

HELMA Eigenheimbau AG^{*4,5}

15.09.2014

Kaufen

Kursziel: 35,40

aktueller Kurs: 26,69
12.9.2014 / ETR / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0EQ578
WKN: A0EQ57
Börsenkürzel: H5E
Aktienanzahl³: 3,410
Marketcap³: 90,89
EnterpriseValue³: 162,13
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 45,5 %

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 Interessenkonflikte auf Seite 8

Unternehmensprofil

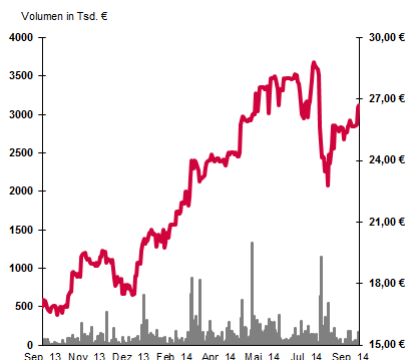
Branche: Immobilien
Fokus: Baudienstleistungen, Bauträgergeschäft

Mitarbeiter: 223 Stand: 30.06.2014

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 | 31.12.2015ee | 31.12.2016e |
|----------------------------|------------|-------------|--------------|-------------|
| Umsatz | 138,02 | 172,50 | 207,00 | 238,05 |
| EBITDA | 11,79 | 14,36 | 17,15 | 20,34 |
| EBIT | 10,29 | 12,81 | 15,65 | 18,54 |
| Jahresüberschuss | 5,61 | 6,97 | 8,63 | 10,24 |

| Kennzahlen in EUR | | | | |
|--------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie | 1,81 | 2,05 | 2,53 | 3,00 |
| Dividende je Aktie | 0,53 | 0,60 | 0,75 | 0,90 |

| Kennzahlen | | | | |
|------------|-------|-------|-------|------|
| EV/Umsatz | 1,18 | 0,94 | 0,78 | 0,68 |
| EV/EBITDA | 13,76 | 11,30 | 9,46 | 7,98 |
| EV/EBIT | 15,77 | 12,67 | 10,37 | 8,75 |
| KGV | 16,22 | 13,06 | 10,55 | 8,89 |
| KBV | 3,25 | | | |

| Finanztermine | |
|---------------|-----------------------|
| 24.11.2014 | Dt. Eigenkapitalforum |
| 09.12.2014 | 18. MKK |

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

29.7.2014: RG / 33,00 / KAUFEN

16.7.2014: RS / 33,00 / KAUFEN

16.4.2014: RS / 33,00 / KAUFEN

10.3.2014: RS / 34,00 / KAUFEN

17.1.2014: RS / 25,00 / KAUFEN

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

| in Mio. € | 1.HJ 2012 | Δ in % | 1.HJ 2013 | Δ in % | 1.HJ 2014 |
|------------------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|
| Umsatzerlöse | 46,49 | +6,8% | 49,65 | +31,3% | 65,18 |
| EBITDA | 1,77 | +65,0% | 2,92 | +52,1% | 4,44 |
| EBITDA-Marge | 3,8% | +2,1Pp. | 5,9% | +0,9Pp. | 6,8% |
| EBIT | 1,07 | +103,6% | 2,18 | +65,9% | 3,62 |
| EBIT-Marge | 2,3% | +2,1Pp. | 4,4% | +1,1Pp. | 5,5% |
| Jahresüberschuss | 0,18 | +356,5% | 0,82 | +66,6% | 1,37 |
| EPS in € | 0,06 | +321,2% | 0,27 | +51,5% | 0,40 |

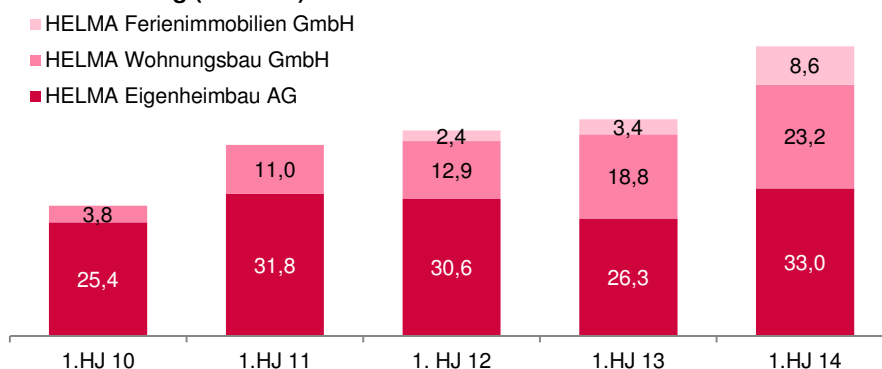
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2014

Die HELMA Eigenheimbau AG konnte erwartungsgemäß den eingeschlagenen dynamischen Wachstumskurs auch in den ersten sechs Monaten 2014 fortsetzen und gegenüber dem Vorjahr ein Umsatzwachstum in Höhe von 31,3 % auf 65,18 Mio. € (VJ: 49,65 Mio. €) verzeichnen. Alle Konzerngesellschaften sind für diese positive Entwicklung verantwortlich, wobei der Bereich der Ferienimmobilien (HELMA Ferienimmobilien GmbH) mit einem Umsatzplus von 161,0 % auf 8,60 Mio. € sich besonders dynamisch präsentiert hat. Maßgeblich hierfür war die erfolgreiche Entwicklung des Projektes „DünenResort Binz“ im Rahmen dessen 75 Wohnungen/Ferienappartements entstehen.

Im angestammten Segment „Baudienstleistungen“ (HELMA Eigenheimbau AG) wurde ein Umsatzwachstum in Höhe von 25,6 % auf 33,00 Mio. € (VJ: 26,28 Mio. €) und im Bereich des Bauträgergeschäftes (HELMA Wohnungsbau GmbH) ein Umsatzwachstum in Höhe von 23,5 % auf 23,20 Mio. € (VJ: 18,79 Mio. €) realisiert. Insgesamt profitierte der HELMA-Konzern von günstigen Witterungsbedingungen (milder Winter und dadurch lange Bauphasen), die erreichte Umsatzdynamik beweist jedoch auch die erfolgreiche Fortsetzung der Unternehmensstrategie. Eine Steigerung des Bekanntheitsgrades sowie die Sicherung attraktiver Baugrundstücke sind unseres Erachtens hierfür entscheidend.

Umsatzaufteilung (in Mio. €)



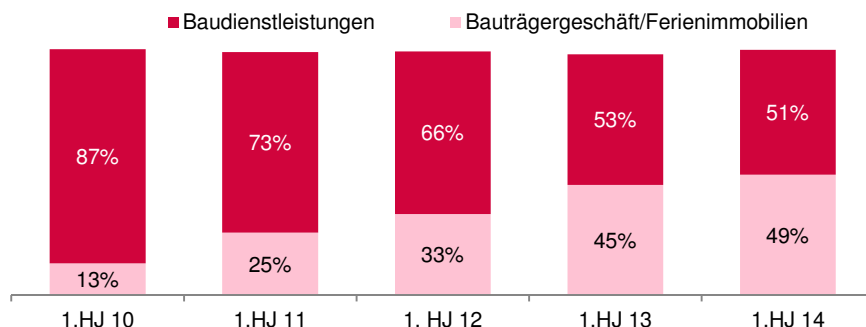
Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Einer Ausweitung der vergleichsweise margenstarken Bereiche „Bauträgergeschäft“ und „Ferienimmobilien“ geht in der Regel mit Vorlaufinvestitionen im Zusammenhang mit dem Erwerb von Grundstücken einher. Speziell bei langlaufenden Großprojekten handelt es sich um langfristig gehaltene Grundstücke, gemäß Rechnungslegungsvorgaben werden diese jedoch beim HELMA-Konzern als kurzfristig bilanziert. Dies hat zur Folge, dass die Gesellschaft die Grundstückszugänge erfolgswirksam unter den GuV-Posten Bestandsveränderungen und Materialaufwendungen ausweisen muss. Im ersten Halbjahr 2014 weist der HELMA-Konzern Bestandsveränderungen in Höhe von 13,55 Mio. € (VJ: 5,19 Mio. €) und damit einen im Vergleich zur Umsatzentwicklung überproportionalen Anstieg der Gesamtleistung auf 78,73 Mio. € (VJ: 54,89 Mio. €) aus.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2014

In den ersten sechs Monaten 2014 ist der Umsatzanteil der beiden margenstarken Segmente „Bauträrgeschäft“ und „Ferienimmobilien“ auf 48,8 % (VJ: 44,7 %) angestiegen und damit hat sich der Trend der letzten Berichtsperioden fortgesetzt:

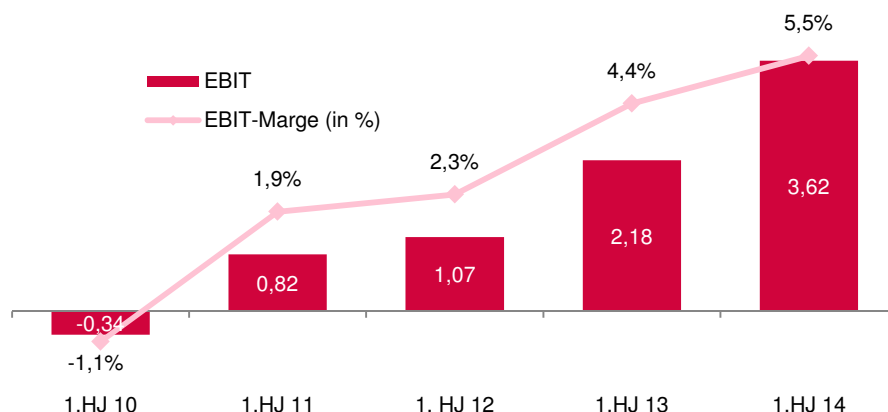
Umsatzaufteilung nach Geschäftsbereichen



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Der zunehmende Bedeutungsgewinn der margenstarken Segmente findet sich wieder in einer überproportionalen operativen Ergebnisentwicklung, welche einen neuen Rekordwert auf Basis eines ersten Halbjahres markiert hat. Das EBIT verbesserte sich signifikant um 65,9 % auf 3,62 Mio. € (VJ: 2,18 Mio. €) und die entsprechende EBIT-Marge auf 5,5 % (VJ: 4,4 %).

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



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Maßgeblich zur starken EBIT-Entwicklung hat der unterproportionale Anstieg der Overheadkosten beigetragen, welche sogar den Materialkostenanstieg kompensieren konnten. Während sich die auf die Gesamtleistung bezogene Kostenquote im Overheadbereich auf 20,1 % (VJ: 21,6 %) reduziert hat, erhöhte sich die bereinigte Materialkostenquote (bereinigt um Bestandsveränderungen) leicht auf 74,0 % (VJ: 73,6 %). Insgesamt wird damit die Realisierung von Skaleneffekten gut sichtbar. Angesichts erwarteter weiterer Umsatzsteigerungen dürften die Skaleneffekte, bei einer sonst soliden Entwicklung der Materialkostenquote, künftig zu einem überproportionalen operativen Ergebnisanstieg führen.

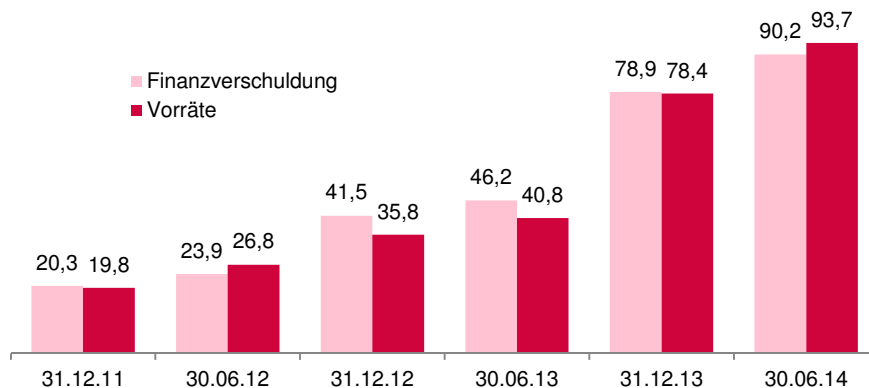
Vermögenslage zum 30.06.2014

| in Mio. € | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 30.06.2014 |
|---------------------------|------------|------------|------------|
| Eigenkapital | 24,16 | 27,86 | 35,88 |
| EK-Quote (in %) | 25,7% | 20,4% | 23,6% |
| Operatives Anlagevermögen | 15,62 | 16,47 | 17,26 |
| Working Capital | 45,16 | 81,42 | 92,94 |
| Net Debt | 37,87 | 71,23 | 75,60 |

Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Zum 30.06.2014 wird ein Anstieg des Eigenkapitals auf 35,88 Mio. € (31.12.13: 27,86 Mio. €) ersichtlich. Neben dem positiven Nachsteuerergebnis in Höhe von 1,37 Mio. € ist eine im ersten Halbjahr 2014 erfolgreich durchgeführte 10,0%ige Kapitalerhöhung (Nettoemissionserlös: 6,70 Mio. €) für die Ausweitung des Eigenkapitals verantwortlich. Zudem verbesserte sich die Eigenkapitalquote auf 23,6 % (31.12.13: 20,4%), wenngleich auf Konzernebene eine erneute deutliche Bilanzsummenausweitung auf 152,08 Mio. € (31.12.13: 136,60 Mio. €) einer stärkeren Verbesserung der EK-Quote entgegen stand.

Finanzverschuldung und Vorräte (in Mio. €)



Quelle: HELMA Eigenheimbau AG; GBC AG

Maßgeblich zur Bilanzverlängerung haben auf der Aktivseite die im Rahmen des Bauträrgeschäftes erworbenen Grundstücke beigetragen, was einen Anstieg der Vorräte auf 93,71 Mio. € (31.12.13: 78,41 Mio. €) nach sich gezogen hat. Die Grundstücke werden vornehmlich fremdfinanziert und folglich erhöhten sich die zinstragenden Verbindlichkeiten auf 85,17 Mio. € (31.12.13: 74,86 Mio. €). Die im ersten Halbjahr 2014 vorgenommene Aufstockung der 5,875%-Unternehmensanleihe in Höhe von 10,0 Mio. € (derzeit ausstehendes Volumen: 35,0 Mio. €) findet sich hier wieder.

Prognosen und Fazit

| In Mio. € | GJ 2013 | GJ 2014e | GJ 2015e | GJ 2016e |
|---------------------------|---------|----------|----------|----------|
| Umsatzerlöse | 138,02 | 172,50 | 207,00 | 238,05 |
| EBITDA | 11,79 | 14,36 | 17,15 | 20,34 |
| EBIT | 10,29 | 12,81 | 15,65 | 18,54 |
| Jahresüberschuss | 5,61 | 6,98 | 8,63 | 10,24 |
| EPS (in €) | 1,81* | 2,05 | 2,53 | 3,00 |
| Dividende je Aktie (in €) | 0,53 | 0,60 | 0,75 | 0,90 |

Quelle: GBC AG; *auf Basis einer Aktienzahl in Höhe von 3,10 Mio. (derzeit: 3,41 Mio.)

Mit der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2014 hat die HELMA Eigenheimbau AG die zuvor kommunizierten Prognosen für die Geschäftsjahre 2014 und 2015 bestätigt.

Auch die mittelfristige Wachstumsstrategie, wonach bis zum Geschäftsjahr 2017 Umsatzerlöse von mindestens 250,0 Mio. € und eine weitere Verbesserung der Rentabilität in Aussicht gestellt werden, wurde bestätigt.

Die mittelfristigen Planungen berücksichtigen dabei einen Umsatzanstieg im Bereich **Eigenheime** auf ca. 200 Mio. €. Hier sind sowohl das Bauträgersegment als auch der Bereich Baudienstleistungen enthalten, welche in Summe in den vergangenen Geschäftsjahren von einer hohen Umsatzdynamik geprägt waren. Die Basis und damit die Planungsgrundlage für das weitere Wachstum stellt dabei das Bauträgersegment, im Rahmen dessen bereits Grundstücke für langfristige Projekte erworben wurden. Neben kleinteiligen Projekten in den Regionen Berlin, München und Hannover hat die HELMA Wohnungsbau GmbH weitere größere Wohnungsprojekte (Berlin, München) mit Umsatzpotenzialen von rund 225,0 Mio. € gesichert. Der ebenfalls wachstumsstarke Bereich Baudienstleistungen, welcher jedoch eine geringere Sichtbarkeit liefert, wird flankierend hierzu ebenfalls die erwartete positive Umsatzentwicklung unterstützen.

Im Bereich **Ferienimmobilien** verfügt die Gesellschaft über mehrere Großprojekte, wobei allen voran das „Ostseeresort Olpenitz“ zu nennen ist. In den nächsten sieben Jahren rechnet die HELMA alleine bei diesem Projekt mit einem Umsatzpotenzial von 250,0 Mio. € - 300,0 Mio. €. Der Vertriebsstart des ersten Bauabschnitts war gemäß Unternehmensangaben sehr erfolgreich. Kurzfristig soll der Vertriebsstart für den größeren zweiten Bauabschnitt erfolgen (Bauabschnitt II-A), womit dann eine größere Sichtbarkeit für dieses Projekt gegeben ist. Alleine mit diesem Projekt dürften die mittelfristigen Unternehmensplanungen von jährlichen Umsatzerlösen in Höhe von 20,0 Mio. € übertroffen werden. An dieser Stelle rechnen wir im Rahmen des Geschäftsberichtes 2014 mit einer Planungsanpassung auf dann 40,0 Mio. €.

Die Umsatzplanungen bei den **Wohnimmobilien für Investoren** sehen jährliche Umsatzerlöse von etwa 30,0 Mio. vor. Hier wurden mit der Veräußerung von zwei Wohnimmobilienprojekten in Hannover und Potsdam bereits die ersten Erfolge gemeldet und damit dürfte die Gesellschaft schon im kommenden Geschäftsjahr 2015 das mittelfristig anvisierte Umsatzziel erreichen. Weitere Aufträge befinden sich in der Pipeline, womit auch in diesem Bereich mit einer dynamischen Entwicklung zu rechnen ist.

Konservativ haben wir zunächst die konkreten Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2014-2016 unverändert gelassen und orientieren uns damit weiterhin an der Unternehmens-Guidance. Bei erwarteten Umsatzerlösen in Höhe von 172,52 Mio. € (GJ 2014e), 207,00 Mio. € (GJ 2015e) sowie von 238,05 Mio. € (GJ 2016e) rechnen wir mit einer sukzessiven, leichten Verbesserung der Rentabilität. Die weitere Realisierung von Skaleneffekten sowie die zunehmende Bedeutung des margenstarken Bauträgersegments sollten sich in einem Anstieg der EBIT-Marge auf 7,4 % (GJ 2014e), 7,6 % (GJ 2015e) sowie auf 7,8 % (GJ 2016e) wiederfinden.

Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Unternehmenswert für das Geschäftsjahresende 2015 in Höhe von 35,40 € (bisher: 33,00 €) ermittelt. Die Kurszielerhöhung ist insbesondere auf die Prolongation des Kurzzielzeitraums auf das GJ-Ende 2015 (bisher: GJ-Ende 2014) zurückzuführen. Angesichts der hohen Kurspotenziale vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

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 | 8,5% | ewige EBITA - Marge | 7,8% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 7,0% | effektive Steuerquote im Endwert | 30,0% |
| Working Capital zu Umsatz | 30,0% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase | estimate | | | consistency | | | | | final Endwert |
|---------------------------------|----------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| | GJ 14e | GJ 15e | GJ 16e | GJ 17e | GJ 18e | GJ 19e | GJ 20e | GJ 21e | |
| in Mio. EUR | | | | | | | | | |
| Umsatz (US) | 172,52 | 207,00 | 238,05 | 249,95 | 262,45 | 275,57 | 289,35 | 303,82 | |
| US Veränderung | 25,0% | 20,0% | 15,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 3,0% |
| 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 | 21,35 | 22,41 | 23,53 | 24,71 | 25,95 | |
| 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 | 19,47 | 20,44 | 21,47 | 22,54 | 23,67 | |
| 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 | -5,84 | -6,13 | -6,44 | -6,76 | -7,10 | |
| zu EBITA | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| EBI (NOPLAT) | 8,97 | 10,96 | 12,98 | 13,63 | 14,31 | 15,03 | 15,78 | 16,57 | |
| Kapitalrendite | 9,2% | 11,0% | 13,1% | 13,4% | 13,8% | 13,8% | 13,8% | 13,8% | 13,6% |
| Working Capital (WC) | 80,00 | 75,00 | 75,00 | 74,99 | 78,74 | 82,67 | 86,81 | 91,15 | |
| WC zu Umsatz | 46,4% | 36,2% | 31,5% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | |
| Investitionen in WC | 1,42 | 5,00 | 0,00 | 0,01 | -3,75 | -3,94 | -4,13 | -4,34 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 20,00 | 24,00 | 27,00 | 28,35 | 29,77 | 31,26 | 32,82 | 34,46 | |
| AFA auf OAV | -1,55 | -1,50 | -1,80 | -1,88 | -1,97 | -2,07 | -2,17 | -2,28 | |
| AFA zu OAV | 7,8% | 6,3% | 6,7% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | |
| Investitionen in OAV | -5,08 | -5,50 | -4,80 | -3,23 | -3,39 | -3,56 | -3,74 | -3,92 | |
| Investiertes Kapital | 100,00 | 99,00 | 102,00 | 103,34 | 108,50 | 113,93 | 119,62 | 125,61 | |
| EBITDA | 14,36 | 17,15 | 20,34 | 21,35 | 22,41 | 23,53 | 24,71 | 25,95 | |
| Steuern auf EBITA | -3,84 | -4,70 | -5,56 | -5,84 | -6,13 | -6,44 | -6,76 | -7,10 | |
| Investitionen gesamt | -3,66 | -0,50 | -4,80 | -3,21 | -7,14 | -7,49 | -7,87 | -8,26 | |
| Investitionen in OAV | -5,08 | -5,50 | -4,80 | -3,23 | -3,39 | -3,56 | -3,74 | -3,92 | |
| Investitionen in WC | 1,42 | 5,00 | 0,00 | 0,01 | -3,75 | -3,94 | -4,13 | -4,34 | |
| Investitionen in Goodwill | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | 6,85 | 11,96 | 9,98 | 12,29 | 9,14 | 9,60 | 10,08 | 10,58 | 218,57 |

| | | |
|-------------------------------------|--------|--------------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 172,16 | 175,84 |
| Barwert expliziter FCFs | 53,23 | 46,11 |
| Barwert des Continuing Value | 118,93 | 129,73 |
| Nettoschulden (Net debt) | 61,90 | 54,89 |
| Wert des Eigenkapitals | 110,26 | 120,95 |
| Fremde Gewinnanteile | -0,21 | -0,23 |
| Wert des Aktienkapitals | 110,05 | 120,72 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 3,41 | 3,41 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 32,27 | 35,40 |

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% |
| 13,1% | 38,92 | 36,12 | 33,60 | 31,34 | 29,28 |
| 13,3% | 39,95 | 37,08 | 34,50 | 32,18 | 30,07 |
| 13,6% | 40,98 | 38,04 | 35,40 | 33,02 | 30,86 |
| 13,8% | 42,01 | 39,00 | 36,30 | 33,86 | 31,66 |
| 14,1% | 43,05 | 39,96 | 37,20 | 34,71 | 32,45 |

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)
§ 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 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.

§ 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, CFA, 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