

# Deutsche Eigenheim Union AG

7. März 2022



## Basisstudie

Analyst

Dr. Roger Becker, CEFA  
+49 69 71 91 838-46  
roger.becker@bankm.de

Bewertungsergebnis

**KAUFEN**

Aufnahme der Coverage

Fairer Wert

**€ 1,24**

Find BankM Research on Bloomberg, CapitalIQ, Factset, ResearchPool, Thomson Reuters, vwd and www.BankM.de

## Traum vom Eigenheim bezahlbar

Die Deutsche Eigenheim Union AG (DEU) ist ein Projektentwickler aus Berlin und fokussiert sich auf den Bau von kostengünstigen Einfamilienhäusern im Berliner Umland. Dabei deckt das Unternehmen alle Wertschöpfungsstufen, von der Planung über den Bau bis hin zur schlüsselfertigen Übergabe, ab.

Im von hohen Immobilienpreisen geprägten Berlin erschließt die DEU unter Einsatz von kostensparenden Methoden ein Marktsegment, das jenen Teil der Bevölkerung anspricht, der auf der Suche nach Eigenheimen von hoher Qualität und günstigen Anbindungen zur Hauptstadt ist, ohne unverhältnismäßig hohe Kaufsummen zahlen müssen. Selbst unter Berücksichtigung des aktuell anziehenden Zinsniveaus dürfte sich die Nachfrage weitgehend unelastisch verhalten, da unseres Erachtens der günstige Anschaffungspreis die Nachteile eines gemäßigten Zinsanstiegs im Rahmen der Finanzierung überkompensieren dürften.

Mit einem Anstieg von 1.826 €/m<sup>2</sup> im Jahr 2012 auf 5.275 €/m<sup>2</sup> im Jahr 2021 nahm der durchschnittliche Kaufpreis eines Berliner Ein- bzw. Zweifamilienhauses um knapp 189% zu.

Die Attraktivität der durch die DEU hergestellten Einfamilien- und Doppelhäuser resultiert im Wesentlichen aus hoher Qualität und attraktiver Ausstattung der Häuser in Verbindung mit der Preisführerschaft in der Metropolregion Berlin-Brandenburg. Es bestehen Einkaufsvorteile aufgrund hoher Einkaufsmengen. Benötigte Baustoffe werden bereits vor Baubeginn eingelagert; Preissicherheit und Verfügbarkeit wird hierdurch gewährleistet. Baufertige Grundstücke sind für 2022/23 bereits erworben. Im Grundstücksankauf besteht jederzeit eine Pipeline für mehr als 100 Wohneinheiten. Grundstücke werden vorzugsweise just-in-time eingekauft, um die Kapitalbindung zu optimieren.

Die Sicherung der Liquidität erfolgt maßgeblich durch zu leistende, treuhänderisch hinterlegte, Anzahlungen seitens Kunden mit adäquater Bonität. Im laufenden Geschäftsjahr rechnen wir – auf Basis der Projekt-Pipeline – mit dem operativen break-even. Mit einer schlanken Personalausstattung (aktuell 12 Mitarbeiter) sollte es der Gesellschaft gelingen, mittelfristig eine EBIT-Marge um die 20% zu erwirtschaften.

**Unsere zu gleichen Teilen gewichtete DCF-Analyse und Peer Group-Analyse ergibt einen Fairen Wert von € 1,24 pro Aktie. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus resultiert unser Rating „Kaufen“.**

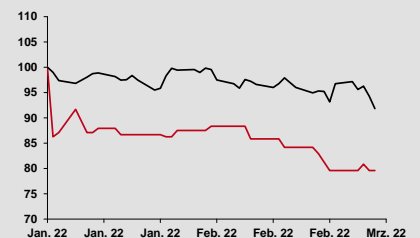
## Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBT	Netto- ergebnis	EPS (€)	EBIT- Marge	Netto- Marge
2020a	0,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,02	neg.	neg.
2021e	4,8	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,01	neg.	neg.
2022e	18,9	3,6	3,6	3,3	2,5	0,07	18,8%	13,1%
2023e	29,3	6,2	6,2	6,0	4,4	0,12	21,2%	15,2%
2024e	32,2	7,1	7,1	6,9	5,1	0,14	22,1%	15,9%

Quelle: BankM-Research

Branche	Immobilien
WKN	AOSTWH
ISIN	DE000AOSTWH9
Bloomberg/Reuters	JZ6 GY/JZ6.DE
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31. Dezember
GB 2021	Juni 2022
Marktsegment	Open Market
Transparenzlevel	Basic Board

Finanzkennzahlen	2022e	2023e	2024e	2025e
EV/Umsatz	1,82	1,18	1,07	0,98
EV/EBITDA	9,69	5,56	4,86	4,48
EV/EBIT	9,72	5,57	4,86	4,49
P/E	13,90	7,75	6,73	6,20
Preis/Buchwert	0,93	0,83	0,74	0,66
Preis/FCF	6,75	5,39	5,98	5,56
ROE (in %)	6,91	11,31	11,60	11,24
Anzahl Aktien (in Mio.)				36,05
Marktkap. / EV (in € Mio.)				34,43 / 34,55
Free float (in %)				30,0
Ø tägl. Handelsvol. (in T€)				3,8
12M hoch/tief (in €; Schluss)				1,20 / 0,96
Kurs 4.3.2022 (in €; Schluss)				0,96
Performance absolut (in %)	1M	6M	12M	
		-9,9	n.a.	n.a.
relativ (in %)		-4,4	n.a.	n.a.
			Daxsubsec.	
Vergleichsindex				All Real Estate Perf.



Deutsche Eigenheim Union AG (XETRA; rot/hell) im Vergleich mit DAXsubsector All Real Estate Performance (schwarz)

QUELLE: BLOOMBERG

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist BankM AG, Frankfurt.

## Inhalt

<b>GESCHÄFTSMODELL UND INVESTITIONSKRITERIEN</b>	<b>3</b>
<b>SWOT-ANALYSE</b>	<b>4</b>
<b>UNTERNEHMENSPROFIL</b>	<b>5</b>
<b>Geschäftstätigkeit und Historie</b>	<b>5</b>
<b>Management</b>	<b>5</b>
<b>MARKT, MARKTUMFELD UND WETTBEWERB</b>	<b>6</b>
<b>Markt</b>	<b>6</b>
<b>Marktumfeld</b>	<b>10</b>
<b>Wettbewerb</b>	<b>10</b>
<b>ERTRAGS-, FINANZ- UND VERMÖGENSLAGE</b>	<b>11</b>
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>	<b>11</b>
<b>Kapitalflussrechnung</b>	<b>12</b>
<b>Bilanz</b>	<b>13</b>
<b>BEWERTUNG</b>	<b>14</b>
<b>DCF-Analyse</b>	<b>14</b>
<b>Peer Group-Analyse</b>	<b>16</b>
<b>Bewertungsfazit</b>	<b>16</b>
<b>ANHANG - BESCHREIBUNG DER PEER GROUP-UNTERNEHMEN</b>	<b>17</b>
<b>RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)</b>	<b>18</b>

## Geschäftsmodell und Investitionskriterien

Die Deutsche Eigenheim Union AG (DEU) operiert in einem von starkem Wachstum geprägten Markt, der von einem **Ungleichgewicht** zwischen Angebot und Bedarf an bezahlbarem Wohnraum gekennzeichnet ist. Als Hauptstadt und einem im Nordosten Deutschlands wichtigen Wirtschaftsstandort unterliegt Berlin **besonderen Dynamiken**, die den Wohnungsmarkt strapazieren.

Aufgrund des umkämpften Wohnungsmarkts in Berlin bietet es sich für Einwohner, die die Anbindung zur Hauptstadt aus beruflichen oder auch familiären Gründen nicht verlieren wollen, an, sich im **Berliner Umland** anzusiedeln. Wichtig ist hierbei, dass die verkehrstechnischen Voraussetzungen die Erreichbarkeit der Hauptstadt erlauben.

Unter Berücksichtigung dieser Voraussetzungen stößt die DEU genau in diese Lücke zwischen Angebot und Nachfrage und profitiert von ihren lokalen Kenntnissen und von einem belastbaren Netzwerk an kommunalen Entscheidungsträgern. Dies und die Tatsache, dass die DEU **stets Einheimische beim Vergabeprozess ihrer erstellten Eigenheime berücksichtigt**, erleichtert den Zugang zu Grundstücken.

Die **konsequente Standardisierung** erlaubt es der DEU, günstig zu produzieren, um damit die Endkundenpreise so zu gestalten, dass sich der Erwerb auch für den Normalbürger in **leistbaren Dimensionen** bewegt. Dies wird erreicht u.a. durch die räumliche Nähe und die historisch gewachsenen Beziehungen zu Lieferanten und Fachkräften.

Durch die günstige Produktionsweise und den guten Zugang zu Grundstücken erwarten wir in der Zukunft **attraktive Margen**, die einem stark wachsenden Markt gerecht werden. Die starke, kompetitive Nachfrage unter den Interessenten führt bereits jetzt zu einer hohen Kaufbereitschaft, die aktuell darin resultiert, dass alle im Bau befindlichen Projekte **mit Kaufverträgen unterlegt** sind. Die verbleibenden Wohneinheiten werden in Reservierungs-/Wartelisten geführt und nach Bonität der Interessenten abgearbeitet. Beides impliziert eine **solide Planbarkeit** der Erlöse.

Käufer, die einen Zuschlag für ein neues Eigenheim erhalten haben, zahlen bereits nach Baubeginn die Raten gemäß MaBV (Makler- und Bauträgerverordnung). Hieraus resultiert eine **hohe Verlässlichkeit hinsichtlich der Liquiditätsplanung** des Unternehmens (in unserem Bewertungsmodell gehen wir stichtagsbezogen von Vorauszahlungen i.H.v. 70% des Endpreises aus).

Die DEU hat für das laufende und das kommende Geschäftsjahr bereits Grundstücke gekauft. Die starke Pipeline für künftige Grundstücksankäufe gewährleistet das weitere Wachstum, wobei Just-in-time-Käufe die Kapitalbindung optimieren. Insgesamt erkennen wir, nicht zuletzt, weil es sich aufgrund der Marktlage bei Eigenheimen um ein Segment handelt, dem auch zukünftig eine hohe Relevanz beizumessen ist, ein deutliches Wachstumspotenzial.

Die Gesellschaft wird daher ihre Strategie darauf ausrichten, auch mittel- und langfristig Grundstücke zu attraktiven Konditionen zu erwerben, um ihre **Marktanteile auszubauen und Skaleneffekte zur weiteren Preisführerschaft und Steigerung der Profitabilität** zu nutzen.

In der Summe der beschriebenen Potenziale baut die DEU auf ein nachhaltig erfolgreiches Geschäftsmodell.

**Strapazierter  
Wohnungsmarkt**

**Lokale Kenntnis,  
Netzwerk und  
Standardisierung**

**Solide Planbarkeit von  
Umsatz und Liquidität**

**Voraussetzungen für  
künftiges Wachstum**

## SWOT-Analyse

### Stärken

- Erfahrenes Management mit tiefgehender Branchenexpertise
- Langfristig planbare Vereinbarungen mit Lieferanten
- Regionale Nähe zu Lieferanten
- Günstige Produktion (Einkaufsvorteile durch große Abnahmemengen) und die konsequente Standardisierung der Bauweise führen zur Preisführerschaft in der Region
- Starke Ankaufspipeline an Grundstücken

### Schwächen

- Aktueller Fokus auf das Berliner Umland reduziert das geografische Diversifikationspotenzial
- Bislang nicht profitabel; positives Ergebnis erst ab 2022 erwartet

### Chancen

- Steigende Nachfrage nach Wohnraum
- Steigende Miet- und Baukosten in Berlin erhöhen die Attraktivität von Eigentum im Berliner Umland
- Geschäftstätigkeit (bisher nur im Berliner Umland) als Blaupause für weitere Regionen
- Globalverkäufe (gebündelter Verkauf von mehreren Wohneinheiten an z.B. Vermögensverwalter)
- Ausbau der Produktlinie „Haus auf Ihrem Grundstück“

### Risiken

- Zunehmender Wettbewerb aufgrund der zukünftig weiter steigenden Attraktivität des Berliner Umlands mit potenziell negativen Folgen für das Unternehmen
- Verknappung (und damit Verteuerung) von Handwerkern und Bauarbeitern
- Möglicher Anstieg der Materialkosten
- Änderung des regulatorischen Rahmens, der zu verschärften Auflagen und damit Verzögerungen führen kann
- Starker Anstieg des Zinsniveaus könnte die Nachfrage dämpfen

## Unternehmensprofil

### Geschäftstätigkeit und Historie

Die Deutsche Eigenheim Union errichtet bezahlbare Eigenheime im Berliner Umland. Dabei nutzt sie ein breites Netzwerk an kommunalen Entscheidungsträgern und arbeitet dabei zusammen mit zuverlässigen Dienstleistern und Handwerkern.

Die Unternehmensstruktur gliedert sich in einzelne Projektgesellschaften, die für die Realisierung der jeweiligen Wohnbauprojekte operativ zuständig sind. Die Projekte bestehen dabei aus etwa 10 – 100 Wohneinheiten. Der „Claim“ der Bezahlbarkeit manifestiert sich in Endverkaufspreisen von unter € 250.000 bis zu € 320.000 für eine Doppel- oder Reiheneinheit inklusive Grundstück.

Im September 2021 wurde die Eigenheim Union 1898 AG mit einer Bewertung von € 36 Mio. in die Deutsche Eigenheim Union AG gegen Ausgabe von 36 Mio. Aktien eingebracht. Die Aktie ist am Primärmarkt der Börse Düsseldorf notiert. Ebenso ist die Aktie unter anderem auf XETRA handelbar.

### Management

Die Vorstandsmitglieder der Deutsche Eigenheim Union AG haben alle mehrjährige Erfahrung im Immobiliensektor und waren in leitenden Funktionen bei einem börsennotierten Immobilienunternehmen in Berlin mit vergleichbarer Geschäftstätigkeit tätig.

**Dr. Christian Pahl** ist Kaufmann. Er absolvierte sein Studium der Betriebswirtschaftslehre und die Promotion in Finanzwissenschaften an der Universität Bayreuth. Als stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrates begleitete er langjährig das Wachstum eines börsennotierten Immobilienunternehmens in Berlin mit dem Schwerpunkt auf dem Bau bezahlbarer Eigenheime. Seit 2019 ist Herr Dr. Pahl für die Deutsche Eigenheim Union AG als Vorstandssprecher und CFO tätig.

**Thomas Zienterski** ist Kaufmann. Er absolvierte sein Studium der Betriebswirtschaftslehre in Berlin. Als Vorstandsmitglied verantwortete er das Wachstum eines börsennotierten Immobilienunternehmens in Berlin mit dem Schwerpunkt auf dem Bau bezahlbarer Eigenheime, bevor er 2019 in den Vorstand in der Funktion als COO der Deutsche Eigenheim Union AG eintrat.

**Vincent Busch** studierte Betriebswirtschaftslehre mit Schwerpunkt Marketing in Berlin. Als Leiter Einkauf und Verkauf leistete er einen wichtigen Beitrag für das Wachstum eines börsennotierten Immobilienunternehmens in Berlin mit dem Schwerpunkt auf dem Bau bezahlbarer Eigenheime, bevor er 2019 in den Vorstand der Deutsche Eigenheim Union AG als CSO (Chief Sales Officer) eintrat.

**Erfahrenes  
Management**

## Markt, Marktumfeld und Wettbewerb

### Markt

**Wachsende  
Bevölkerung in Berlin**

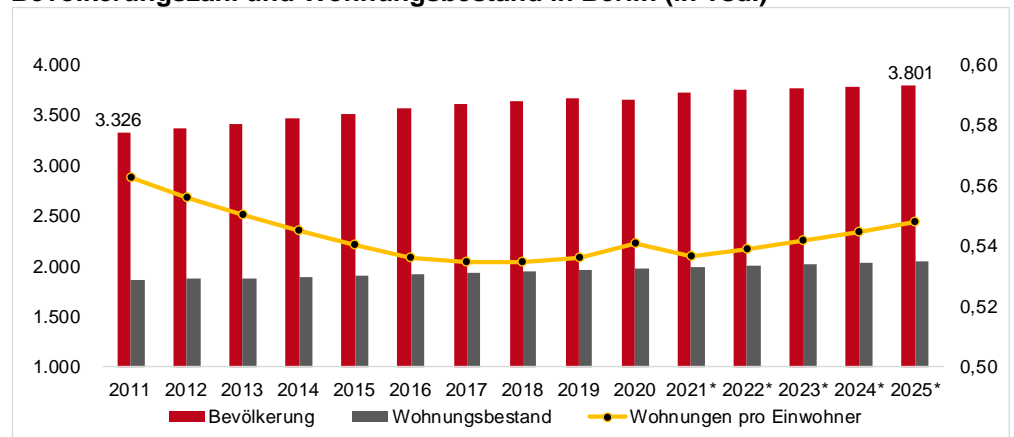
Die Deutsche Eigenheim Union konzentriert sich mit Blick auf die Standorte und Verkaufspreise ihrer Eigentümshäuser auf Marktsegmente, die aufgrund der aktuellen Entwicklung auf dem Immobilienmarkt in Berlin und im Umland von Wachstum geprägt sind und es voraussichtlich auch weiterhin sein werden.

Grundlage hierfür bildet ein positives Bevölkerungswachstum in Berlin und Brandenburg, wo im Jahr 2020 zusammengerechnet knapp 6,2 Millionen Einwohner lebten. Die beiden folgenden Abbildungen veranschaulichen die Veränderung der Berliner Bevölkerung in absoluten Zahlen und als Veränderungsrate zum Vorjahr, um sie der Veränderung des Wohnungsbestandes in Berlin von 2011 bis 2020 gegenüberzustellen.<sup>1</sup>

**Ressource  
„Wohnung“ wird  
knapper**

Zwischen 2011 und 2020 war ein Bevölkerungszuwachs in Berlin zu beobachten, der Prognosen zufolge auch noch in den kommenden Jahren anhalten wird. Bei der Gegenüberstellung der Gesamtzahl der Einwohner in Berlin zur Gesamtzahl von insgesamt bestehenden Wohnungen erkennt man, dass trotz einer (prognostizierten) Zunahme der Wohnungszahl im Jahr 2025 weniger Wohnungen (0,548) auf einen Einwohner kommen als es 2011 der Fall war (0,563).

### Bevölkerungszahl und Wohnungsbestand in Berlin (in Tsd.)



Quelle: BankM Research in Anlehnung an Statista (2021), Amt für Statistik Berlin-Brandenburg (2021), Statistisches Bundesamt (2019)

Bis 2018 wuchs die Berliner Bevölkerung stärker als der Wohnungsbestand. Erst zum Ende des Pandemiejahres 2020 kam es zu einer Umkehr dieses Trends, in welchem die Berliner Bevölkerung zum ersten Mal seit Jahren wieder schrumpfte. Der Einwohnerrückgang war aber lediglich bis zum zweiten Halbjahr 2021 zu

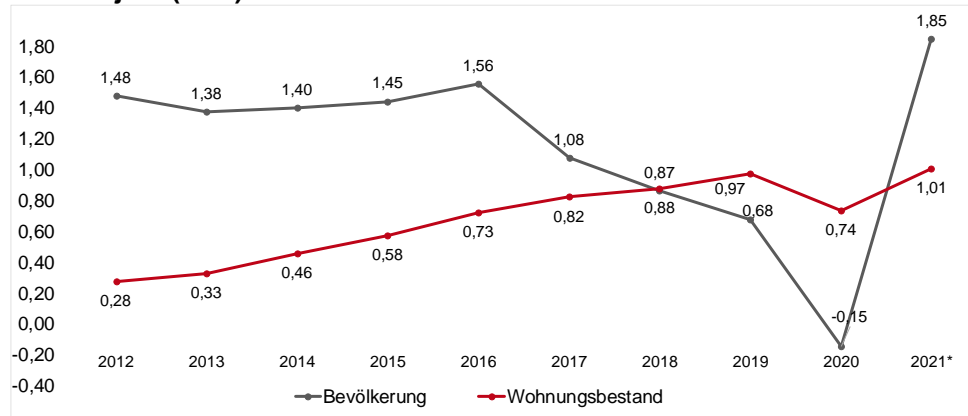
<sup>1</sup> Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Statista (2021): Anzahl der Wohnungen in Wohn- und Nichtwohngebäuden in Berlin in den Jahren von 1991 bis 2020, zuletzt abgerufen am 18.02.22 unter <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/259653/umfrage/wohnungsbestand-in-berlin/#professional> & Amt für Statistik Berlin-Brandenburg (2021): Bevölkerungsstand 2020, zuletzt abgerufen am 18.02.22 unter <https://www.statistik-berlin-brandenburg.de/bevoelkerung/demografie/bevoelkerungsstand> & Statistisches Bundesamt (2019): Künftige Bevölkerungsentwicklung in Deutschland, zuletzt abgerufen am 24.02.2022 unter [https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Bevoelkerung/Bevoelkerungsvorausberechnung/\\_inhalt.html](https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Bevoelkerung/Bevoelkerungsvorausberechnung/_inhalt.html)

\* Prognostizierte Werte: Die Anzahl der Wohnungen wurde annahmeweise pro Jahr um die Anzahl der vom Berliner Senat anvisierten Wohnungsneubauten von 20.000 Einheiten erhöht, die in ihrem Sondierungspapier vom 15.10.2021 genannt werden. Der Bevölkerungszahl wurde die Entwicklung mit einem moderaten Wanderungssaldo unterstellt.



beobachten, da in der Folge die Einwohnerzahl zum Ende von 2021 wieder deutlich über der von 2020 lag.<sup>2</sup>

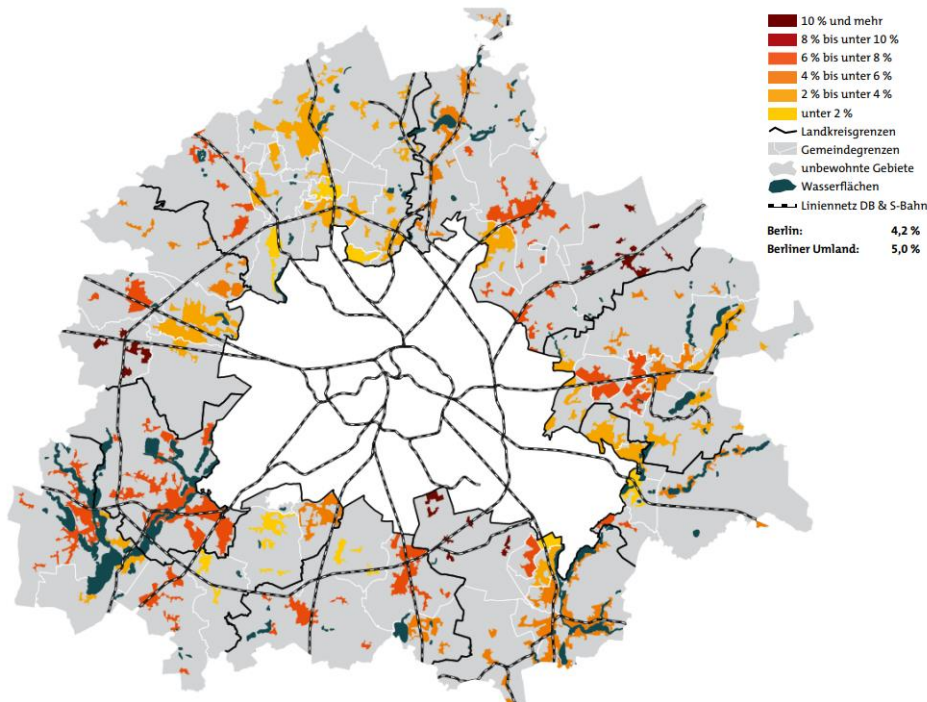
## Veränderung der Bevölkerungszahl und des Wohnungsbestands in Berlin zum Vorjahr (in %)



Quelle: BankM Research in Anlehnung an Statista (2021), Amt für Statistik Berlin-Brandenburg (2021), Statistisches Bundesamt (2019)

Die untenstehende Abbildung veranschaulicht die Bevölkerungswachstumsraten im Berliner Umland von 2015 bis 2019.<sup>3</sup> Zwar wächst die Bevölkerung in den einzelnen Regionen unterschiedlich stark, die Entwicklung der Bevölkerungszahl im Berliner Umland ist jedoch eindeutig positiv.

## Bevölkerungsentwicklung in den Berliner Umlandgemeinden 2015-2019



Quelle: Investitionsbank Berlin (2020)

Mit Blick auf die prognostizierte Entwicklung der Bevölkerungszahl in Berlin ist davon auszugehen, dass der generelle Trend des vergangenen Jahrzehnts hin zu einem Bevölkerungszuwachs unverändert bleiben wird. Die folgende Abbildung

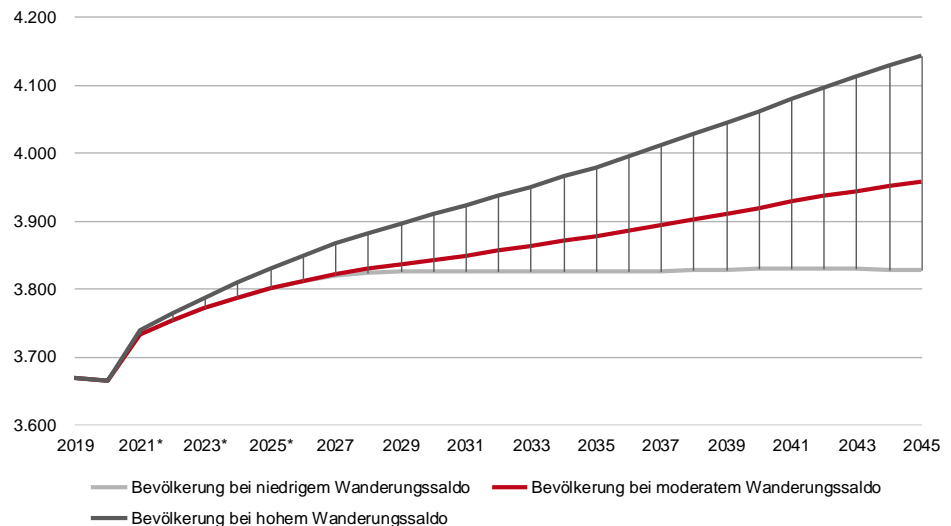
**Berlin bleibt auch in Zukunft attraktiv**

<sup>2</sup> Vgl. Amt für Statistik Berlin-Brandenburg (2022): Berlins Einwohnerzahl wächst im zweiten Halbjahr 2021 wieder - 5 500 mehr Berlinerinnen und Berliner im Vergleich zum Jahresende 2020, zuletzt abgerufen am 24.02.2022 unter <https://www.statistik-berlin-brandenburg.de/031-2022>

<sup>3</sup> Quelle: Investitionsbank Berlin (2020): IBB Wohnungsmarktbericht 2020, S.15.

illustriert, dass zwar verschiedene Faktoren (z.B. Trend zum Home Office) das Wanderungssaldo (Differenz aus Ein- und Auswanderungen) beeinflussen, jedoch auch langfristig ein weiterer Bevölkerungszuwachs in Berlin erwartet werden darf.<sup>4</sup>

## Prognostizierte Bevölkerungsentwicklung in Berlin (in Tsd.)



Quelle: BankM Research in Anlehnung an Amt für Statistik Berlin-Brandenburg (2021), Statistisches Bundesamt (2019)

## Steigende Nachfrage auf einem ohnehin angespannten Markt

Studien deuten auf ein positives Verhältnis zwischen dem Bevölkerungswachstum einer Region und den Immobilienpreisen in dieser Region hin.<sup>5</sup> Mit dem Anstieg der Bevölkerungszahl in Berlin wachsen dementsprechend die Immobilienpreise und mit ihnen die Nachfrage nach bezahlbarem Wohnraum.

Dies spiegelt sich aktuell in der Beurteilung des Berliner Immobilienmarktes durch Wohnungsmarktpexpertinnen und -experten wider, wonach die Nachfrage nach privaten Immobilien das Angebot bereits jetzt übersteigt und Berlin ein bezirksübergreifendes Angebotsdefizit attestiert wird. Insbesondere sei der Markt für Eigenheime angespannt, der im von Mietwohnungen geprägten Berlin ohnehin klein ist.<sup>6</sup> Daher steigt das Interesse, vermehrt im Umland von Berlin nach passenden Eigenheimen zu suchen.

Mit Blick auf Wohneigentum besteht nach derzeitiger Ansicht von Experten des Berliner Immobilienmarktes der stärkste Bedarf nach Eigentum im unteren und mittleren Preissegment.<sup>7</sup>

## Wohnen innerhalb Berlins wird kostspieliger

Steigende Miet- und Kaufpreise für Familienhäuser und Eigentumswohnungen in den vergangenen Jahren unterstreichen die zunehmende Anspannung auf dem Berliner Wohnungsmarkt. Die folgende Abbildung veranschaulicht diese Entwicklungen: Während die durchschnittlichen Mietpreise zwischen 2012 und

<sup>4</sup> Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Statistisches Bundesamt (2019): Künftige Bevölkerungsentwicklung in Deutschland, zuletzt abgerufen am 24.02.2022 unter [https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Bevoelkerung/Bevoelkerungsvorausberechnung/\\_inhalt.html](https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Bevoelkerung/Bevoelkerungsvorausberechnung/_inhalt.html)

<sup>5</sup> Vgl. u.a. He, L. & Xiaoxuan, L. (2021): Responses of Housing Price under Different Directions of Population Change: Evidence from China's Rust Belt, *Chinese Geographical Science*; Jud, G.D & Winkler, D.T. (2002): The Dynamics of Metropolitan Housing Prices, *The Journal of Real Estate Research* 23; Potepan, M.J. (1994): Intermetropolitan Migration and Housing Prices: Simultaneously Determined? *Journal of Housing Economics* 3.

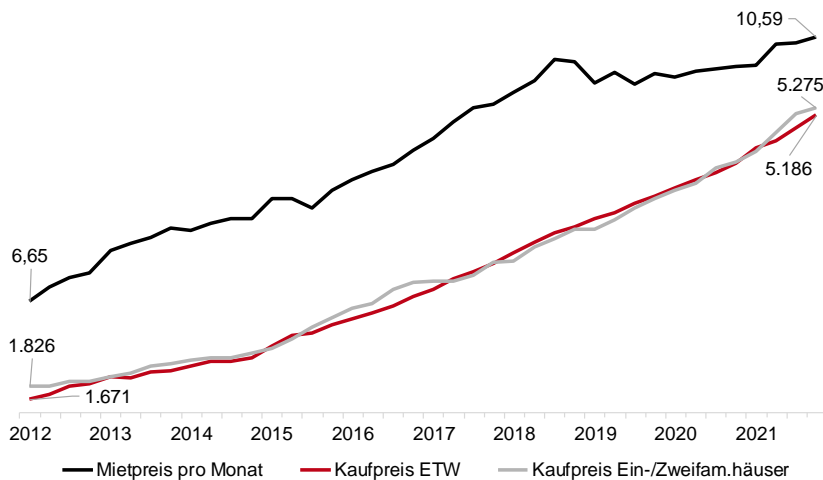
<sup>6</sup> Vgl. Investitionsbank Berlin (2021): IBB Wohnungsmarktbarometer 2021, S.8+9.

<sup>7</sup> Vgl. Investitionsbank Berlin (2021): IBB Wohnungsmarktbarometer 2021, S.14; Die IBB definiert als unteres Preissegment für Eigenheime einen Kaufpreis von bis unter 250.000€, das mittlere Preissegment von 250.000€ bis unter 500.000€.



2021 um etwas mehr als 59% wuchsen, wuchs der durchschnittliche Kaufpreis eines Ein- bzw. Zweifamilienhauses pro m<sup>2</sup> um knapp 189%, der durchschnittliche Kaufpreis einer Eigentumswohnung um 210%.<sup>8</sup>

## Miet- und Kaufpreise von privaten Immobilien in Berlin (in € pro m<sup>2</sup>)



Quelle: BankM Research in Anlehnung an Statista (2022) [nach empirica (2022)]

Das Berliner Umland profitiert in der Folge von den Verflechtungen mit dem Berliner Wohnungsmarkt. Die hohe Attraktivität des Berliner Umlandes zeigt sich auch in der Bevölkerungsentwicklung zwischen 2015 und 2019, die mit einem Zuwachs von 5,0% über dem Bevölkerungsanstieg der Bundeshauptstadt von 4,2% lag. In absoluten Zahlen wuchs das Berliner Umland zwischen 2015 und 2019 um 47.276 Einwohner. Beispielsweise verzeichnete im betrachteten Zeitraum die Gemeinde Schönefeld mit 14,7% den größten Bevölkerungszuwachs.<sup>9</sup>

Auf das Bevölkerungswachstum reagiert wiederum auch der Wohnungsmarkt in Städten des Berliner Umlandes. Um den Speckgürtel für potenzielle Anwohner noch attraktiver zu machen, werden Maßnahmen zur Verbesserung der Infrastruktur ergriffen. Ziel ist es unter anderem, das Umland noch besser an das Zentrum der Hauptstadt anzuschließen. Das Berliner Umland erfährt somit einen Aufschwung, was sich auch am Preisniveau bemerkbar macht. In Kleinmachnow, einer südwestlich von Berlin gelegenen Gemeinde mit knapp 20.000 Einwohnern, kostete 2018 ein Einfamilienhaus zwischen 439 T€ und 1.900 T€, der durchschnittliche Quadratmeterpreis lag bei 5.667 Euro pro Quadratmeter. Für ein Einfamilienhaus in Potsdam sind durchschnittlich über eine halbe Million Euro fällig. Besonders hoch ist die Nachfrage in den besseren Wohnlagen. Günstige Angebote sind nur noch in den von Berlin weiter entfernten Lagen wie Oranienburg, Wandlitz oder Strausberg zu finden.<sup>10</sup>

Doch auch in den weiter entfernten Lagen steigen die Preise. Beispielsweise hielten im Jahr 2020 gegenüber 2019 Kaufpreissteigerungen für Ein- und Zweifamilienhäuser in den bisher günstigsten Landkreisen wie Prignitz (+39%)

**Das Berliner Umland wächst...**

**... und damit auch die Eigenheimpreise.**

<sup>8</sup> Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Statista (2022), zuletzt abgerufen am 18.02.22 unter <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/535119/umfrage/mietpreise-auf-dem-wohnungsmarkt-in-berlin/> & <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/535562/umfrage/kaufpreis-fuer-ein-und-zweifamilienhaeuser-in-berlin/> & <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/553618/umfrage/kaufpreise-fuer-eigentumswohnungen-in-berlin/>

<sup>9</sup> Vgl. Investitionsbank Berlin (2020): IBB Wohnungsmarktbericht 2020, S.15.

<sup>10</sup> Vgl. Lehmann Immobilien Berlin (2019): Der Speckgürtel Berlins: Eine günstige Alternative?, zuletzt abgerufen am 16.02.2022 unter <https://lehmann-immobilien-berlin.de/speckguertel-berlin-guenstige-alternative/>

## Faktoren für einen attraktiven Markt

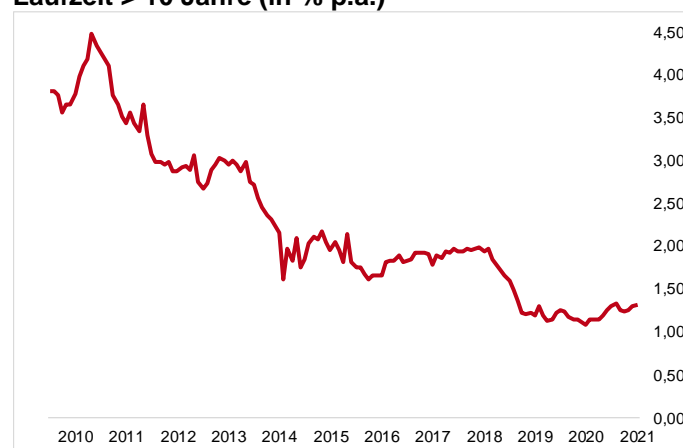
und Elbe-Elster (+25%) Einzug und stützen die Annahme, dass die Nachfrage nach Wohnen im weiteren Umland von Berlin immer attraktiver wird und sich nun auch auf bisher als wenig attraktiv betrachtete Regionen erstreckt.<sup>11</sup>

### Marktumfeld

Grundsätzlich ist die Entwicklung des Marktes für Eigenheime aus Sicht von Projektentwicklern als positiv zu bewerten. Verschiedene Faktoren bedingen eine hohe Nachfrage nach bezahlbaren Eigenheimen in attraktiven Lagen. Hierzu zählen deutschlandweit steigende Mietpreise, die weitreichende Einführung von Home-Office Regelungen aufgrund der Corona Pandemie, sowie der demographische Wandel, wonach das Durchschnittsalter der Bevölkerung steigt und ein zunehmender Anteil der Bevölkerung Bedarf für Eigenheime in Regionen entwickelt, in denen sich ihr Lebensmittelpunkt abspielt.

Die potenziellen Käufer sehen sich einem nicht ausreichenden Angebot an Eigenheimen ausgesetzt, obwohl das derzeitige Niedrigzinsniveau attraktive Konditionen bei der Kreditfinanzierung ermöglicht. Die untenstehende Abbildung illustriert den fallenden Effektivzinssatz von besicherten Wohnungsbaukrediten mit Laufzeiten von über 10 Jahren.<sup>12</sup> Selbst angesichts erwartbarer Zinssteigerungen dürfte die Eigenheimfinanzierung auch mittelfristig unter attraktiven Konditionen möglich bleiben.

### Effektivzinssätze besicherter Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit Laufzeit > 10 Jahre (in % p.a.)



Quelle: BankM Research in Anlehnung an Deutsche Bundesbank (2022)

### Wettbewerb

Im Marktumfeld der Deutschen Eigenheim Union identifizieren wir im DACH-Raum fünf Unternehmen mit einer vergleichbaren Geschäftstätigkeit im Bereich „Eigenheim“ (s. Peer Group-Analyse, von der wir aufgrund des IFRS 11 Accountings die CR Capital ausschließen). Mit dem Fokus der DEU AG auf den südlichen Bereich des Berliner Umlands operiert die Gesellschaft in einem noch stark wachsenden Markt, der derzeit nicht durch einen Verdrängungswettbewerb gekennzeichnet ist.

<sup>11</sup> Vgl. von Poll Immobilien (2021): Wohnen außerhalb der Metropole: Wo es sich im Berliner Umland noch lohnt, zuletzt abgerufen am 15.02.2022 unter <https://www.von-poll.com/de/unternehmen/medienbereich/presse/1513-wohnen-au%C3%9Ferhalb-der-metropolen-wo-es-sich-im-berliner-umland-noch-lohnt>

<sup>12</sup> Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Deutsche Bundesbank (2022): Wohnungsbaukredite an private Haushalte / Hypothekarkredite auf Wohngrundstücke, zuletzt abgerufen am 21.02.2022 unter <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/geld-und-kapitalmaerkte/zinssaetze-und-renditen/wohnungsbaukredite-an-private-haushalte-hypothekarkredite-auf-wohngrundstuecke-615036>

# Deutsche Eigenheim Union AG

7. März 2022

Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage - 11/19 -

## Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage

### Gewinn- und Verlustrechnung

Den für das Jahr 2021 erwarteten Umsatz realisiert die DEU aus der Übergabe von 16 Reihenhäusern in Freienbrink und von einem Bungalow in Friedersdorf. Die benötigten Grundstücke für die Jahre 2022 und 2023 wurden bereits akquiriert. Die für diese Jahre in der GuV berücksichtigten Wohneinheiten befinden sich ausnahmslos in brandenburgischen Gemeinden.

Mit dem geplanten Abschluss von Bauprojekten in Friedersdorf (30 Doppelhäuser), Diedersdorf (24 Doppelhäuser) und Klein-Eichholz (12 Doppelhäuser) im Jahr 2022 kann die DEU von einem im Vergleich zum Vorjahr starken Umsatzwachstum ausgehen. Bereits 16 Häuser für Kunden mit eigenem Grundstück („Haus auf Ihrem Grundstück“) befinden sich in der Bauvorbereitung.

Mit Blick auf die Anzahl der geplanten Wohneinheiten und damit auch auf den Umsatz, plant die DEU für 2023 mit einem erneuten Zuwachs im Vergleich zum Vorjahr. Von den 106 berücksichtigten Wohneinheiten wird entsprechend der Planung durch die DEU der Großteil in Freienbrink (80 Wohneinheiten) stehen, gefolgt von Gräbendorf (26 Wohneinheiten).

Im Grundstücksankauf besteht eine Pipeline von Grundstücken für mehr als 100 Wohneinheiten. Für den Umsatz im Jahr 2024 werden die **Grundstücke just-in-time** erworben, um die **Kapitalbindung zu optimieren**. Wir gehen aufgrund der steigenden Bevölkerungszahl sowie der steigenden Miet- und Kaufpreise in Berlin von einer zunehmenden Abwanderung ins Berliner Umland aus. Dies reflektieren wir in einer Umsatzwachstumsrate für 2024 von 10%, die wir graduell bis zum Terminal Value reduzieren (s. DCF-Modell).

Die Projekttochtergesellschaften sitzen in Schönefeld mit einem Effektivsteuersatz von 24,225%. Die Holdinggesellschaft genießt das Schachtelprivileg, wobei rund 30% von 5% des Ausschüttungsertrags von einer Tochtergesellschaft an Steuern anfallen. Unter der (modellhaften) Prämisse einer Vollausschüttung ermitteln wir somit einen effektiven Steuersatz von 25,725%.

**Mittelfristig  
gesicherter Zugang zu  
Grundstücken**

### Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2020a	2021e	2022e	2023e	2024e	4y - CAGR (%) 2020 -2024	9M 2021a
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>65</b>	<b>4.770</b>	<b>18.946</b>	<b>29.263</b>	<b>32.189</b>	<b>372,2</b>	<b>4.784</b>
<i>Wachstumsrate in %</i>	<i>0,0</i>	<i>7266,4</i>	<i>297,2</i>	<i>54,5</i>	<i>10,0</i>		<i>n.a.</i>
Bestandsveränderung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0
Sonstige betriebliche Erträge	69,7	29,0	29,0	29,0	29,0		26,3
<b>Gesamtleistung</b>	<b>134</b>	<b>4.799</b>	<b>18.975</b>	<b>29.292</b>	<b>32.218</b>	<b>293,5</b>	<b>4.810,2</b>
Materialaufwand	24	3.645	13.262	20.484	22.533	456,4	3.725
<i>% vom Umsatz</i>	<i>36,3</i>	<i>76,4</i>	<i>70,0</i>	<i>70,0</i>	<i>70,0</i>		<i>77,9</i>
<b>Rohergebnis I</b>	<b>111</b>	<b>1.154</b>	<b>5.713</b>	<b>8.808</b>	<b>9.686</b>	<b>205,7</b>	<b>1.085</b>
Personalaufwand	526	935	1.295	1.350	1.399	27,7	535
<i>% vom Umsatz</i>	<i>812,7</i>	<i>19,6</i>	<i>6,8</i>	<i>4,6</i>	<i>4,3</i>		<i>11,2</i>
<b>Rohergebnis II</b>	<b>-415</b>	<b>218</b>	<b>4.417</b>	<b>7.458</b>	<b>8.287</b>	<i>n.a.</i>	<b>550</b>
Sonstige betriebliche Aufwendungen	342	299	854	1.244	1.173		396
<i>% vom Umsatz</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,3</i>	<i>4,5</i>	<i>4,2</i>	<i>3,6</i>		<i>8,3</i>
<b>EBITDA</b>	<b>-758</b>	<b>-81</b>	<b>3.564</b>	<b>6.214</b>	<b>7.114</b>	<i>n.a.</i>	<b>154</b>
Abschreibungen	11	11	11	11	11		24
<b>EBIT</b>	<b>-768</b>	<b>-92</b>	<b>3.553</b>	<b>6.203</b>	<b>7.103</b>	<i>n.a.</i>	<b>130</b>
Zinserträge	1	0	0	0	0		0
Zinsaufwendungen	42	219	219	219	219		101
<b>Finanzergebnis</b>	<b>-41</b>	<b>-219</b>	<b>-219</b>	<b>-219</b>	<b>-219</b>		<b>-101</b>
<b>EBT</b>	<b>-809</b>	<b>-311</b>	<b>3.334</b>	<b>5.985</b>	<b>6.885</b>	<i>n.a.</i>	<b>30</b>
Ertragssteuern (Aufwand + / Ertrag -)	2	180	858	1.540	1.771		180
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>-811</b>	<b>-491</b>	<b>2.476</b>	<b>4.445</b>	<b>5.113</b>	<i>n.a.</i>	<b>-150</b>
Anzahl Aktien (in Tsd., Ø im Umlauf)	36.050	36.050	36.050	36.050	36.050		36.050
Ergebnis / Aktie (EPS)	-0,02	-0,01	0,07	0,12	0,14		0,00

Quelle: DEU (a), BankM Research (e)

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



# Deutsche Eigenheim Union AG

- 12/19 - Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage

7. März 2022

## GuV-Margen

Margen in % v. Umsatz	2020a	2021e	2022e	2023e	2024e	9M 2021a
Rohertragsmarge	171,3	24,2	30,2	30,1	30,1	22,7
EBITDA-Marge	neg.	neg.	18,8	21,2	22,1	3,2
EBIT-Marge	neg.	neg.	18,8	21,2	22,1	2,7
EBT-Marge	neg.	neg.	17,6	20,5	21,4	0,6
Nettomarge	neg.	neg.	13,1	15,2	15,9	neg.

Quelle: DEU (a), BankM Research (e)

## Liquidität durch Kundenanzahlungen

### Kapitalflussrechnung

Der operative Cash Flow speist sich im Wesentlichen aus dem Geschäftserfolg sowie im starken Maße aus den Veränderungen des Nettoumlaufvermögens. Letztere führen zu einem **Liquiditätszufluss**, der aus einem Übergewicht der von Kunden geleisteten Vorauszahlungen sowie der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen gegenüber den Vorräten resultiert.

Der Investitions-Cash Flow berücksichtigt Ausgaben für Büroausstattung, Software und IT.

Im vergangenen Geschäftsjahr hat die Gesellschaft zur Anschubfinanzierung einzelner Projekte Darlehen in Höhe von € 2,7 Mio. aufgenommen.

## Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2020a	2021e	2022e	2023e	2024e	9M 2021a
<b>Konzernergebnis</b>	<b>-811</b>	<b>-491</b>	<b>2.476</b>	<b>4.445</b>	<b>5.113</b>	<b>-150</b>
+ Abschreibung & Wertminderungen	11	11	11	11	11	24
+ Veränd. der Rückstellungen	69	255	0	0	0	173
<b>= Cash Earnings</b>	<b>-732</b>	<b>-225</b>	<b>2.487</b>	<b>4.456</b>	<b>5.124</b>	<b>46</b>
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	883	-1.903	-2.496	-1.817	-515	329
+ Finanzergebnis	41	219	219	219	219	101
+ Sonstiges	1.496	0	0	0	0	384
<b>= Operativer Cash Flow</b>	<b>-77</b>	<b>1.898</b>	<b>5.202</b>	<b>6.492</b>	<b>5.859</b>	<b>202</b>
- Investitionen in Anlagevermögen	40	106	100	100	100	80
<b>= Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-40</b>	<b>-106</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	<b>-80</b>
<b>= Freier Cash Flow</b>	<b>-117</b>	<b>1.791</b>	<b>5.102</b>	<b>6.392</b>	<b>5.759</b>	<b>122</b>
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0	0	0	0	0	0
+ Darlehen	952	2.700	0	0	0	1.345
- Finanzergebnis	41	219	219	219	219	101
- Sonstiges	0	-38	0	0	0	0
<b>= Finanzierungs-Cash Flow</b>	<b>911</b>	<b>2.519</b>	<b>-219</b>	<b>-219</b>	<b>-219</b>	<b>1.244</b>
<b>Zufluss Barmittel (+)/Abfluss Barmittel (-)</b>	<b>794</b>	<b>4.310</b>	<b>4.884</b>	<b>6.173</b>	<b>5.540</b>	<b>1.366</b>

Quelle: DEU (a), BankM Research (e)

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Deutsche Eigenheim Union AG

7. März 2022

Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage - 13/19 -

## Bilanz

Die Bilanz ist geprägt durch Positionen des Umlaufvermögens. Als Projektentwickler werden die im Bau befindlichen und abgeschlossenen Projekte, die noch nicht an die Käufer rechtlich übergeben sind, in den Vorräten geführt, gleichermaßen erfolgte Anzahlungen an Lieferanten. Die Forderungen sind relativ niedrig, da die Kunden Vorauszahlungen gemäß Makler- und Bauträgerverordnung in signifikanter Höhe leisten (wir gehen modellhaft von 70% des Verkaufspreises aus).

Der Firmenwert resultiert aus der Einbringung der Eigenheim Union 1898 AG. Dieser Wert wurde durch ein unabhängiges Wertgutachten ermittelt. Das übrige Anlagevermögen setzt sich aus Büroausstattung, Software und IT zusammen.

## Bilanz geprägt durch Umlaufvermögen

## Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2020a	2021e	2022e	2023e	2024e	9M 2021a
<b>Aktiva</b>						
<b>Anlagevermögen</b>	<b>35.769</b>	<b>35.865</b>	<b>35.954</b>	<b>36.043</b>	<b>36.132</b>	<b>35.842</b>
Immaterielle Vermögenswerte	9	57	102	146	191	8
Firmenwert	35.736	35.736	35.736	35.736	35.736	35.736
Sachanlagen	21	69	114	158	203	32
Sonstiges	3	3	3	3	3	66
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>5.964</b>	<b>11.785</b>	<b>36.405</b>	<b>56.943</b>	<b>66.556</b>	<b>6.065</b>
Vorräte u. geleistete Anzahlungen	5.031	6.540	25.980	40.129	44.142	3.695
Forderungen	99	100	397	614	675	108
Barmittel	812	5.122	10.005	16.178	21.717	2.178
Sonstiges	23	23	23	23	23	84
<b>Bilanzsumme</b>	<b>41.734</b>	<b>47.649</b>	<b>72.359</b>	<b>92.986</b>	<b>102.689</b>	<b>41.907</b>
<b>Passiva</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>35.067</b>	<b>34.614</b>	<b>37.090</b>	<b>41.535</b>	<b>46.649</b>	<b>34.954</b>
Gezeichnetes Kapital	36.050	36.050	36.050	36.050	36.050	36.050
Ausstehende Einlagen	-38	0	0	0	0	0
Kapitalrücklage	0	0	0	0	0	0
Gewinnrücklagen	-134	-945	-1.436	1.040	5.485	-945
Konzernbilanzgewinn	-811	-491	2.476	4.445	5.113	-150
<b>Rückstellungen</b>	<b>76</b>	<b>331</b>	<b>331</b>	<b>331</b>	<b>331</b>	<b>248</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>6.590</b>	<b>12.704</b>	<b>34.937</b>	<b>51.119</b>	<b>55.708</b>	<b>6.704</b>
Langfristig	0	0	0	0	0	0
ggü. Kreditinstituten	0	0	0	0	0	0
Sonstige	0	0	0	0	0	0
Kurzfristig	6.590	12.704	34.937	51.119	55.708	6.704
Lieferungen & Leistungen	249	4.142	16.452	25.411	27.952	90
Erhaltene Anzahlungen	3.818	3.339	13.262	20.484	22.533	2.321
ggü. Kreditinstituten	952	3.652	3.652	3.652	3.652	2.297
Sonstige	1.571	1.571	1.571	1.571	1.571	1.997
<b>Bilanzsumme</b>	<b>41.734</b>	<b>47.649</b>	<b>72.359</b>	<b>92.986</b>	<b>102.689</b>	<b>41.907</b>

Quelle: DEU (a), BankM Research (e)

## Bilanzrelationen

in % der Bilanzsumme	2020a	2021e	2022e	2023e	2024e	9M 2021a
Anlagevermögen	85,71	75,27	49,69	38,76	35,19	85,53
Umlaufvermögen	14,29	24,73	50,31	61,24	64,81	14,47
Eigenkapital	84,03	72,64	51,26	44,67	45,43	83,41
ges. Verbindlichkeiten	15,97	27,36	48,74	55,33	54,57	16,59
Langfristige Verbindlichkeiten	0,18	0,70	0,46	0,36	0,32	0,59
kurzfristige Verbindlichkeiten	15,79	26,66	48,28	54,98	54,25	16,00

Quelle: DEU (a), BankM Research (e)

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Bewertung

### DCF-Analyse

Zur Analyse der Freien Cash Flows haben wir ein 3-Phasen Modell angewandt:

Phase I	2021 – 2024 (kurzfristiger Planungshorizont)
Phase II	2025 – 2028 (mittelfristige Prognose)
Phase III	Terminal Value

### Diskussion zur Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten:

#### Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten

Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten orientieren wir uns an den laufzeitkongruenten Renditen für deutsche Bundesanleihen. Die erwartete Marktrendite repräsentieren wir durch den MSCI World als möglichst breit gestreutes Marktportfolio und kombinieren dies mit Empfehlungen aus der aktuellen Kapitalkostenstudie von KPMG (2021). Die Fremdkapitalkosten schätzen wir auf 6% und die Kapitalstruktur mit 10%/90% (Debt-to-Equity).

Zur Ermittlung des Beta-Faktors haben wir die Peer Group-Betas über den zurückliegenden 2-Jahreszeitraum einzeln ermittelt, delevered und anschließend mit der Zielkapitalstruktur (Debt-to-Equity) von 0,10 relevered. Als Ergebnis erhalten wir ein Beta von 1,16.

### Weitere Modellannahmen

Unsere Schätzungen für 2022 und 2023 basieren auf aktuellen Projekten, für die Grundstücke bereits erworben wurden. Aufgrund der steigenden Bevölkerungszahl sowie der steigenden Miet- und Kaufpreise gehen wir ab 2024 zunächst von einer Umsatzwachstumsrate von 10% aus, deren Dynamik wir exponentiell abnehmend modellieren (minus 10% p.a.). Im Terminal Value setzen wir konservativ eine ewige Wachstumsrate von 1% an. Als EBIT-Marge im Terminal Value übernehmen wir den Median der zuletzt berichteten Margen der Peer Group-Unternehmen (13,68%) und reduzieren ab der Phase II die Marge linear bis zum Erreichen der Ziel-Marge im TV. Als weitere wesentliche Modellannahme betrachten wir die Veränderungen des Nettoumlaufvermögens. Hier gehen wir aufgrund der Kundenvorauszahlungen, die wir mit 70% des Endpreises annehmen, von moderaten Forderungen aus. Gleichzeitig wachsen die Vorräte (Grundstücke sowie fertige und im Bau befindliche Wohneinheiten) quotall mit dem Umsatz.

Zur Erstellung unseres Bewertungsmodells haben wir uns folgender Quellen bedient:

- Geschäftsberichte
- Diskussionen mit dem Vorstand



# Deutsche Eigenheim Union AG

7. März 2022

Bewertung - 15/19 -

## DCF-Modell

in T€	2020a	Phase I				Phase II				Terminal Value
		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
	<b>Basis</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	
Wachstum		7266,4%	297,2%	54,5%	10,0%	9,0%	8,1%	7,3%	6,6%	1,0%
<b>Umsätze</b>	<b>65</b>	<b>4.770</b>	<b>18.946</b>	<b>29.263</b>	<b>32.189</b>	<b>35.086</b>	<b>37.928</b>	<b>40.693</b>	<b>43.363</b>	<b>43.797</b>
<b>EBIT</b>	<b>-768</b>	<b>-92</b>	<b>3.553</b>	<b>6.203</b>	<b>7.103</b>	<b>7.154</b>	<b>7.098</b>	<b>6.933</b>	<b>6.660</b>	<b>5.992</b>
- Steuern (ab '21 adaptierte Steuern auf EBIT)	2	180	858	1.540	1.771	1.923	2.070	2.210	2.343	1.541
+ Abschreibungen	11	11	11	11	11	11	11	11	11	100
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	69	255	0	0	0	0	0	0	0	0
- Veränd. Nettoumlaufvermögen	883	-1.903	-2.496	-1.817	-515	-510	-500	-487	-470	-76
+ andere Positionen	1.537	219	219	219	219	219	219	219	219	219
- Investitionen in Anlagevermögen	40	106	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>= Freier Cash Flow</b>	<b>-76</b>	<b>2.010</b>	<b>5.321</b>	<b>6.611</b>	<b>5.977</b>	<b>5.871</b>	<b>5.658</b>	<b>5.339</b>	<b>4.917</b>	<b>4.746</b>
Terminal Value										59.942
Diskontierungsfaktor	n.a.	0,91	0,82	0,74	0,68	0,61	0,56	0,50	0,46	0,46
Nettobarwert der Freien Cash Flows	n.a.	1.822	4.369	4.921	4.035	3.595	3.141	2.689	2.247	
Nettobarwert des Terminal Values										27.387
<b>Bewertung</b>		<b>Proportion of EV</b>								
Ergebnis Phase I u. II	26.819	49%								
+ Ergebnis aus dem Terminal Value	27.387	51%								
<b>= Unternehmenswert</b>	<b>54.206</b>									
- Nettoverschuldung (31.12.2020)	141									
<b>= Wert des Eigenkapitals</b>	<b>54.065</b>									
Anzahl Aktien (in Tsd.)	36.050									
<b>Fairer Wert pro Aktie</b>	<b>1,50</b>									

Quelle: DEU (a), BankM Research (e)

## Modellannahmen

	Source	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TV
Risikofreie Rendite*	Bloomberg	-0,69%	-0,73%	-0,59%	-0,49%	-0,37%	-0,35%	-0,29%	-0,23%	0,000%
Erwartete Marktrendite	Bloomberg / KPMG	9,41%	9,41%	9,41%	9,41%	9,41%	9,41%	9,41%	9,41%	9,41%
Marktrisikopämie	Bloomberg / KPMG	10,11%	10,14%	10,00%	9,90%	9,78%	9,76%	9,71%	9,64%	9,41%
relevered Peer Group-Beta	Bloomberg / BankM	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,00
<b>Eigenkapitalkosten</b>		<b>11,01%</b>	<b>11,01%</b>	<b>10,99%</b>	<b>10,98%</b>	<b>10,96%</b>	<b>10,95%</b>	<b>10,94%</b>	<b>10,93%</b>	<b>9,41%</b>
Zielgewichtung		90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
<b>Fremdkapitalkosten</b>		<b>6,00%</b>	<b>6,00%</b>	<b>6,00%</b>	<b>6,00%</b>	<b>6,00%</b>	<b>6,00%</b>	<b>6,00%</b>	<b>6,00%</b>	<b>6,00%</b>
Zielgewichtung		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Tax Shield		25,73%	25,73%	25,73%	25,73%	25,73%	25,73%	25,73%	25,73%	25,73%
<b>WACC</b>		<b>10,35%</b>	<b>10,36%</b>	<b>10,34%</b>	<b>10,32%</b>	<b>10,31%</b>	<b>10,30%</b>	<b>10,30%</b>	<b>10,29%</b>	<b>8,92%</b>

Quelle: Bloomberg, KPMG, BankM Research

## Sensitivitätsanalyse

		Cost of Capital in Terminal Value						
		5,00%	5,50%	6,00%	8,92%	9,00%	9,50%	10,00%
Growth rate Terminal Value	0,00%	1,93	1,82	1,73	1,41	1,40	1,37	1,34
	0,50%	2,07	1,94	1,83	1,45	1,44	1,41	1,37
	<b>1,00%</b>	2,24	2,08	1,94	<b>1,50</b>	1,49	1,45	1,41
	1,50%	2,47	2,25	2,08	1,55	1,55	1,50	1,45
	2,00%	2,76	2,47	2,26	1,62	1,61	1,55	1,50

		EBIT margin in Terminal Value						
		12,00%	12,50%	13,00%	13,68%	14,00%	14,50%	15,00%
Growth rate Terminal Value	0,00%	1,33	1,35	1,38	1,41	1,42	1,45	1,47
	0,50%	1,37	1,39	1,42	1,45	1,47	1,49	1,52
	<b>1,00%</b>	1,41	1,44	1,46	<b>1,50</b>	1,52	1,54	1,57
	1,50%	1,46	1,49	1,52	1,55	1,57	1,60	1,63
	2,00%	1,52	1,55	1,58	1,62	1,64	1,67	1,70

Quelle: Bloomberg, KPMG, BankM Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Deutsche Eigenheim Union AG

- 16/19 - Bewertung

7. März 2022

## Peer Group-Analyse

### Peer Group-Analyse

Peer Group	Mkt Cap	EV	EV/Umsatz		EV/EBITDA		EV/EBIT		PE	
	Vortag*	Vortag*	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Traumhaus AG	71	124	0,97	0,82	8,22	6,71	8,86	7,30	9,13	7,32
HELMA Eigenheimbau AG	224	419	1,15	1,07	11,66	10,28	12,66	11,04	9,97	8,67
UBM Development AG	285	941	2,74	2,89	11,72	10,62	13,18	11,11	6,88	6,00
Instone Real Estate Group SE	715	968	1,03	0,91	6,00	5,38	6,13	5,52	7,79	7,04
<b>Median**</b>	<b>254,35</b>	<b>679,95</b>	<b>1,09</b>	<b>0,99</b>	<b>9,94</b>	<b>8,49</b>	<b>10,76</b>	<b>9,17</b>	<b>8,46</b>	<b>7,18</b>
<i>Mittelwert (nachrichtlich)</i>	<i>323,81</i>	<i>613,11</i>	<i>1,47</i>	<i>1,42</i>	<i>9,40</i>	<i>8,25</i>	<i>10,21</i>	<i>8,74</i>	<i>8,44</i>	<i>7,26</i>
<b>DEU AG - op. Kennzahlen</b>	<b>34,43</b>	<b>34,55</b>	<b>Umsatz</b>		<b>EBITDA</b>		<b>EBIT</b>		<b>Nettoergebnis</b>	
			<b>18,95</b>	<b>29,26</b>	<b>3,56</b>	<b>6,21</b>	<b>3,55</b>	<b>6,20</b>	<b>2,48</b>	<b>4,44</b>

\* Schlusskurse vom Vortag; falls nicht vorhanden: aktuelle Kurse

\*\* Alle Werte, auch negative, wurden in der Ermittlung des Medians berücksichtigt, wobei negativen Werten die höchste Rangfolge zugeordnet wurde.

<b>Unternehmenswert</b>	<b>20,69</b>	<b>29,07</b>	<b>35,42</b>	<b>52,78</b>	<b>38,23</b>	<b>56,87</b>		
- Nettoverschuldung zum 30.9.2021	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>		
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>20,58</b>	<b>28,95</b>	<b>35,30</b>	<b>52,66</b>	<b>38,11</b>	<b>56,75</b>	<b>20,95</b>	<b>31,90</b>

Herleitung des Werts des Eigenkapitals	2022e	2023e
- basierend auf EV/Umsatz (€ Mio.)	20,58	28,95
- basierend auf EV/EBITDA (€ Mio.)	35,30	52,66
- basierend auf EV/EBIT (€ Mio.)	38,11	56,75
- basierend auf PE (€ Mio.)	20,95	31,90
<b>Mittelwert</b>	<b>28,74</b>	<b>42,57</b>
Anzahl Aktien (in Mio.)	36,05	36,05
<b>Preis/Aktie (€)</b>	<b>0,80</b>	<b>1,18</b>

Jahr	2022e	2023e
Impliziter Preis	0,80	1,18

## Bewertungsfazit

Das Wachstum ab 2024 ist geprägt durch die Ankaufspipeline für Grundstücke. Für mehr als 100 Wohneinheiten befinden sich stets Grundstücke in der Ankaufspipeline, wobei Grundstücke just-in-time angekauft werden. In unserer Bewertungslogik sind dies die wesentlichen Faktoren und Basis unserer Bewertungsmodelle und bilden damit eine Rationale für unsere Wachstumsannahmen.

**Fairer Wert pro Aktie:**  
**€ 1,24**

Unsere Fundamentalanalyse ergibt einen Wert von € 1,50, die Peer Group-Analyse auf Basis 2022 und 2023 im Mittel einen Wert von € 0,99. Zu gleichen Teilen gewichtet resultiert ein **Fairer Wert pro Aktie von € 1,24**. Angesichts des aktuellen Kurses von € 0,96 (Schlusskurs XETRA am 4.3.2022) ergibt dies ein Potential von 29%, womit wir unser Rating „Kaufen“ begründen.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Anhang - Beschreibung der Peer Group-Unternehmen

Vorbemerkung: Um die Vergleichbarkeit zwischen den Unternehmen der Peer Gruppe und der Deutschen Eigenheim Union zu wahren, befinden sich in der Peer Gruppe ausschließlich Unternehmen aus dem DACH-Raum.

Obwohl aus operativer Perspektive durchaus vergleichbar, haben wir die in Deutschland operierende CR Capital AG nicht in unserer Peer Group-Analyse berücksichtigt: Das Unternehmen bilanziert als Beteiligungsgesellschaft nach IFRS 11, d.h. die Projektgesellschaften werden im Finanzanlagevermögen zum Zeitwert bilanziert, was eine Vergleichbarkeit mit der Deutschen Eigenheim Union ausschließt.

### **Traumhaus AG (TRU GY, Deutschland)**

Die Traumhaus AG ist als Projektentwickler im Immobiliensektor tätig. Ihr Schwerpunkt liegt auf der Erstellung von Reihenhäusern und Mehrfamilienhäusern. Die Häuser werden in serieller Massivbauweise errichtet. Ihr Angebot richtet sich vorrangig an junge Familien. Das Unternehmen hat seinen Sitz in Wiesbaden.

### **HELMA Eigenheimbau AG (H5E GY, Deutschland)**

Die HELMA Eigenheimbau AG ist ein Baudienstleister und konzentriert sich auf die Entwicklung, die Planung, den Verkauf und die Bauleitung von individuell geplanten, schlüsselfertigen Ein- und Zweifamilienhäusern, welche in Massivbauweise auf den Grundstücken der Kunden gebaut werden. Des Weiteren befasst sich die HELMA Eigenheimbau AG mit der Entwicklung, der Planung und dem Verkauf von Ferienhäusern und -wohnungen, sowie Reihenhäusern und mehrgeschossigen Wohngebäuden. Darüber hinaus ist die HELMA Eigenheimbau AG im Maklergeschäft für Baufinanzierungen und Versicherungen tätig. Die HELMA Eigenheimbau AG wurde 1980 gegründet und hat ihren Sitz in Lehrte.

### **UBM Development (2U2 GR, Österreich)**

Die UBM Development AG ist gemeinsam mit ihren Tochtergesellschaften in der Entwicklung, Verwaltung und dem Verkauf von Immobilien in Deutschland, Österreich, Polen und anderen Märkten tätig. Das Immobilienportfolio umfasst Wohn-, Büro-, Hotel- und sonstige Immobilien. Darüber hinaus ist das Unternehmen im Bereich der Hotelvermietung tätig. Das Unternehmen war früher als „UBM Realitätenentwicklung Aktiengesellschaft“ bekannt und änderte im Mai 2015 seinen Namen in UBM Development AG. Die UBM Development AG wurde 1873 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Wien.

### **Instone Real Estate Group SE (INS GY, Deutschland)**

Die Instone Real Estate Group SE entwickelt Wohnimmobilien in Deutschland. Das Unternehmen entwickelt Wohnhäuser und Wohnanlagen sowie öffentlich geförderten Wohnraum, gestaltet moderne Stadtquartiere und saniert und renoviert denkmalgeschützte Gebäude. Sie bedient Eigennutzer, private Investoren und institutionelle Anleger. Zum 31. Dezember 2020 verfügte das Unternehmen über ein Portfolio von 52 Entwicklungsprojekten. Die Instone Real Estate Group SE wurde 1991 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Essen.

## Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

### A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

### B. Angaben gemäß § 85 WpHG und EU-Verordnung Nr. 596/2014 (MAR) sowie der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 958/2016 und der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 565/2017

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: BankM AG (BankM), Frankfurt.**

**Verfasser der vorliegenden Basisstudie: Dr. Roger Becker, CEFA, Analyst. Wir bedanken uns bei Fawad Popal für seine qualifizierte Unterstützung im Rahmen seines Praktikums.**

Die BankM unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist Deutsche Eigenheim Union AG.

**Hinweis über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:**

**Keine**

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten inhaltliche Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM AG (BankM) verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

**KAUFEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

**HALTEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen -15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

**VERKAUFEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als -15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:**

**7.03.2022, 13:30 Uhr (MEZ)**

**4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:**

**Schlusskurse vom 4.03.2022, 17:30 Uhr (MEZ)**

**5. Aktualisierungen:**

**Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM.**

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

**1. Der Geschäftserfolg von der BankM basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.**

**Die BankM (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM gebundene Vermittler der BankM, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen**

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden und haben aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß § 12 WpHG i.V.m. Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der BankM mit Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der BankM durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß Delegierte Verordnung (EU) Nr. 958/2016 Art. 6 Abs. 3 sind im Internet unter [http://www.bankm.de/webdyn/138\\_cs\\_Gesetzliche+Angaben.html](http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html) erhältlich.

## C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde von der BankM ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtigt werden, ohne dass die BankM für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM zurückzuführen sind.

Die BankM übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen.

Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

**This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.**

© 2022 BankM AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt. Alle Rechte vorbehalten.