



## Researchstudie (Anno)



DEUTSCHE EIGENHEIM  
UNION AG

- Projektpipeline umfasst 174 Objekte und ein Volumen von ca. 47,5 Mio. € -
- Fokus auf bezahlbaren und nachhaltigen Wohnbau -

**Kursziel: 1,30 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 21

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

## Deutsche Eigenheim Union AG\*5a;11

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 1,30 EUR**  
**(bisher: 1,50 EUR)**

aktueller Kurs: 0,25  
14.07.23 / XETRA / 17:36 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0STWH9  
WKN: A0STWH  
Börsenkürzel: JZ6  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 36,05  
Marketcap<sup>3</sup>: 9,01  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 13,27  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 30 %

Transparenzlevel:  
Freiverkehr  
Marktsegment:  
Primärmarkt Düsseldorf/Quota-  
tion Board Frankfurt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien  
Fokus: Errichtung bezahlbarer  
Ein- und Mehrfamilienhäuser

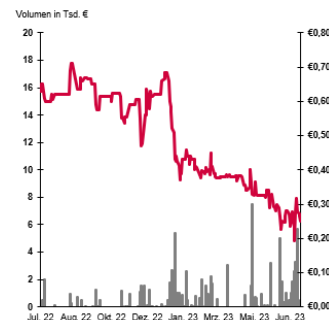
Mitarbeiter: 15 Stand: 30.06.2023

Gründung: 2007

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Thomas Zienterski, Vincent Busch,  
Christiane Köhler (geb. Bohm)

Die Deutsche Eigenheim Union AG fokussiert sich auf die Errichtung bezahlbaren Wohnraums im Ballungsraum Berlin-Brandenburg. Es werden Einfamilien-/ und Reihenhäuser auf eigenen Grundstücken sowie auch Häuser auf fremden Grundstücken errichtet. Im Vordergrund steht der Fokus ganz klar auf der preisgünstigen Errichtung von Eigenheimen, womit einerseits ein breiterer Käuferkreis erreicht wird und andererseits ein besserer Zugang zu Baugrundstücken möglich ist. Kunden der Deutsche Eigenheim Union AG können aus einer definierten Anzahl an standardisiert geplanten und errichteten Häusern auswählen und profitieren dabei von sehr günstigen Preisen, die im Durchschnitt unterhalb von 300.000 €/Haus liegen. Ein wichtiges Asset der von der Gesellschaft errichteten Objekten ist, neben dem ökonomischen Aspekt, die Fokussierung auf die ökologische Nachhaltigkeit. Zum Einsatz kommen standardmäßig effiziente Dämmstoffe sowie regenerative Heizsysteme, womit auch die Betriebskosten niedrig gehalten werden können.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	8,80	20,56	25,00	29,67
EBITDA	2,48	4,20	5,30	6,30
EBIT	2,35	4,05	5,10	6,10
Jahresüberschuss	2,11	3,00	3,80	4,20

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,06	0,08	0,11	0,12
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,51	0,65	0,53	0,45
EV/EBITDA	5,36	3,16	2,51	2,11
EV/EBIT	5,65	3,28	2,60	2,18
KGV	4,26	3,00	2,37	2,15

### Finanztermine

August 2023: Hauptversammlung  
27.11.-29.11.23: EK-Forum

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
02.06.2022/ RS / 1,50 EUR / KAUFEN  
23.02.2022: RS / 1,55 EUR / KAUFEN

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

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

## EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 hat die Deutsche Eigenheim Union AG planmäßig 24 Wohneinheiten des Projektes Diedersdorf fertiggestellt und an die Erwerber übergeben und damit den Vorjahreswert, in dem 16 Reihen- und Doppelhaushälften übergeben wurden, gesteigert. Aufgrund der damit umfangreicheren Projektrealisierung kletterten die Umsätze deutlich auf 8,80 Mio. € (VJ: 4,79 Mio. €). Neben der planmäßigen Projektrealisierung hat die Gesellschaft auch Fortschritte bei den anstehenden Projekten erzielt.
- Im Fokus der Gesellschaft steht dabei die Errichtung von Wohnimmobilien auf eigenen und auf fremden Grundstücken. Ein besonderer Aspekt liegt dabei auf der Errichtung bezahlbaren Wohnraums im Ballungsraum Berlin-Brandenburg, was durch eine standardisierte Bauweise sowie durch eine zentrale Materiallogistik über die Marke Baustoffe Union erreicht wird. Neben dem ökonomischen Aspekt steht auch die ökologische Nachhaltigkeit im Fokus. Zum Einsatz kommen standardmäßig effiziente Dämmstoffe sowie regenerative Heizsysteme, womit auch die Betriebskosten niedrig gehalten werden können.
- Der starke Umsatzanstieg hat zu einem ebenfalls starken Anstieg des EBIT auf 2,35 Mio. € (VJ: -0,31 Mio. €) geführt, auf dessen Basis erstmalig der Break-Even überschritten wurde. Ein Teil des Ergebnisses entstammt jedoch aus Fair Value-Zuschreibungen in Höhe von ca. 2,0 Mio. €, welche mit dem nun für den langfristigen Bestand geplanten Projekt Gräbendorf, zusammenhängen. Abzüglich des niedrigen Steueraufwands in Höhe von 0,02 Mio. € (VJ: 0,18 Mio. €) hat die Deutsche Eigenheim Union AG auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses mit 2,11 Mio. € (VJ: -0,63 Mio. €) den Break-Even übertroffen.
- Die Projektpipeline der Gesellschaft umfasst derzeit 144 Einheiten mit einem Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von etwa 39,5 Mio. €. Bei den derzeit beauftragten 32 Einzelobjekten ist von einem Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von rund 8,0 Mio. € auszugehen, so dass die Gesellschaft aktuell über ein gesichertes Umsatzvolumen von etwa 47,5 Mio. € verfügt. Unsere Prognosen der Geschäftsjahre 2023 bis 2025 bauen auf diese konkrete Pipeline auf, wir unterstellen aber auch, dass die Gesellschaft in den kommenden Geschäftsjahren weitere Projekte dazugewinnen sowie die Anzahl der errichteten Einzelobjekte steigern wird.
- Unsere Umsatzprognosen für 2023 in Höhe von 20,56 Mio. € sind durch die aktuelle Pipeline gut unterfüttert. Für die Prognosen der kommenden beiden Geschäftsjahre in Höhe von 25,00 Mio. € (GJ 2024) bzw. 29,67 Mio. € (GJ 2025) muss die Deutsche Eigenheim Union AG noch weitere Einzelobjekte gewinnen und die abgearbeiteten Projekte durch neue Projekte ersetzen. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir, analog zum Umsatzanstieg, mit einem Anstieg des EBIT auf 4,05 Mio. €. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir, bei einer nahezu konstanten Entwicklung der EBIT-Marge, mit einer Fortsetzung der EBIT-Steigerung.
- Im Rahmen unseres angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 1,30 € (bisher: 1,50 €) ermittelt. Neben der Überarbeitung unserer Schätzungen hat die Anhebung der gewichteten Kapitalkosten (WACC) zur Reduktion des Kursziels geführt. In der Anhebung des Diskontierungsfaktors sind sowohl ein höherer risikoloser Zinssatz als auch ein Anstieg der FK-Zinsen abgebildet. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>ESG</b> .....	<b>4</b>
Unternehmensspezifischer Beitrag zu den 17 UN-Nachhaltigkeitszielen.....	6
<b>Unternehmen</b> .....	<b>8</b>
Geschäftstätigkeit .....	8
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>10</b>
Entwicklung des Immobilienmarktes in Deutschland .....	10
Entwicklung des Immobilienmarktes in Berlin .....	10
<b>Historische Unternehmensentwicklung</b> .....	<b>12</b>
Zahlen im Überblick .....	12
Umsatz- und Ergebnisentwicklung Geschäftsjahr 2022.....	13
Bilanzkennzahlen zum 31.12.2022 .....	15
<b>Prognosen und Bewertung</b> .....	<b>16</b>
Umsatzprognosen 2023 - 2025 .....	16
Ergebnisprognosen 2023 – 2025 .....	17
Bewertung.....	19
Modellannahmen.....	19
Bestimmung der Kapitalkosten.....	19
Bewertungsergebnis.....	19
DCF-Modell.....	20
<b>Anhang</b> .....	<b>21</b>

## ESG

Das Thema Nachhaltigkeit hat in den letzten Jahren immens an Bedeutung gewonnen. Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren spielt bei Unternehmen eine immer größere Rolle, insbesondere um den nachhaltigen Unternehmenserfolg in Einklang mit den globalen Energie- und Klimazielen zu bringen. In diesem Zusammenhang fordern Investoren, Ratingagenturen und die Regulierer verstärkt, dass die ESG-Kapitalmarktcommunication der Unternehmen transparenter und umfassender wird. Der Trend hin zu nachhaltigen Investments läutet somit den Paradigmenwechsel der Finanzwirtschaft ein, indem zukünftig nicht nur Fundamentaldaten, sondern auch der Beitrag zu einer nachhaltigen Kreislaufwirtschaft einen wesentlichen Stellenwert einnehmen wird und somit nachhaltige Kapitalströme erzeugt werden.

Die gesetzlichen Rahmenwerke wie die EU-Taxonomie (European Green Deal) oder die Offenlegungsverordnung sollen als Richtungsweiser für eine nachhaltige Kreislaufwirtschaft dienen, um die global avisierten Nachhaltigkeitsziele erreichen zu können.

Neben dem regulatorischen Aspekt hat das Thema auf Management-Ebene eine weitere, nicht minder wichtige Dimension: Nachhaltigkeit und Transparenz spielen heute eine große Rolle für die Bewertung eines Unternehmens am Kapitalmarkt und sind ausschlaggebend für die Anlageentscheidungen institutioneller Investoren – sowohl bei Aktien als auch bei Bonds.

Vor diesem Hintergrund haben wir die **Deutsche Eigenheim Union AG** einem ESG/Nachhaltigkeitscheck auf Basis unseres standardisierten/proprietären Nachhaltigkeitsfragebogens unterzogen.

**ESG-Performance:** ESG-Aktivitäten des Unternehmens (auf Basis der Antworten aus dem Nachhaltigkeitsfragebogen)

### **E- Beitrag zum Umweltschutz**

- Regelmäßige Mitarbeiterschulungen zum Thema Umweltschutz zur Sensibilisierung der Belegschaft
- Besondere Energieeffizienzsysteme
- Wärmegewinnung durch den Einsatz erneuerbarer Energiequellen
- Kompensation nicht vermeidbarer CO<sub>2</sub>-Emissionen durch aktive Beteiligung an Renaturierungs- und Aufforstungsprojekten durch Pflanzung zahlreicher Obstbäume in der Region Berlin-Brandenburg

### **S – Maßnahmen für ein nachhaltiges Arbeitsumfeld und Personalförderung**

- Angebot kostenfreier Trainings-/ Schulungsmöglichkeiten wie Teambuilding-Maßnahmen, IT-Fortbildungen, duale Schulungsangebote oder Schulung der Softskills unter anderem zum Thema Nachhaltigkeit
- Kinderförderung im Rahmen eines Kindergartenzuschusses
- Gleitzeit/flexible Arbeitszeitgestaltung
- Teilzeitstellen für Mitarbeiter mit Kindern
- Altersvorsorge
- Zuschüsse zu öffentlichen Verkehrsmitteln
- Treueprämie
- Täglich kostenfreie Covid-19 Tests für alle Mitarbeiter

### **G – Unternehmensführung**

- Verbesserung des Umweltschutzes als Unternehmensziel
- Leistungsgerechte Vergütung der Beschäftigten
- Persönliches Engagement der leitenden Angestellten im sozialen und kulturellen Bereich
- Sponsoring & Spendenbeiträge zur Förderung von Kultur und sozialem Engagement
- ESG/Nachhaltigkeit als essenzieller Bestandteil der Unternehmenspolitik respektive Unternehmensphilosophie
- Konstante Durchführung von zukunftsweisenden Investitionen wie neue Technologien/Digitalisierung, Verbesserung von Produktionsprozessen, Mitarbeiter und Energieeffizienzsysteme

Die Deutsche Eigenheim Union AG agiert im Sektor nachhaltiges Bauen: konkret baut, respektive konstruiert die Gesellschaft bezugsfertige Häuser zu einem fairen Preis-Leistungs-Verhältnis unter dem Aspekt der Nachhaltigkeit und damit ESG-Konformität. Die Deutsche Eigenheim Union AG fungiert als etablierter Anbieter im Wohnungsbausegment. Der Fokus liegt hierbei auf der Realisierung von Haustypen wie Einfamilienhäusern, Doppelhaushälften und Reihenhäusern unter dem Gesichtspunkt des nachhaltigen Wirtschaftens in der Metropolregion Berlin-Brandenburg. Das Unternehmen schafft gezielt bezahlbaren, energieeffizienten und umweltbewussten Wohnraum. Die Berücksichtigung des Klimaschutzes, Förderung der energieeffizienten und ressourcenschonenden Prozessgestaltung untermauern die Ambitionen des Unternehmens, den Wohnungsbau im Sinne der Nachhaltigkeit zu realisieren.

## Unternehmensspezifischer Beitrag zu den 17 UN-Nachhaltigkeitszielen (SDG-Referenz)

Das Unternehmen leistet einen wesentlichen Beitrag zu den Zielen: 4, 5, 7, 8, 11, 12, 13 und 15. Dadurch trägt die Deutsche Eigenheim Union AG zu **11 von 17 UN-Nachhaltigkeitszielen** direkt/aktiv bei. Somit wird deutlich, dass die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten ein essenzieller Bestandteil des Geschäftsmodells darstellt und das Thema Nachhaltigkeit einen hohen Stellenwert bei den Geschäftsaktivitäten einnimmt.



### Auszug zum Beitrag zu den einzelnen Zielen



#### Sauberes Wasser und Sanitäreinrichtungen

Die Deutsche Eigenheim Union AG setzt sich bei der Konzeption der Wohnprojekte aktiv für eine effiziente Wassernutzung ein. Neben der Reduktion des Wasserverbrauchs auf den Baustellen werden auch wassersparende Armaturen und Sanitätseinrichtungen eingebaut, womit eine nachhaltige Senkung des Trinkwasserverbrauchs erreicht wird.



#### Bezahlbare und saubere Energie – „Zugang zu bezahlbarer, verlässi-cher, nachhaltiger und zeitgemäßer Energie für alle sichern“

Die Eigenheime der Deutsche Eigenheim Union AG bieten nicht nur einen ökonomischen Mehrwert (Stichwort: bezahlbarer Wohnraum), diese decken auch ökologische Aspekte ab. Bei allen Eigenheimen wird modernste Technik aus dem Bereich Wärme- und Lüftungstechnik verwendet. Die Eigenheime werden beispielweise mit effizienten Dämmstoffen und hochmodernen regenerativen Heizsystemen ausgestattet, wodurch beispielsweise Umgebungsluft für die Wärmegewinnung durch den Einsatz regenerativer Energiequellen genutzt wird. Somit werden die Bewohner unabhängig von fossilen Energieträgern und partizipieren langfristig von niedrigeren Energiekosten.



#### Menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum – „Dauerhaftes, inklusives und nachhaltiges Wirtschaftswachstum, produktive Vollbeschäftigung und menschenwürdige Arbeit für alle fördern“

Durch den ressourcenbewussten Einsatz von Rohstoffen respektive Baustoffen (Inputstoffe) beim Wohnungsbau leistet das Unternehmen nachhaltig einen Beitrag zur Gesamtwirtschaftsleistung und schafft Arbeitsplätze und Strukturen ohne übermäßigen Ressourcenkonsum.



### **Nachhaltige Städte und Gemeinden – „Städte und Siedlungen inklusiv, sicher, widerstandsfähig und nachhaltig machen“**

Durch das Konzept des nachhaltigen und bezahlbaren Wohnungsbaus schafft das Unternehmen für eine Vielzahl an Menschen Zugang zu angemessenem und zugleich bezahlbarem Wohnungsraum in der Metropolregion Berlin-Brandenburg.



### **Nachhaltiger Konsum und Produktion – „Für nachhaltige Konsum- und Produktionsmuster sorgen“**

Green/Sustainability Thinking: Die Einsparung von Ressourcen und ein nachhaltigkeitsorientiertes Beschaffungsmanagement spielt beim Unternehmen eine essenzielle Rolle. Denn die Deutsche Eigenheim Union AG bezieht vorzugsweise die Inputstoffe & Dienstleistungen in Verbindungen mit dem Bau der Eigenheime von regionalen Lieferanten/Zulieferern.

**GBC Nachhaltigkeitsfazit:** Die Zielsetzung im Rahmen der Nachhaltigkeitsstrategie der Deutsche Eigenheim Union AG besteht darin, seinen Kunden nicht nur ökonomisch, sondern auch ökologisch und auf sozialer Ebene einen Mehrwert zu bieten. Denn durch den Einsatz energieeffizienter Dämmstoffe und den Einsatz nachhaltiger Materialien beim Wohnungsbau wird der CO<sub>2</sub>-Footprint durch die Nutzung von Eigenheimen der Deutsche Eigenheim Union AG deutlich verbessert und ein wesentlicher Beitrag zum Klimaschutz und zur Kreislaufwirtschaft geleistet.

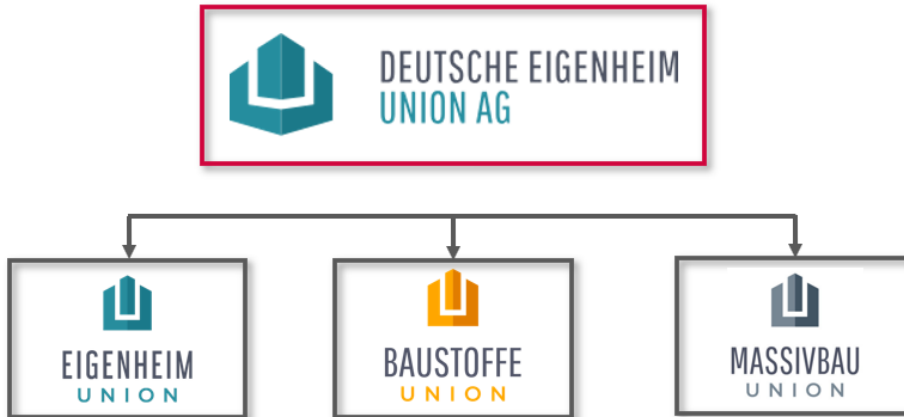
Durch die Nutzung regenerativer Energiequellen sind die Eigenheime der Deutsche Eigenheim Union AG nach dem Prinzip der Nachhaltigkeit konzipiert, indem saubere Energie verwendet wird und in diesem Zusammenhang die Energieeffizienzgrade einen wesentlichen Beitrag zu mehr Nachhaltigkeit beim Wohnungsbau leisten (Nachhaltigkeits-Impact).

Zusammenfassend adressiert das Unternehmen insgesamt 11 der 17 UNESCO Nachhaltigkeitsziele und leistet somit einen aktiven Beitrag zur Erreichung dieser Nachhaltigkeitsziele. Dadurch ist ein Investment in ein nachhaltig agierendes Unternehmen sichergestellt und eignet sich somit ideal für ein nachhaltigkeitsorientiertes (ESG-konformes) Portfolio. Neben einem ökonomischen Return generiert die Deutsche Eigenheim Union AG auch aktiv einen sozialen und ökologischen Mehrwert und stellt somit ein gutes ESG-Investment dar.



## UNTERNEHMEN

### Geschäftstätigkeit



Quelle: Deutsche Eigenheim Union AG; GBC AG

Die Geschäftstätigkeit der Deutsche Eigenheim Union AG ist in drei Teilbereiche unterteilt, welche jeweils von einer Konzerngesellschaft repräsentiert werden.

Unter der Marke **Eigenheim Union** sind die Baurägerprojekte des Konzerns gebündelt. Auf eigenen Grundstücken werden Einfamilien- und Reihenhäuser errichtet. Dabei wird das gesamte Dienstleistungsspektrum abgedeckt. Grundstücke werden erworben, baurechtsreif entwickelt und nach der Baurechtsschaffung werden die geplanten Einheiten veräußert und anschließend errichtet. Zu den Kunden der Gesellschaft gehören in der Regel Eigennutzer aber auch Kapitalanleger. Ein besonderer Fokus der Gesellschaft liegt auf der Errichtung bezahlbaren Wohnraums im Ballungsraum Berlin-Brandenburg. Im abgelaufenen Geschäftsjahr lagen die durchschnittlichen Verkaufspreise der veräußerten Objekte bei 288.000 € und damit sichtbar unterhalb der 300.000 €-Marke.

Ein wichtiges Asset der von der Gesellschaft errichteten Objekte ist, neben dem ökonomischen Aspekt, die Fokussierung auf die ökologische Nachhaltigkeit. Zum Einsatz kommen standardmäßig effiziente Dämmstoffe sowie regenerative Heizsysteme, womit auch die Betriebskosten niedrig gehalten werden können. Belegt wird dies auch durch die Mitgliedschaft der Deutsche Eigenheim Union AG in den DGNB (Deutsche Gesellschaft für Nachhaltiges Bauen e.V.). Die DGNB ist ein in 2007 gegründeter Verein, der sich für gute Gebäude und lebenswerte Quartiere einsetzt.



Möglich werden die konkurrenzfähigen Preisniveaus über einen hohen Standardisierungsgrad der Objekte, womit eine gute Planbarkeit und Einsparungen bei den Materialkosten erreicht werden können. Bei der Objekterrichtung greift die Gesellschaft dabei grundsätzlich auf lokale Handwerksunternehmen zurück, zu denen gute Kontakte bestehen und bei denen, aufgrund der Tatsache, dass gleich mehrere Objekte beauftragt werden, günstigere Preise verhandelt werden können. Parallel dazu verfügt das Management der Deutsche Eigenheim Union AG über sehr gute Kontakte bei Produzenten von Baumaterialien, womit sich zusätzliche Kosteneinsparungen umsetzen lassen.

Nachdem die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr das Bauprojekt Diedersdorf, welches 24 Objekte mit einem Umsatzvolumen in Höhe von insgesamt 7,7 Mio. € umfasst hat, erfolgreich und planmäßig an die Erwerber übergeben hat, umfasst die aktuell bestehende Projektpipeline vier Projekte:

Standort	Objektanzahl	geplante Fertigstellung	Umsatzvolumen
Friedersdorf	30	2023	8,6 Mio. €
Klein-Eichholz	12	2023	3,4 Mio. €
Freienbrink	70	2024/2025	18,9 Mio. €
Gräbendorf	30	2024	Geplant für Eigenbestand (Mieterlöse: 0,50 Mio. € p.a.)
<b>Summe</b>	<b>144</b>		<b>ca. 39,5 Mio. €</b>

Quelle: Deutsche Eigenheim Union AG; GBC AG

Bis zum Geschäftsjahr 2025 ist innerhalb des Projektgeschäftes die Errichtung von insgesamt 144 Objekten geplant. Für die Projekte in Friedersdorf und in Klein-Eichholz hat die Gesellschaft in 2022 die Baugenehmigungen erhalten und innerhalb kurzer Zeit konnte eine Verkaufsquote von 100 % erreicht werden. Das Projekt Gräbendorf soll nach der geplanten Fertigstellung im kommenden Geschäftsjahr 2024 in den langfristigen Bestand der Deutsche Eigenheim Union AG übergehen.

#### Baufortschritt Projekt Klein-Eichholz und Friedersdorf



Quelle: Deutsche Eigenheim Union AG

Ein Teil der Einsparungen bei der Objekterrichtung wird unter anderem durch die Zentralisierung der Beschaffungslogistik erreicht, welche innerhalb der Marke **Baustoffe Union** erfolgt. Als Baustofflieferant beliefert diese Tochtergesellschaft die Konzerngesellschaften, unter Ausnutzung von Kostenvorteilen, mit günstigen Baustoffen, wie etwa Parkettböden, Fliesen, Sanitäranlagen, Fenster etc.

Die Baustoff-Handelsmarke des Konzerns bietet über den Onlineshop auch externen Handwerkern oder Hausbesitzern die Möglichkeit an, Baumaterialien zu erwerben. Künftig soll dieser Geschäftsbereich, welcher im abgelaufenen Geschäftsjahr nur geringfügig zum Konzern-Umsatz beigetragen hatte, an Bedeutung gewinnen. Seit dem laufenden Geschäftsjahr 2023 wurde die Produktpalette der Baustoffe Union um Wärmepumpen und Photovoltaik-Anlagen erweitert.

Mit der Marke **Massivbau Union** werden Bauleistungen Grundstücksbesitzern angeboten. Auch hier liegt der Fokus bei den Objekten, ähnlich wie im Projektgeschäft, auf der Errichtung kostengünstiger und standardisierter Einfamilienhäuser, die zudem den ökologischen Aspekt berücksichtigen. Derzeit werden 32 Einzelprojekte im Rahmen dieses Geschäftssegments im südlichen Berliner Speckgürtel realisiert.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Die Deutsche Eigenheimunion AG hat ihren Fokus auf der Errichtung von bezahlbaren und nachhaltigen Eigenheimen in der Metropolregion Berlin-Brandenburg. Damit ist die Gesellschaft in einem wachstumsstarken Umfeld beheimatet, da der Immobilienmarkt in Berlin weiterhin von einer hohen Nachfrage geprägt ist.

### Entwicklung des Immobilienmarktes in Deutschland

Einer der wichtigsten Faktoren für die Nachfrage nach Wohneigentum ist die Höhe der Zinssätze für Wohnungsbaukredite. Bis zum Anfang des Jahres 2022 lag der Zinssatz noch unterhalb von 1,5 % p.a. Darauf folgte einer der rasantesten Zinsanstiege seit der Einführung des Euro, bedingt durch die hohe Inflation in der Eurozone. Derzeit liegt der Zinssatz für einen Wohnungsbaukredit mit über 10 Jahren Laufzeit bei 3,77 %.

#### Zinssatz für Wohnungsbaukredite an private Haushalte



Quelle: Bundesbank; GBC AG

Ein weiterer Faktor für die Wohnimmobiliennachfrage ist die Entwicklung der Baupreise. Wie das statistische Bundesamt mitteilte, legten die Baupreise innerhalb von zwölf Monaten (Stand Februar 2023) deutlich um 15,1 % zu. Der Höhepunkt dieses Anstiegs lag im vierten Quartal 2022, als ein Anstieg von 16,9 % gegenüber dem Vorjahresquartal vorlag. Ab diesem Zeitpunkt flacht die Baupreisentwicklung ab und die Preissteigerungen verlieren an Dynamik.

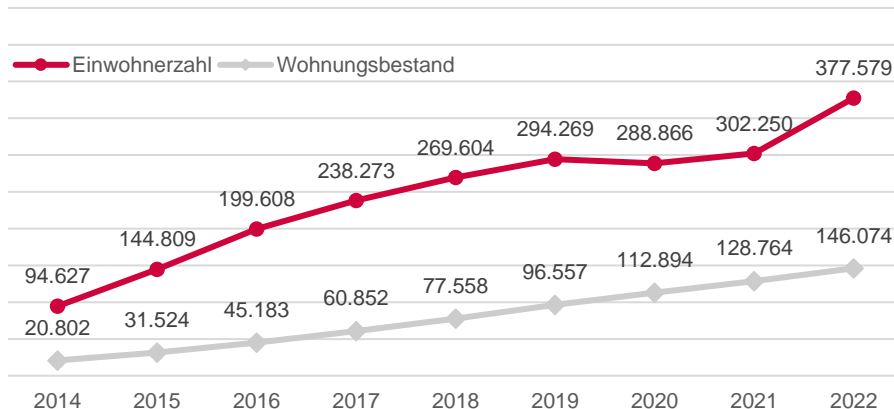
Infolge des rasanten Zinsanstieges und der enormen Verteuerung der Baupreise hat sich die Vergabe von Wohnungskrediten an private Haushalte merklich verlangsamt. Das Neugeschäftsvolumen für besicherte Wohnungsbaukredite lag im April 2023 bei 5,97 Mrd. €, im Vergleich dazu lag das Volumen ein Jahr zuvor noch bei 11,67 Mrd. €. Der niedrigste Stand wurde im Februar 2023 mit 5,13 Mrd. € verzeichnet. Somit kann angenommen werden, dass die Talsohle der Neugeschäftsvolumen durchschritten scheint, wenn es nicht zu weiteren starken Zinserhöhungen seitens der Europäischen Zentralbank kommt.

### Entwicklung des Immobilienmarktes in Berlin

Der Berliner Wohnungsmarkt kann sich zwar den dargestellten Vorgaben des Wohnimmobilienmarktes nicht entziehen, die Diskrepanz zwischen Nachfrage und Angebot ist aber in Berlin ausgeprägter als in anderen Regionen. In den vergangenen 10 Jahren wies Berlin ein durchschnittliches jährliches Bevölkerungswachstum von 0,86 % auf. Seit Beginn des Russland-Ukraine-Krieges hat sich der Zuzug nach Berlin nochmals deutlich beschleunigt. Seit 2012 hat die Bevölkerung in Berlin insgesamt um 377.579 Personen

zugenommen, wohingegen der Wohnungsbestand kumuliert um 146.074 gewachsen ist. Beide Datenreihen wurden zuletzt im Rahmen des Wohnungsmarktberichts 2022 der Investitionsbank Berlin aktualisiert. Dazu liegt die durchschnittliche Haushaltsgröße in Berlin bei 1,86 Personen pro Haushalt, im bundesweiten Vergleich hat Berlin damit die geringste Haushaltsgröße.

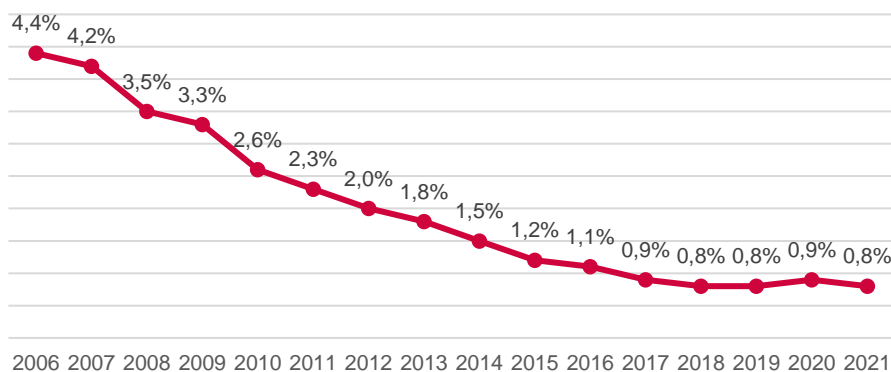
**Absolute Entwicklung Einwohneranzahl vs. Wohnungsbestand (2012-2021)**



Quelle: IBB (Investitionsbank Berlin); GBC AG

Die rückläufige Leerstandsquote bei Wohnimmobilien ist ein Symptom dieser Entwicklung. Nach der neusten Erhebung von CBRE-empirica lag die Leerstandsquote im Jahr 2021 bei lediglich 0,8 %, im Vergleich dazu beträgt die bundesweite Leerstandsquote 2,8 %. Berlin bleibt damit ein attraktives Ziel und es wird deutlich, dass das Angebot am Berliner Wohnungsmarkt weiterhin zu gering ist und die Nachfrage nach Wohnraum weiter zunimmt.

**Leerstandsquote der Wohnimmobilien in Berlin (2001-2021)**



Quelle: statista; empirica-Institut; GBC AG

Diese Entwicklung korreliert zwangsläufig auch mit den aufgerufenen Angebotspreisen für Ein- und Zweifamilienhäuser. Der Medianpreis für Neu- und Bestandsimmobilien lag bei 698.000 € im Jahr 2022. Seit 2015 haben sich damit die Preise nahezu verdoppelt.

Die Deutsche Eigenheim Union AG liegt mit ihren Hauspreisen von knapp unter 300.000 € (bezugsfertig inkl. Grundstück) deutlich unter den Marktpreisen und verfolgt damit die Strategie bezahlbaren Wohnraum zu schaffen, um mehr Menschen den Traum vom Eigenheim zu ermöglichen.

## HISTORISCHE UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	4,79	8,80	20,56	25,00	29,67
Bestandsveränderungen	3,44	-0,80	2,50	4,00	7,50
sonstige betriebliche Erträge	0,05	2,47	0,50	0,50	0,50
Materialaufwand	-7,15	-6,43	-17,51	-22,25	-29,16
<b>Rohhertrag</b>	<b>1,13</b>	<b>4,05</b>	<b>6,05</b>	<b>7,25</b>	<b>8,51</b>
Personalaufwand	-0,72	-0,94	-1,10	-1,16	-1,21
Abschreibungen	-0,12	-0,13	-0,15	-0,20	-0,20
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,61	-0,64	-0,75	-0,80	-1,00
<b>EBIT</b>	<b>-0,31</b>	<b>2,35</b>	<b>4,05</b>	<b>5,10</b>	<b>6,10</b>
Zinsaufwendungen	-0,14	-0,22	-0,30	-0,35	-0,50
<b>EBT</b>	<b>-0,45</b>	<b>2,13</b>	<b>3,75</b>	<b>4,75</b>	<b>5,60</b>
Steuern	-0,18	-0,02	-0,75	-0,95	-1,40
<b>JÜ</b>	<b>-0,63</b>	<b>2,11</b>	<b>3,00</b>	<b>3,80</b>	<b>4,20</b>
Rohhertrag	1,13	4,05	6,05	7,25	8,51
Rohhertragsmarge	23,2%	46,0%	29,4%	29,0%	28,7%
EBITDA	-0,19	2,48	4,20	5,30	6,30
EBITDA-Marge	-4,0%	28,1%	20,4%	21,2%	21,2%
EBIT	-0,31	2,35	4,05	5,10	6,10
EBIT-Marge	-6,5%	26,7%	19,7%	20,4%	20,6%

Quelle: Deutsche Eigenheim Union AG; GBC AG

## Umsatz- und Ergebnisentwicklung Geschäftsjahr 2022

in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022
Umsatzerlöse	4,79	8,80
EBIT	-0,31	2,35
Nachsteuerergebnis	-0,63	2,11

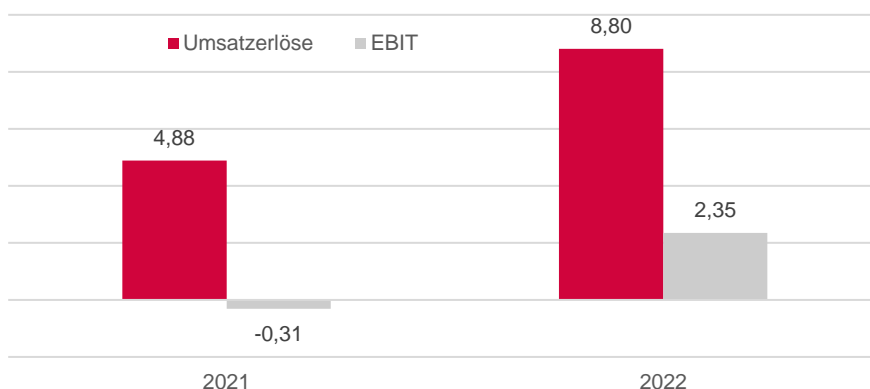
Quelle: Deutsche Eigenheim Union AG; GBC AG

Die Deutsche Eigenheim Union AG hat ihre Geschäftstätigkeit mit dem Erwerb der Eigenheim Union 1898 AG, welche rückwirkend zum 01.01.2021 erfolgt ist, aufgenommen. Daher umfasst die bisherige Unternehmenshistorie mit dem Geschäftsjahr 2021 und 2022 lediglich zwei Berichtsperioden.

In den beiden vorangegangenen Geschäftsjahren hat die Deutsche Eigenheim Union AG insgesamt zwei Projekte erfolgreich realisiert. In 2021 wurden insgesamt 16 Reihen- und Doppelhaushälften (Projekt Freienbrink) an die Erwerber übergeben sowie darüber hinaus eine Wohneinheit auf fremdem Grundstück fertiggestellt. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 wurden die 24 Wohneinheiten des Projektes Diedersdorf planmäßig fertiggestellt und an die Erwerber übergeben. Aufgrund der damit umfangreicheren Projektrealisierung kletterten die Umsatzerlöse im abgelaufenen Geschäftsjahr deutlich auf 8,80 Mio. € (VJ: 4,79 Mio. €). Hierbei handelt es sich größtenteils um so genannte zeitpunktbezogene Umsätze, also um Umsätze, die insbesondere mit der Objektübergabe zusammenhängen. Mit 0,07 Mio. € (VJ: 0,04 Mio. €) liegen die Umsätze im Baustoffhandel (Baustoffe Union) noch auf sehr niedrigem Niveau. In unserer bisherigen Researchstudie (siehe Studie vom 02.06.2022) hatten wir für das abgelaufene Geschäftsjahr Umsätze in Höhe von 8,40 Mio. € prognostiziert und damit wurden unsere Prognosen leicht übertroffen.

Neben der planmäßigen Realisierung des Projektes Diedersdorf hat die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr auch Fortschritte bei den für 2023 anstehenden Projekten erzielt. Für die Projekte in Friedensdorf und in Klein-Eichholz wurden die Baugenehmigungen erreicht. Zudem wurden bei den Einzelprojekten der Massivbau Union vorbereitende Maßnahmen durchgeführt.

### Umsatzerlöse und EBIT (in Mio. €)



Quelle: Deutsche Eigenheim Union AG; GBC AG

Der starke Umsatzanstieg hat zu einem ebenfalls starken Anstieg des EBIT auf 2,35 Mio. € (VJ: -0,31 Mio. €) geführt, auf dessen Basis erstmalig der Break-Even überschritten wurde. Während unsere Umsatzprognose leicht übertroffen wurde, lagen wir mit unserer EBIT-Prognose (GBC-Prognose EBIT: 1,09 Mio. €) überraschend deutlich unterhalb des erreichten Wertes. Dies liegt aber insbesondere am starken Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge auf 2,47 Mio. € (VJ: 0,05 Mio. €), in denen in erster Linie Erträge im Zusammenhang mit der Neubewertung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien

enthalten sind. Da das Management sich dazu entschieden hat, die geplanten 30 Objekte des Projektes Gräbendorf künftig in den Eigenbestand zu nehmen, wird hier der Fair Value-Ansatz angewendet. Die Entwicklung des Projektgrundstücks, welches bis zum kommenden Geschäftsjahr 2024 bebaut werden soll, hatte nach diesem Ansatz einen ergebniswirksamen Wertanstieg generiert. Ohne diesen Effekt hätte die Deutsche Eigenheim Union AG, gemäß unseren Berechnungen, ein EBIT in Höhe von 0,35 Mio. € ausgewiesen.

Auch bereinigt um diesen Sondereffekt wäre ein Rohertrag in Höhe von 2,05 Mio. € (VJ: 1,13 Mio. €) und damit eine im Branchenvergleich sehr gute Rohertragsmarge in Höhe von 23,3 % (VJ: 23,6 %) ausgewiesen worden. Die stabile Entwicklung der Rohertragsmarge unterstützt die Aussagen des Unternehmens-Managements, wonach die Gesellschaft kaum von Preissteigerungen in der Baubranche betroffen war. Darüber hinaus profitiert die Deutsche Eigenheim Union AG von der Zentralisierung der Beschaffungslogistik, welche innerhalb der Marke Baustoffe Union erfolgt.

Mit dem bisherigen Geschäftsmodell weist die Gesellschaft im Grunde nur einen geringen Kapitalbedarf auf. Da die Bauphase der Objekte über Erwerberraten abgedeckt ist, liegt der Kapitalbedarf lediglich beim Erwerb und der Entwicklung der Projektgrundstücke vor. Im Bereich der Einzelprojekte liegt, da hierfür keine Grundstücke erworben werden müssen, kein Vorfinanzierungsbedarf vor. Daher spielen die Finanzaufwendungen in Höhe von 0,22 Mio. € (VJ: 0,14 Mio. €) eine nur untergeordnete Rolle. Abzüglich des niedrigen Steueraufwands in Höhe von 0,02 Mio. € (VJ: 0,18 Mio. €) hat die Deutsche Eigenheim Union AG auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses mit 2,11 Mio. € (VJ: -0,63 Mio. €) den Break-Even übertroffen.

## Bilanzkennzahlen zum 31.12.2022

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022
Liquide Mittel	0,12	1,04
Vorräte	5,39	3,71
Langfristiges Anlagevermögen (davon Goodwill)	36,13 (35,74)	36,50 (35,74)
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	0,00	2,60
Eigenkapital (EK-Quote)	34,47 (82,6%)	36,59 (83,2%)
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,09	5,29
Cashflow (operativ)	0,17	-0,81
Cashflow (Investition)	-0,18	-0,12
Cashflow (Finanzierung)	-0,67	1,85

Quelle: Deutsche Eigenheim Union AG; GBC AG

Dem Geschäftsmodell gemäß müsste die Deutsche Eigenheim Union AG eine schlanke Bilanz aufweisen. Der Erwerb von 100 % der Anteile an der Eigenheim Union 1898 erfolgte im Geschäftsjahr 2021 als Sacheinlage zu einem Wert von 36 Mio. €. Auf der Aktivseite hatte diese Transaktion eine Goodwill-Aktivierung in Höhe von 35,74 Mio. € zur Folge und gleichzeitig erhöhte sich das gezeichnete Kapital auf der Passivseite auf 36,05 Mio. €. Mit den seit dem Konsolidierungszeitpunkt kumulierten Ergebnissen weist die Deutsche Eigenheim Union AG per 31.12.22 ein Eigenkapital in Höhe von 36,59 Mio. € (31.12.21: 34,47 Mio. €) auf.

Neben dem Goodwill wird die Vermögensseite der Gesellschaft noch von den im Bau befindlichen Projekten und Grundstücken in Höhe von insgesamt 3,71 Mio. € (31.12.21: 5,39 Mio. €) dominiert. Der Rückgang ist als ein Stichtagseffekt zu betrachten, da alle Objekte des Projektes Diedersdorf noch vor dem Bilanzstichtag übergeben worden sind. Darüber hinaus wurde das Projekt Gräbendorf, da dieses künftig langfristig zur Generierung nachhaltiger Mieterträge gehalten werden soll, in das langfristige Vermögen einbezogen. Der erstmals ermittelte Faire Wert dieses Projektes beläuft sich zum 31.12.22 auf 2,60 Mio. €.

Auffällig ist der Anstieg der zinstragenden Verbindlichkeiten auf 5,29 Mio. € (31.12.21: 2,09 Mio. €). Dieser Anstieg hängt mit der Vorfinanzierung der Erschließungsarbeiten bei den Projekten in Friedersdorf und Klein-Eichholz zusammen.

Der Anstieg der zinstragenden Verbindlichkeiten hatte zu einem Anstieg der liquiden Mittel auf 1,04 Mio. € (31.12.21: 0,12 Mio. €) geführt. Aus dem operativen Geschäft heraus hat die Deutsche Eigenheim Union AG hingegen einen Liquiditätsabfluss (Freier Cashflow) in Höhe von -0,93 Mio. € (VJ: -0,01 Mio. €) ausgewiesen. Einerseits hatte der Fair Value-Ertrag keinen Liquiditätszugang ausgelöst, auf der anderen Seite hatten Working Capital-Effekte in Höhe von 0,93 Mio. € den operativen Cashflow belastet. Ohne der Working Capital-Steigerung hätte die Deutsche Eigenheim Union AG einen operativen Cashflow im Bereich des Break-Even ausgewiesen.



## PROGNOSEN UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	8,80	20,56	25,00	29,67
EBIT	2,35	4,05	5,10	6,10
EBIT-Marge	26,7%	19,7%	20,4%	20,6%
JÜ	2,11	3,00	3,80	4,20
EPS in €	0,06	0,08	0,11	0,12

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen 2023 - 2025

Für den Zeitraum unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen 2023 bis 2025 verfügt die Deutsche Eigenheim Union AG über einen umfangreichen Projektbestand. Im Rahmen der aktuell gesicherten Projekte sollen bis Ende 2024 insgesamt 144 Einheiten mit einem Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von etwa 39,5 Mio. € realisiert werden. Zudem errichtet die Gesellschaft Einzelprojekte auf den Grundstücken der Erwerber. Bei den derzeit beauftragten 32 Einzelobjekten ist von einem Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von rund 8 Mio. € auszugehen, so dass die Gesellschaft aktuell über ein gesichertes Umsatzvolumen von etwa 47,5 Mio. € verfügt.

### Aktuelle Projektpipeline

Standort	Objektanzahl	geplante Fertigstellung	Umsatzvolumen
Friedersdorf	30	2023	8,6 Mio. €
Klein-Eichholz	12	2023	3,4 Mio. €
Freienbrink	70	2024/2025	18,9 Mio. €
Gräbendorf*	30	2024	8,6 Mio. €
Einzelobjekte	32	2023/2024	8,0 Mio. €
<b>Summe</b>	<b>174</b>		<b>46,1 Mio. €</b>

Quelle: Deutsche Eigenheim Union AG; GBC AG; \*Gräbendorf soll in den Bestand der Gesellschaft zur Erzielung langfristiger Mieteinnahmen übergehen

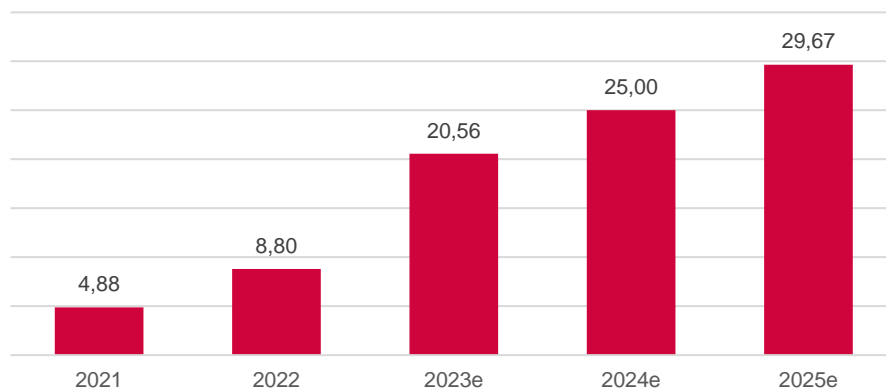
Neben der konkreten Projektpipeline haben wir als Bestandteil unserer Prognosen den Erwerb weiterer Grundstücke unterstellt und rechnen ab 2025 mit Umsätzen aus aktuell noch nicht gesicherten Projekten. Zudem rechnen wir, als Grundlage für die Prognose der Geschäftsjahre 2024 und 2025, mit der Gewinnung weiterer Einzelprojekte. Dies ist insofern erstrebenswert, da bei den Einzelprojekten keine vorherigen Investitionen im Zusammenhang mit dem Grundstücksankauf erfolgen müssen. Die Umsätze im Bereich des Baustoffhandels sollten zwar künftig an Bedeutung gewinnen, diese spielen in unseren Schätzungen jedoch eine untergeordnete Rolle.

Die Umsätze des laufenden Geschäftsjahres 2023 sollten in erster Linie von der Übergabe der beiden Projekte Friedersdorf und Klein-Eichholz geprägt sein. Gemäß Projektzeitplan rechnet die Gesellschaft in beiden Fällen mit der Fertigstellung noch im laufenden Geschäftsjahr, so dass wir das Umsatzvolumen dieser Projekte in Höhe von 12,00 Mio. € vollständig im Geschäftsjahr 2023 berücksichtigen. Parallel dazu sollte ein Großteil der Objekte auf fremden Grundstücken ebenfalls im laufenden Geschäftsjahr 2023 an die Erwerber übergeben werden. Da bei den Einzelobjekten die Umsatzrealisierung nach IFRS 15 greift, werden auch bei Objekten, die erst im Geschäftsjahr 2024 übergeben werden, anteilig Umsatzerlöse ausgewiesen.

Der Bereich der Einzelobjekte sollte in den kommenden Geschäftsjahren zunehmen. Darüber hinaus rechnen wir für das Geschäftsjahr 2024 mit den ersten Umsätzen des Großprojektes Freienbrink, welches jedoch hauptsächlich erst im Geschäftsjahr 2025 finalisiert wird. Zudem werden die 30 Wohneinheiten in Gräbendorf ab 2024 zum erstmaligen

Aufbau eines Bestandsportfolios führen. Ab 2025 kalkulieren wir mit jährlichen Mieteinnahmen in Höhe von 0,50 Mio. €. Auch wenn beim Fortschritt dieses Projektes noch Fair Value-Erträge möglich sind, da diese nicht liquiditätswirksam sind, beziehen wir diese nicht in unsere Prognosen ein.

### Umsatzprognosen (in Mio. €)



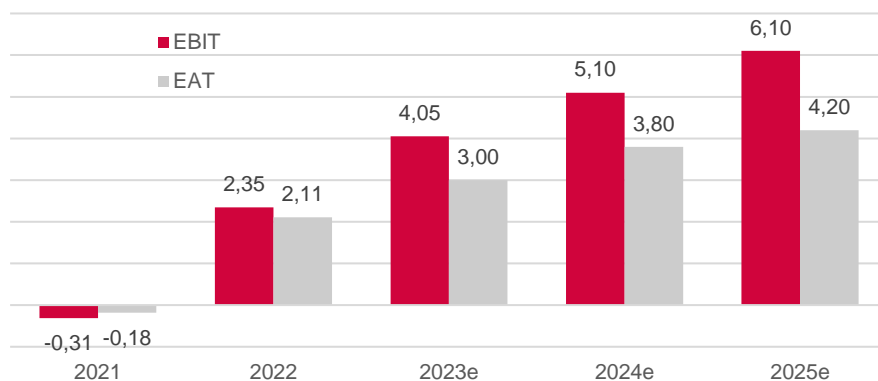
Quelle: GBC AG

Unsere Umsatzprognosen für 2023 in Höhe von 20,56 Mio. € sind durch die aktuelle Pipeline gut unterfüttert. Für die Prognosen der kommenden beiden Geschäftsjahre in Höhe von 25,00 Mio. € (GJ 2024) bzw. 29,67 Mio. € (GJ 2025) muss die Deutsche Eigenheim Union AG noch weitere Einzelobjekte gewinnen und die abgearbeiteten Projekte durch neue Projekte ersetzen.

### Ergebnisprognosen 2023 – 2025

Das Kostenbild der Deutsche Eigenheim Union AG wird weiterhin vom Materialaufwand, in dem alle mit der Objekterrichtung im Zusammenhang stehenden Kosten erfasst sind, dominiert sein. Hier gehen wir von einer im Branchenvergleich niedrigeren Materialaufwandsquote in Höhe von 73 % aus. Die frühzeitige Sicherung von Baumaterialien, der zentrale Einkauf über die Baustoffe Union sowie der hohe Standardisierungsgrad bei den Häusern sind Faktoren, mit denen die Materialkosten niedrig gehalten werden. Nach Unternehmensangaben war die Deutsche Eigenheim Union AG nur geringfügig von den branchenweiten Kostensteigerungen betroffen.

### EBIT-Prognose und Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Unterhalb des EBIT dürften zwar die Finanzaufwendungen ansteigen, diese sollten aber nach wie vor einen nur geringen Einfluss auf das Nachsteuerergebnis haben. Mit dem Übergang des Projektes Gräbendorf in den langfristigen Bestand rechnen wir dabei mit einem Anstieg der Bankverbindlichkeiten. Auch haben wir den Ankauf von Grundstücken, als Grundlage für das weitere Unternehmenswachstum, in unsere Schätzungen berücksichtigt. Gleichzeitig unterstellen wir einen Anstieg der Fremdkapitalzinsen auf das aktuell marktübliche Niveau von über 4,0 %.

## Bewertung

### **Modellannahmen**

Die Deutsche Eigenheim Union AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 bis 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 21,2 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

### **Bestimmung der Kapitalkosten**

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,0 % (bisher: 0,4 %)**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % 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 1,67.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,2 % (bisher: 9,6 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % (bisher: 85 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,0% (bisher: 8,6 %).

### **Bewertungsergebnis**

Im Rahmen unseres angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 1,30 € (bisher: 1,50 €) ermittelt. Neben der Überarbeitung unserer Schätzungen hat die Anhebung der gewichteten Kapitalkosten (WACC) zur Reduktion des Kursziels geführt. In der Anhebung des Diskontierungsfaktors sind sowohl ein höherer risikoloser Zinssatz als auch ein Anstieg der FK-Zinsen abgebildet.

## DCF-Modell

### Deutsche Eigenheim Union AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	21,2%	ewige EBITA - Marge	20,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	2,4%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	30,4%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency				final Endwert	
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e		GJ 30e
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	20,56	25,00	29,67	30,56	31,47	32,42	33,39	34,39	
US Veränderung	133,5%	21,6%	18,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,92	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	
EBITDA	4,20	5,30	6,30	6,49	6,68	6,88	7,09	7,30	
EBITDA-Marge	20,4%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	
EBITA	4,05	5,10	6,10	6,29	6,47	6,67	6,87	7,08	
EBITA-Marge	19,7%	20,4%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%
Steuern auf EBITA	-0,81	-1,02	-1,52	-1,57	-1,62	-1,67	-1,72	-1,77	
zu EBITA	20,0%	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	3,24	4,08	4,57	4,71	4,86	5,00	5,15	5,31	
Kapitalrendite	63,0%	52,5%	37,7%	27,0%	26,2%	25,5%	24,9%	24,4%	24,0%
Working Capital (WC)	2,53	5,03	9,03	9,83	10,63	11,43	12,23	13,03	
WC zu Umsatz	12,3%	20,1%	30,4%	32,2%	33,8%	35,2%	36,6%	37,9%	
Investitionen in WC	-0,75	-2,50	-4,00	-0,80	-0,80	-0,80	-0,80	-0,80	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,24	7,11	8,44	8,70	8,96	9,23	9,50	9,79	
AFA auf OAV	-0,15	-0,20	-0,20	-0,20	-0,21	-0,21	-0,22	-0,23	
AFA zu OAV	2,9%	2,8%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	
Investitionen in OAV	-2,03	-2,08	-1,53	-0,45	-0,47	-0,48	-0,50	-0,51	
Investiertes Kapital	7,76	12,14	17,47	18,52	19,58	20,65	21,73	22,81	
EBITDA	4,20	5,30	6,30	6,49	6,68	6,88	7,09	7,30	
Steuern auf EBITA	-0,81	-1,02	-1,52	-1,57	-1,62	-1,67	-1,72	-1,77	
Investitionen gesamt	-2,78	-4,58	-5,53	-1,25	-1,27	-1,28	-1,30	-1,31	
Investitionen in OAV	-2,03	-2,08	-1,53	-0,45	-0,47	-0,48	-0,50	-0,51	
Investitionen in WC	-0,75	-2,50	-4,00	-0,80	-0,80	-0,80	-0,80	-0,80	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,61	-0,30	-0,76	3,66	3,80	3,93	4,08	4,22	68,35

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	46,44	51,38
Barwert expliziter FCFs	11,36	12,79
Barwert des Continuing Value	35,08	38,59
Nettoschulden (Net debt)	3,94	4,59
Wert des Eigenkapitals	42,50	46,79
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	42,50	46,79
Ausstehende Aktien in Mio.	36,05	36,05
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,18	<b>1,30</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,67
Eigenkapitalkosten	11,2%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	28,7%
WACC	<b>10,0%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
23,0%	1,48	1,36	1,25	1,15	1,07
23,5%	1,52	1,38	1,27	1,18	1,09
24,0%	1,55	1,41	<b>1,30</b>	1,20	1,11
24,5%	1,58	1,44	1,32	1,22	1,14
25,0%	1,61	1,47	1,35	1,25	1,16

## ANHANG

### I.

#### Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst**  
**Marcel Schaffer, Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Jörg Grunwald, Vorstand**

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)





**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)