellem Kenntnisstand jährliche Umsatzerlöse von über 30,00 Mio. € beisteuern und somit einen höheren Beitrag als von der HELMA erwartet.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die HELMA Eigenheimbau AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014, 2015 und 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 % (bisher: 2,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 8,5 % (bisher: 7,5 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

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 10,49 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,08 % (bisher: 9,08 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,08 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht als Kursziel 34,00 € (bisher: 25,00 €). Diese Kurszielanhebung ist auf den erstmaligen Einbezug der 2016er Prognosen zurückzuführen, für die wir im Vergleich zur bisherigen DCF-Bewertung eine deutlich höhere Umsatz- und Ergebnisdynamik berücksichtigen.

DCF-MODELL

HELMA Eigenheimbau AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	8,5%	ewige EBITA - Marge	7,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	25,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	172,50	207,00	238,05	245,19	252,55	260,12	267,93	275,97	
US Veränderung	25,0%	20,0%	15,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	8,63	8,63	8,82	8,82	8,82	8,82	8,82	8,82	
EBITDA	14,36	17,15	20,34	20,94	21,57	22,21	22,88	23,57	
EBITDA-Marge	8,3%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
EBITA	12,81	15,65	18,54	19,06	19,63	20,22	20,83	21,46	
EBITA-Marge	7,4%	7,6%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Steuern auf EBITA	-3,84	-4,70	-5,56	-5,72	-5,89	-6,07	-6,25	-6,44	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	8,96	10,96	12,98	13,34	13,74	14,16	14,58	15,02	
Kapitalrendite	9,2%	13,7%	16,4%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,1%
Working Capital (WC)	60,00	55,00	60,00	62,13	64,00	65,92	67,89	69,93	
WC zu Umsatz	34,8%	26,6%	25,2%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	
Investitionen in WC	20,72	5,00	-5,00	-2,13	-1,86	-1,92	-1,98	-2,04	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	20,00	24,00	27,00	27,81	28,64	29,50	30,39	31,30	
AFA auf OAV	-1,55	-1,50	-1,80	-1,88	-1,93	-1,99	-2,05	-2,11	
AFA zu OAV	7,8%	6,3%	6,7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in OAV	-5,05	-5,50	-4,80	-2,69	-2,77	-2,85	-2,94	-3,02	
Investiertes Kapital	80,00	79,00	87,00	89,94	92,64	95,42	98,28	101,23	
EBITDA	14,36	17,15	20,34	20,94	21,57	22,21	22,88	23,57	
Steuern auf EBITA	-3,84	-4,70	-5,56	-5,72	-5,89	-6,07	-6,25	-6,44	
Investitionen gesamt	15,67	-0,50	-9,80	-4,82	-4,63	-4,77	-4,91	-5,06	
Investitionen in OAV	-5,05	-5,50	-4,80	-2,69	-2,77	-2,85	-2,94	-3,02	
Investitionen in WC	20,72	5,00	-5,00	-2,13	-1,86	-1,92	-1,98	-2,04	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	26,19	11,96	4,98	10,40	11,05	11,38	11,72	12,07	187,56

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	153,91	155,93
Barwert expliziter FCFs	51,85	44,60
Barwert des Continuing Value	102,06	111,33
Nettoschulden (Net debt)	48,36	40,54
Wert des Eigenkapitals	105,55	115,39
Fremde Gewinnanteile	-0,15	-0,16
Wert des Aktienkapitals	105,40	115,23
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	34,00	37,17

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	10,5%
Zielgewichtung	75,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	25,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,1%

Kapitalrendite	WACC				
	8,5%	8,8%	9,1%	9,4%	9,7%
14,6%	37,04	34,79	32,75	30,88	29,17
14,9%	37,75	35,46	33,37	31,47	29,73
15,1%	38,46	36,13	34,00	32,06	30,29
15,4%	39,18	36,79	34,63	32,65	30,84
15,6%	39,89	37,46	35,25	33,24	31,40

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 andere 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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: (4;5;7)

§ 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) 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.
- (6) 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.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@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 und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertretender 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