



Researchstudie (Anno)



**Goodwill-Abschreibung belastet Ergebnis
Aktienzusammenlegung geplant
Steigerung der Objekte im Bau erwartet**

Kursziel: 0,65 €

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 02.08.2024 (10:15 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 05.08.2024 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

Eigenheim Union 1898 Beteiligungs AG*5a;11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 0,65 EUR
(bisher: 1,30 EUR)

aktueller Kurs: 0,10
01.08.24 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0STWH9
WKN: A0STWH
Börsenkürzel: JZ6
Aktienanzahl³: 36,05
Marketcap³: 3,42
EnterpriseValue³: 6,09
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 30 %

Transparenzlevel:
Freiverkehr

Marktsegment:
Primärmarkt Düsseldorf/
Quotation Board Frankfurt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Schaffer
schaffer@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 22

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Errichtung bezahlbarer
Ein- und Mehrfamilienhäuser

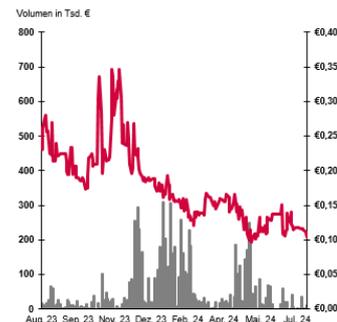
Mitarbeiter: 15 Stand: 31.12.2023

Gründung: 2007

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Thomas Zienterski, Vincent Busch; Christiane Köhler

Die Eigenheim Union 1898 Beteiligungs AG (bisher: 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 Eigenheim Union können aus einer definierten Anzahl an standardisiert geplanten und errichteten Häusern auswählen und profitieren dabei von sehr günstigen Preisen. 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.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
Umsatz	14,19	9,18	15,59	20,06
EBITDA	1,09	1,64	2,66	3,76
EBIT	-14,07	1,52	2,46	3,56
Jahresüberschuss	-15,41	1,05	1,45	2,40

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,43	0,03	0,04	0,07
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,43	0,66	0,39	0,30
EV/EBITDA	5,57	3,71	2,29	1,62
EV/EBIT	neg.	4,00	2,48	1,71
KGV	neg.	3,27	2,37	1,43

Finanztermine

27.08.2024: Hauptversammlung
September 2024: Halbjahresbericht
13-14.11.2024: MKK
25.-27.11.2024: EK-Forum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
19.10.2023: RS / 1,30 EUR / KAUFEN
18.07.2023: RS / 1,30 EUR / KAUFEN
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 eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 konnte die Eigenheim Union 1898 Beteiligungs AG (Eigenheim Union) ihre Umsatzerlöse deutlich auf 14,19 Mio. € (VJ: 8,80 Mio. €) steigern. Im Geschäftsjahr 2023 wurden insgesamt 24 Objekte (12 Einheiten Friedersdorf, 12 Einheiten Klein-Eichholz) fertiggestellt und an die Erwerber übergeben. Darüber hinaus wurden IFRS 15 Umsatzerlöse nach der Percentage-of-Completion-Methode (PoC) im Zusammenhang mit der Errichtung von 18 Objekten in Friedersdorf sowie 32 Einzelbauvorhaben realisiert. In unseren Schätzungen waren wir bisher von Umsatzerlösen in Höhe von 18,71 Mio. € ausgegangen, wobei wir bisher von einer vollständigen Übergabe der Objekte des Projektes Friedersdorf ausgegangen sind. Aufgrund von Verzögerungen werden die 18 Einheiten im Sommer 2024 an die Käufer übergeben.
- Analog zur positiven Umsatzentwicklung verzeichnete die Gesellschaft eine deutliche Steigerung des um Bewertungseffekte bereinigten EBITDA auf 1,09 Mio. € (VJ: 0,12 Mio. €). Das EBIT lag hingegen mit -14,07 Mio. € (VJ bereinigt: 0,00 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahresniveau. Aufgrund einer Erhöhung des Diskontierungszinssatzes waren Firmenwertabschreibungen in Höhe von rund 15,00 Mio. € erforderlich. Das um diesen nicht liquiditätswirksamen Sondereffekt bereinigte EBIT hätte mit 0,93 Mio. € ebenfalls deutlich über dem Vorjahreswert gelegen.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2024 soll die Anzahl der im Bau befindlichen Einheiten entsprechend der Guidance der Eigenheim Union auf 80 bis 100 steigen. Der Baubeginn der 30 Doppelhaushälften in Gräbendorf, die Fertigstellung von 18 Objekten im Projekt Friedersdorf sowie die Fertigstellung von 28 Einzelbauvorhaben, die sich in einem fortgeschrittenen Stadium befinden, bilden eine gute Basis für diese Guidance. Für das Jahr 2024 geht die Gesellschaft von 20 Einzelbauvorhaben aus, was angesichts der steigenden Nachfrage ein realistischer Wert ist. Für das Geschäftsjahr 2025 wird ein weiterer Anstieg auf 120 bis 150 Objekte im Bau erwartet. Zwar könnten neue größere Projekte akquiriert werden, wir gehen jedoch davon aus, dass die erwartete Anzahl im kommenden Geschäftsjahr weitestgehend durch Einzelbauvorhaben erreicht werden sollte.
- Da im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 bereits Umsätze aus den derzeit noch laufenden Projekten (Friedersdorf und Einzelbauvorhaben) nach Percentage-of-Completion ausgewiesen wurden, erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr einen Rückgang der Umsätze auf 9,18 Mio. € (2023: 14,19 Mio. €). Die kommenden Geschäftsjahre 2025 und 2026 sollten durch die Errichtung der erhöhten Anzahl an Einzelbauvorhaben geprägt sein und wir rechnen hier mit Umsätzen in Höhe von 15,59 Mio. € (2025e) bzw. 20,06 Mio. € (2026e).
- Bei einer erwarteten stabilen Entwicklung der Rohertragsmarge sollte sich die von uns erwartete deutliche Steigerung der Umsatzerlöse in einer ebenso sichtbaren Steigerung des EBITDA widerspiegeln. Bis zum Geschäftsjahr 2026, unserem letzten konkreten Schätzzeitraum, erwarten wir einen Anstieg des EBITDA auf 3,76 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 18,7 % entspricht.
- Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel von 0,65 € (bisher: 1,30 €) ermittelt. Die Minderung des Kursziels resultiert im Wesentlichen aus der Reduktion unserer Schätzungen für die Geschäftsjahre 2024 und 2025, die zu einer niedrigeren Basis für die nachfolgenden Schätzperioden führen. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
ESG	4
Unternehmen	8
Markt und Marktumfeld	10
Entwicklung des Immobilienmarktes in Deutschland	10
Immobilienmarkt in Berlin.....	11
Historische Unternehmensentwicklung	12
Zahlen im Überblick	12
Umsatz- und Ergebnisentwicklung Geschäftsjahr 2023.....	13
Umsatzentwicklung Geschäftsjahr 2023	13
Ergebnisentwicklung Geschäftsjahr 2023	14
Bilanzkennzahlen zum 31.12.2023	15
Prognosen und Bewertung.....	16
Umsatzprognosen 2024 - 2026	16
Ergebnisprognosen 2024 – 2026	17
Bewertung.....	19
Modellannahmen.....	19
Bestimmung der Kapitalkosten.....	19
Bewertungsergebnis.....	19
DCF-Modell.....	20
Anhang	21

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-Kapitalmarkt-kommunikation 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 **Eigenheim Union** einem ESG/Nachhaltigkeitsscheck 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 CO₂-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 Eigenheim Union agiert im Sektor nachhaltiges Bauen: konkret baut, respektive konstruiert die Gesellschaft bezugsfertige Häuser zu einem fairen Preis-Leitungs-Verhältnis unter dem Aspekt der Nachhaltigkeit und damit ESG-Konformität. Die Eigenheim Union 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 Eigenheim Union 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 Eigenheim Union 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, verlässlischer, nachhaltiger und zeitgemäßer Energie für alle sichern“

Die Eigenheime der Eigenheim Union 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 Wärmeengewinnung 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“

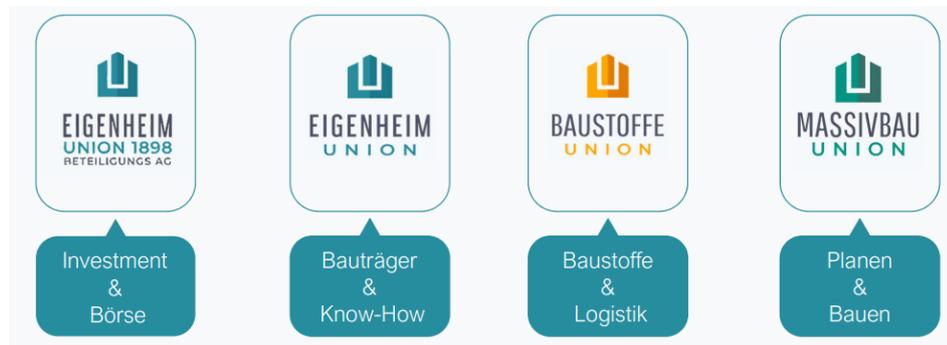
Green/Sustainability Thinking: Die Einsparung von Ressourcen und ein nachhaltigkeitsorientiertes Beschaffungsmanagement spielt beim Unternehmen eine essenzielle Rolle. Denn die Eigenheim Union bezieht vorzugsweise die Inputstoffe & Dienstleistungen in Verbindungen mit dem Bau der Eigenheime von regionalen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

GBC Nachhaltigkeitsfazit: Die Zielsetzung im Rahmen der Nachhaltigkeitsstrategie der Eigenheim Union 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 CO₂-Footprint durch die Nutzung von Eigenheimen der Eigenheim Union deutlich verbessert und ein wesentlicher Beitrag zum Klimaschutz und zur Kreislaufwirtschaft geleistet.

Durch die Nutzung regenerativer Energiequellen sind die Eigenheime der Eigenheim Union 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 Eigenheim Union auch aktiv einen sozialen und ökologischen Mehrwert und stellt somit ein gutes ESG-Investment dar.

UNTERNEHMEN



Quelle: Eigenheim Union 1898 Beteiligungs AG; GBC AG

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

Unter der Marke **Eigenheim Union** sind die Bauträgerprojekte 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.

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 Eigenheim Union 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 Eigenheim Union über sehr gute Kontakte bei Produzenten von Baumaterialien, womit sich zusätzliche Kosteneinsparungen umsetzen lassen.

Nachdem die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr das Bauprojekt in Klein-Eichholz (12 Objekte; Umsatzvolumen: 3,4 Mio. €) erfolgreich und planmäßig an die Erwerber übergeben hat, umfasst die aktuell bestehende Projektpipeline drei Projekte:

Standort	Objektanzahl	geplante Fertigstellung	Umsatzvolumen
Friedersdorf	30	2024	8,6 Mio. €
Freienbrink	70	(Baubeginn 2026)	18,9 Mio. €
Gräbendorf	30	2025/2026	Geplant für Eigenbestand (Mieterlöse: 0,50 Mio. € p.a.)

Quelle: Eigenheim Union 1898 Beteiligungs AG; GBC AG

Das Projekt in Friedersdorf umfasst insgesamt 30 Objekte, wovon aber 12 Objekte zum 31.12.2023 bezugsfertig waren. Die weiteren 18 Einheiten sollen noch im Sommer 2024 an die Erwerber übergeben werden. Beim Projekt in Gräbendorf, welches bilanziell noch als für den eigenen Bestand klassifiziert ist, soll der Bau von 30 Doppelhaushälften noch im laufenden Geschäftsjahr 2024 erfolgen und nach einer Bauzeit von etwa 1,5 Jahren Ende 2025/Anfang 2026 finalisiert werden.

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 28 Einzelprojekte im Rahmen dieses Geschäftssegments im südlichen Berliner Speckgürtel realisiert.

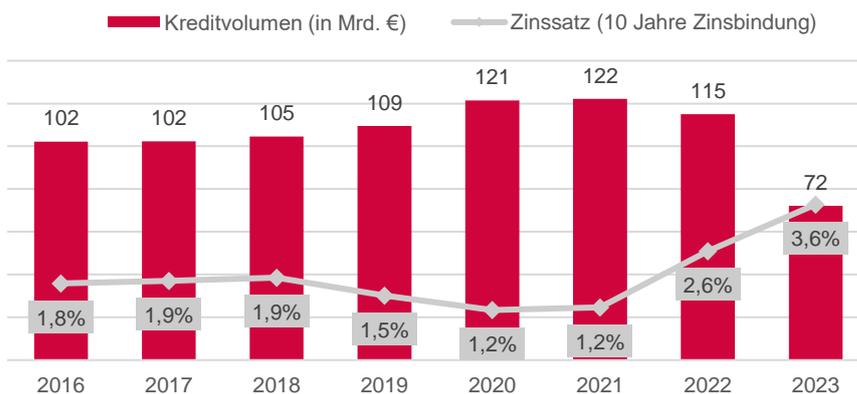
MARKT UND MARKTUMFELD

Die Eigenheim Union konzentriert sich auf den Bau von bezahlbarem und nachhaltigem Wohneigentum in der Metropolregion Berlin-Brandenburg. Damit ist die Gesellschaft Teil einer Branche, die insbesondere seit Beginn des Krieges in der Ukraine mit starkem Gegenwind zu kämpfen hat. Mittelfristig dürften jedoch die Chancen überwiegen, insbesondere die regionale Fokussierung dürfte mit überdurchschnittlichen Marktpotenzialen einhergehen.

Entwicklung des Immobilienmarktes in Deutschland

Ein wesentlicher Aspekt der Entwicklung im Immobiliensektor ist die deutliche Verteuerung der Finanzierungskosten. Für Wohnbaukredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als 10 Jahren wurden im Jahr 2023 durchschnittlich 3,64 % verlangt (2022: 2,55 %). In den Jahren 2019 bis 2021 lag der Effektivzinssatz zwischen 1,17 % und 1,51 %, was das zuletzt stark gestiegene Zinsniveau nochmals verdeutlicht. Mitte des vergangenen Jahres flachte der Zinsanstieg jedoch ab, in der zweiten Jahreshälfte war sogar eine rückläufige Tendenz zu beobachten. Im Mai 2024 wurden Wohnbaukredite zu einem Zinssatz von 3,57 % vergeben, was leicht unter dem Durchschnittswert des Jahres 2023 liegt.

Durchschnittlicher Zins Wohnungsbaukredite und Kreditvolumen (in Mrd. €)



Quelle: Deutsche Bundesbank; GBC AG

Neben den gestiegenen Finanzierungskosten hat auch der Anstieg der Baupreise im Wohnungsneubau zu einem Nachfragerückgang geführt. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes lag der Baupreisindex Ende 2023 bei 161,3 Punkten und damit fast 30 Punkte höher als vor Beginn des Ukraine-Krieges. Insgesamt führte dies im Jahr 2023 zu einem deutlichen Rückgang des Volumens der besicherten Wohnungsbaukredite um rund 37 % auf 72 Mrd. € (2023: 115 Mrd. €). Dies korrespondiert mit einem deutlichen Rückgang der Wohnungsbaugenehmigungen, die 2023 um fast 27 % auf rund 260 Tausend (VJ: 354 Tausend) einbrachen.

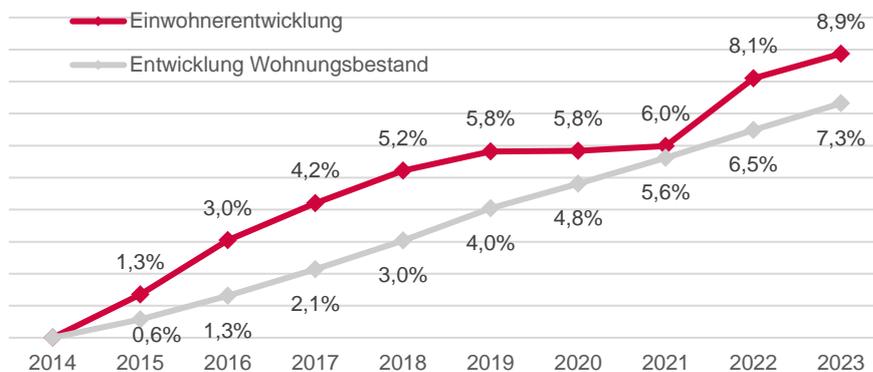
Diese Zahlen sind alarmierend angesichts der sich verschärfenden Situation auf dem Wohnungsmarkt, die durch eine Angebotslücke gekennzeichnet ist. Laut einer Studie von Bulwiengesa müssten bis 2028 jährlich 420.000 neue Wohnungen gebaut werden, um den steigenden Bedarf zu decken. Dieser Wert wurde in den vergangenen Jahren stets unterschritten, so dass in den kommenden Jahren mit einer Vergrößerung der Angebotslücke zu rechnen ist.

Immobilienmarkt in Berlin

Auch wenn sich der Berliner Wohnungsmarkt den dargestellten Trends auf dem Wohnungsmarkt nicht entziehen kann, ist die Diskrepanz zwischen Angebot und Nachfrage in Berlin ausgeprägter als in anderen Regionen. Die Wohnungsnachfrage, gemessen an der Bevölkerungsentwicklung, ist in Berlin besonders dynamisch. In den letzten 10 Jahren (2014 - 2023) ist die Einwohnerzahl Berlins um rund 360 Tsd. oder knapp 10 % gestiegen. Besonders stark war der Anstieg im Jahr 2022, als die Fluchtbewegungen im Zuge des Krieges in der Ukraine zu einem Bevölkerungszuwachs von über 75.000 Tsd. bzw. 2,0 % führten.

Der Wohnungsbestand entwickelte sich dagegen nur unterproportional. Zwischen 2014 und 2023 steigt die Zahl der Wohnungen um 7,3 %, wobei der Wohnungsbestand in jedem Jahr des Betrachtungszeitraums weniger stark zunimmt als die aus der Bevölkerungsentwicklung abgeleitete Nachfrage.

Einwohnerentwicklung vs. Wohnungsbestand in Berlin



Quelle: Statistik Berlin Brandenburg; GBC AG

Zur Wohnraumversorgung gehören neben den Wohnungen innerhalb Berlins auch die Berliner Randbezirke mit ihren Ein- und Mehrfamilienhaussiedlungen. Auch in diesem Bereich, in dem die Eigenheim Union tätig ist, sind vergleichbare Tendenzen zu beobachten. Die Folge ist ein stetiger Anstieg der Angebotskaufpreise für Ein- und Zweifamilienhäuser. Zwischen 2014 und 2023 stiegen die Angebotspreise im Median von rund 300.000 € auf 639.000 € (Quelle: Investitionsbank Berlin). Lediglich die Sondersituation des vergangenen Jahres hat den Trend der letzten Jahre unterbrochen, das Kaufpreisniveau ist aber nach wie vor als hoch einzustufen.

Die Eigenheim Union liegt mit Hauspreisen von knapp über 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 2022	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse	8,80	14,19	9,18	15,59	20,06
Bestandsveränderungen	-0,80	3,07			
sonstige betriebliche Erträge	2,47	0,18	0,50	0,20	0,20
Materialaufwand	-6,43	-14,26	-6,88	-11,69	-15,05
Rohertrag	4,05	3,17	2,79	4,10	5,22
Personalaufwand	-0,94	-1,19	-0,80	-0,84	-0,86
Abschreibungen	-0,13	-15,16	-0,12	-0,20	-0,20
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,64	-0,89	-0,35	-0,60	-0,60
EBIT	2,35	-14,07	1,52	2,46	3,56
Zinsaufwendungen	-0,22	-0,13	-0,21	-0,53	-0,35
EBT	2,13	-14,19	1,31	1,93	3,20
Steuern	-0,02	-1,23	-0,26	-0,48	-0,80
JÜ	2,11	-15,41	1,05	1,45	2,40
EBITDA	2,48	1,09	1,64	2,66	3,76
EBITDA-Marge	28,1%	7,7%	17,9%	17,0%	18,7%
EBIT	2,35	-14,07	1,52	2,46	3,56
EBIT-Marge	26,7%	-99,2%	16,6%	15,8%	17,7%

Quelle: Eigenheim Union 1898 Beteiligungs AG; GBC AG

Umsatz- und Ergebnisentwicklung Geschäftsjahr 2023

in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023
Umsatzerlöse	4,79	8,80	14,19
EBITDA	-0,19	2,48	1,09
EBIT	-0,31	2,35	-14,07
Nachsteuerergebnis	-0,63	2,11	-15,41

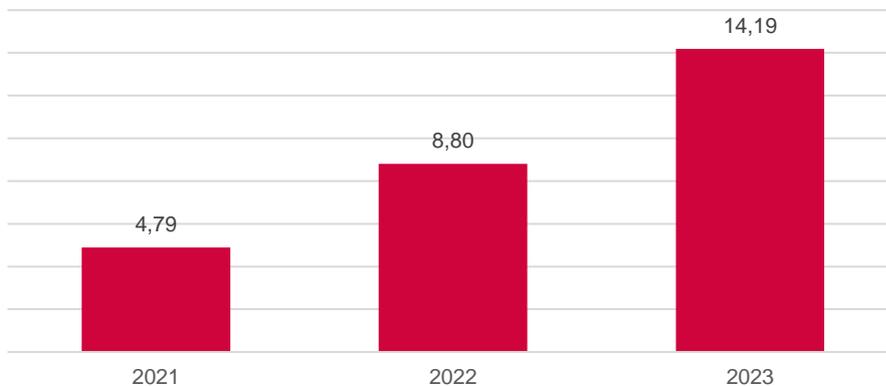
Quelle: Eigenheim Union 1898 Beteiligungs AG; GBC AG

Umsatzentwicklung Geschäftsjahr 2023

Bei den Umsatzerlösen der Eigenheim Union handelt es sich um Erlöse aus dem Verkauf von Immobilienprojekten an Endkunden. Die Umsatzrealisierung der Immobilienprojekte erfolgt sowohl bei bestehenden Projekten (Haus + Grundstück) als auch bei einzelnen Bauprojekten (Haus) nach der PoC-Methode (Percentage-of-Completion).

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 wurden insgesamt 24 Objekte fertiggestellt und an die Erwerber übergeben. Hierbei handelt es sich um die planmäßige Übergabe von 12 Einheiten des nunmehr vollständig fertiggestellten Projektes in Klein-Eichholz sowie um die bezugsfertige Fertigstellung von 12 Einheiten in Friedersdorf. Die Fertigstellung des Projektes in Friedersdorf mit 30 Einheiten war ursprünglich für das abgelaufene Geschäftsjahr 2023 geplant. Aufgrund von Verzögerungen sowie einer Unterbrechung durch Erschließungsmaßnahmen werden 18 Einheiten im Sommer 2024 an die Erwerber übergeben.

Umsatzerlöse (in Mio. €)



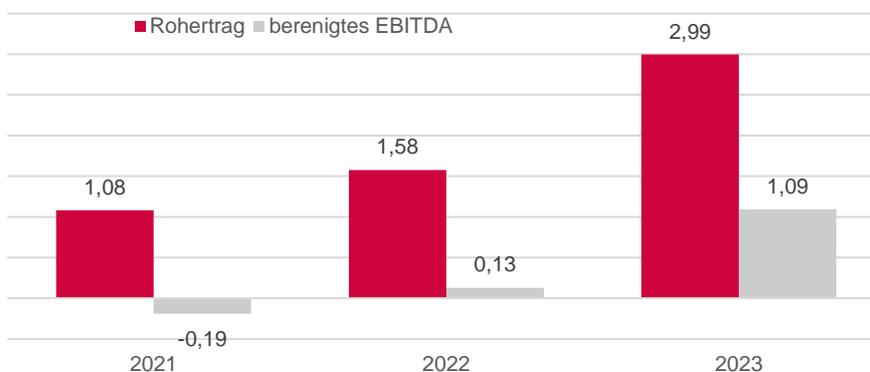
Quelle: Eigenheim Union 1898 Beteiligungs AG; GBC AG

Gleichzeitig befanden sich die 32 Einzelbauprojekte, also die Errichtung von Objekten auf fremden Grundstücken, zum Stichtag 31.12.2023 noch in der Bauphase. Insgesamt verzeichnet die Eigenheim Union einen deutlichen Anstieg der Umsatzerlöse um 61,2 % auf 14,19 Mio. € (Vorjahr: 8,80 Mio. €). Ursprünglich hatten wir für 2023 Umsatzerlöse in Höhe von 18,71 Mio. € prognostiziert. Wie dargestellt, ist die unter unseren Erwartungen liegende Umsatzentwicklung auf die verzögerte Objektübergabe in Friedersdorf zurückzuführen.

Ergebnisentwicklung Geschäftsjahr 2023

Von zentraler Bedeutung für Unternehmen der Bau- und Projektentwicklungsbranche ist die Entwicklung des Rohertrags. Dieser spiegelt die Wertschöpfung des Unternehmens wider. Ohne Berücksichtigung der sonstigen betrieblichen Erträge konnte die Eigenheim Union den Rohertrag deutlich auf 2,99 Mio. € (VJ: 1,58 Mio. €) steigern und die damit verbundene Rohertragsmarge ebenfalls sichtbar auf 21,1 % (VJ: 17,9 %) erhöhen. Die positive Entwicklung der Rohertragsmarge bestätigt einmal mehr die Aussage des Unternehmens, dass die Preissteigerungen, die die Baubranche zuletzt erheblich belastet haben, keine Auswirkungen auf die Ertragsentwicklung der Eigenheim Union haben. Das Unternehmen profitierte erneut von der Zentralisierung der Beschaffungslogistik, die unter der Marke Baustoffe Union erfolgt.

Entwicklung Rohertrag und bereinigtes EBITDA* (in Mio. €)



Quelle: Eigenheim Union 1898 Beteiligungs AG; GBC AG; *2022er EBITDA um Bewertungserträge bereinigt

Das ausgewiesene EBITDA lag trotz des gestiegenen Rohertrags mit 1,09 Mio. € (VJ: 2,47 Mio. €) sichtbar unter dem Vorjahreswert. Es wurde maßgeblich durch sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 2,47 Mio. € (VJ: 0,18 Mio. €) positiv beeinflusst. Dies steht im Zusammenhang mit der Entscheidung der Gesellschaft, das Projekt in Gräbendorf zukünftig in den Eigenbestand zu übernehmen, was mit einer erstmaligen Fair Value-Bewertung des Projekts in Höhe von 2,35 Mio. € einherging. Bereinigt um das Fair Value-Ergebnis ergibt sich für das abgelaufene Geschäftsjahr 2023 eine deutliche Steigerung des EBITDA auf 1,09 Mio. € (VJ: 0,12 Mio. €).

Der Erwerb von 100% der Anteile an der Eigenheim Union, die als Sacheinlage in die Gesellschaft eingebracht wurden, ging ursprünglich mit einer Aktivierung des Firmenwertes in Höhe von 35,74 Mio. € einher. Die zwischenzeitliche Erhöhung des Diskontierungszinssatzes vor Steuern auf rund 13 % (ursprünglich: 8 %) führte zu einer wesentlichen ergebniswirksamen Abschreibung des Firmenwertes in Höhe von rund 15,00 Mio. €. Nach Berücksichtigung dieses nicht liquiditätswirksamen Einmaleffektes weist die Eigenheim Union ein EBIT von -14,07 Mio. € (VJ: 2,35 Mio. €) aus. Bereinigt um diesen Effekt sowie um die Bewertungserträge des Vorjahres wäre das EBIT analog zum EBITDA mit 0,93 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €) höher als im Vorjahr ausgefallen.

Die Finanzaufwendungen spielen aufgrund des geringen Vorfinanzierungsbedarfs wie gewohnt nur eine untergeordnete Rolle. Insofern liegt das Ergebnis nach Steuern mit -15,41 Mio. € (VJ: 2,11 Mio. €) in etwa auf dem Niveau des EBIT. Wie dargestellt, ist der starke Ergebnissrückgang ausschließlich auf die Firmenwertabschreibungen zurückzuführen.

Bilanzkennzahlen zum 31.12.2023

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Liquide Mittel	0,12	1,04	0,13
Vorräte	5,39	3,71	0,64
Langfristiges Anlagevermögen (davon Goodwill)	36,13 (35,74)	36,50 (35,74)	24,96 (20,74)
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	0,00	2,60	2,60
Eigenkapital (EK-Quote)	34,47 (82,6%)	36,59 (83,2%)	21,17 (72,5%)
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,09	5,29	2,51
Cashflow (operativ)	0,17	-0,81	1,61
Cashflow (Investition)	-0,18	-0,12	-0,10
Cashflow (Finanzierung)	-0,67	1,85	-2,41

Quelle: Eigenheim Union 1898 Beteiligungs AG; GBC AG

Das negative Ergebnis nach Steuern in Höhe von -15,41 Mio. €, geprägt durch die starke Abwertung des Firmenwertes, führte zu einem deutlichen Rückgang des Eigenkapitals auf 21,17 Mio. € (31.12.22: 36,59 Mio. €). Innerhalb des Eigenkapitals hat die Gesellschaft zum Ausgleich des negativen Bilanzergebnisses das gezeichnete Kapital um 17,35 Mio. € auf 18,70 Mio. € herabgesetzt. Darüber hinaus soll auf der kommenden Hauptversammlung eine weitere Kapitalherabsetzung durch Zusammenlegung von Aktien im Verhältnis 10:1 beschlossen werden. Die Anzahl der ausstehenden Aktien würde sich dann auf 3,61 Mio. Stück reduzieren, mit entsprechenden Auswirkungen auf den Aktienkurs.

Trotz des starken Rückgangs des Eigenkapitals verfügt die Eigenheim Union mit einer Eigenkapitalquote von 72,5 % weiterhin über eine gute Eigenkapitalausstattung. Die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft ist insgesamt wenig kapitalintensiv, der Vorfinanzierungsbedarf beschränkt sich im Wesentlichen auf den Ankauf von Grundstücken. Da im abgelaufenen Geschäftsjahr keine neuen Projektgrundstücke erworben und Projekte erfolgreich abgeschlossen wurden, hat die Gesellschaft Bankdarlehen in Höhe von 2,22 Mio. € getilgt. Die zum 31.12.2023 bestehenden zinstragenden Verbindlichkeiten in Höhe von 2,51 Mio. € bestehen fast ausschließlich aus Gesellschafterdarlehen.

Auf der Aktivseite wird die Reduzierung der Bilanzsumme durch den abschreibungsbedingten Rückgang der Firmenwerte auf 20,74 Mio. € (31.12.22: 35,74 Mio. €) dargestellt. Auch die liquiden Mittel reduzierten sich stichtagsbedingt auf 0,13 Mio. € (31.12.22: 1,04 Mio. €). Erwähnenswert ist an dieser Stelle jedoch der deutliche Anstieg des operativen Cashflows auf 1,61 Mio. € (VJ: -0,81 Mio. €), der sogar über dem bereinigten EBITDA liegt. Hier zeigt sich erneut der nicht liquiditätswirksame Charakter der Firmenwertabschreibungen. Zum anderen dürfte die Eigenheim Union von Objektübergaben sowie Kaufpreiszahlungen profitiert haben. Der hohe operative Cashflow wurde bei geringeren Investitionen in Grundstückskäufe zur Tilgung von Bankverbindlichkeiten verwendet.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse	14,19	9,18	15,59	20,06
EBITDA	1,09	0,64	2,66	3,76
JÜ	-15,41	1,05	1,45	2,40
EPS in €	-0,43	0,29*	0,40*	0,67*

Quelle: GBC AG; nach geplanter Aktienzusammenlegung im Verhältnis 10:1

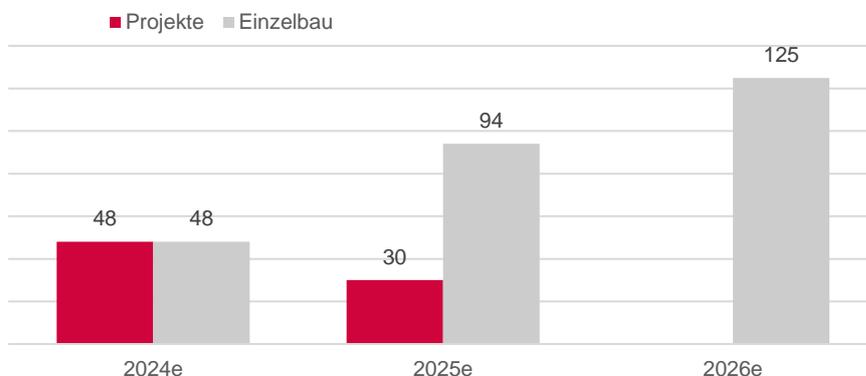
Umsatzprognosen 2024 - 2026

Mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts hat die Eigenheim Union eine kontinuierliche Steigerung der im Bau befindlichen Einheiten in Aussicht gestellt. Im Geschäftsjahr 2024 soll die Anzahl der im Bau befindlichen Einheiten auf 80 bis 100 und im Geschäftsjahr 2025 weiter auf 120 bis 150 steigen. Auf Basis der bereits akquirierten Projekte ist die Prognose für das laufende Geschäftsjahr gut abgesichert.

In Friedersdorf werden derzeit 18 Objekte fertiggestellt, die in den nächsten Wochen an die Erwerber übergeben werden können. Darüber hinaus wird noch im laufenden Geschäftsjahr mit dem Bau von 30 Doppelhaushälften in Gräbendorf begonnen, die Ende 2025 an die Erwerber übergeben bzw. in die Vermietung überführt werden können. Dieses Projekt war bisher vollständig für den Eigenbestand vorgesehen, nach aktueller Planung sollen 20 Einheiten vermietet und 10 Einheiten verkauft werden. Im Projektgeschäft werden sich somit im laufenden Geschäftsjahr 2024 insgesamt 48 Einheiten und im kommenden Geschäftsjahr 2025 insgesamt 30 Einheiten im Bau befinden.

Im Bereich der Einzelbauvorhaben befinden sich derzeit 28 Objekte in Bau, die überwiegend noch im laufenden Geschäftsjahr an die Erwerber übergeben werden sollen. Darüber hinaus sollen weitere Bauaufträge akquiriert werden. Die Eigenheim Union sieht angesichts der wieder gesunkenen Grundstückspreise und eines verbesserten Finanzierungsumfeldes eine erhöhte Kaufbereitschaft der Kunden. Für das Jahr 2024 rechnet das Unternehmen mit der Gewinnung von 20 zusätzlichen Einzelbauvorhaben. Dieser Trend sollte sich in den kommenden Geschäftsjahren fortsetzen, so dass zukünftig die Einzelbauvorhaben dominieren sollten. Damit einher geht eine geringere Kapitalbindung (kein Grundstückserwerb notwendig) und ein geringerer Vorfinanzierungsbedarf.

Anzahl Objekte im Bau



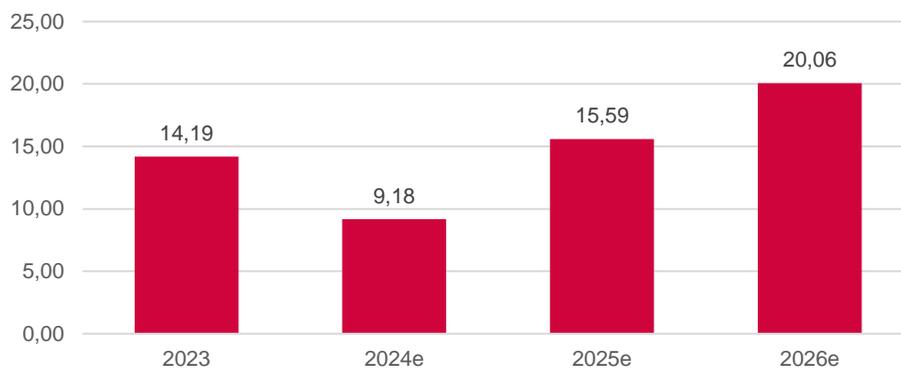
Quelle: GBC AG

Für unsere Schätzungen gehen wir für die kommenden Geschäftsjahre von folgender Projektstruktur aus (siehe Grafik). Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Eigenheim Union

auch zukünftig den Erwerb von Baugrundstücken plant, der aufgrund der derzeit noch fehlenden Konkretisierung nicht in unsere Prognosen eingeflossen ist.

Da die 18 Objekte in Friedersdorf sowie die 28 bereits akquirierten Einzelbauprojekte zum Stichtag 31.12.2023 bereits einen fortgeschrittenen Bautenstand aufweisen, werden Umsatzerlöse nach IFRS 15 bereits in 2023 realisiert. Im laufenden Geschäftsjahr werden lediglich die noch „offenen“ Umsätze der demnächst zu übergebenden Objekte ausgewiesen. Zusammen mit den IFRS 15-Umsätzen der einzelnen Neubauprojekte sowie der 10 zum Verkauf stehenden Objekte des Projekts Gräbendorf erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2024 einen Umsatzrückgang auf 9,18 Mio. € (VJ: 14,19 Mio. €). Die kommenden Geschäftsjahre 2025 und 2026 sollten durch die Errichtung der erhöhten Anzahl an Einzelbauprojekten geprägt sein und wir rechnen hier mit Umsätzen in Höhe von 15,59 Mio. € bzw. 20,06 Mio. €. In geringem Umfang haben wir in den Umsatzerlösen des Geschäftsjahres 2026 Erlöse aus der Vermietung von 20 Doppelhaushälften in Gräbendorf berücksichtigt:

Umsatzschätzungen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen 2024 – 2026

Das Kostenbild der Eigenheim Union wird im Rahmen der Objekterrichtung weiterhin durch den Materialaufwand geprägt sein. Hier hat die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr gezeigt, dass trotz der in der Baubranche bestehenden Herausforderungen (Kostensteigerungen, eingeschränkte Materialverfügbarkeit) eine stabile Entwicklung der Rohertragsmarge erreicht werden konnte. Wir gehen von einer Fortsetzung dieser Entwicklung aus und berücksichtigen dabei den zunehmenden Einsatz von Fertigteilen, der sich positiv auf den Materialaufwand und die Bauzeit auswirken sollte.

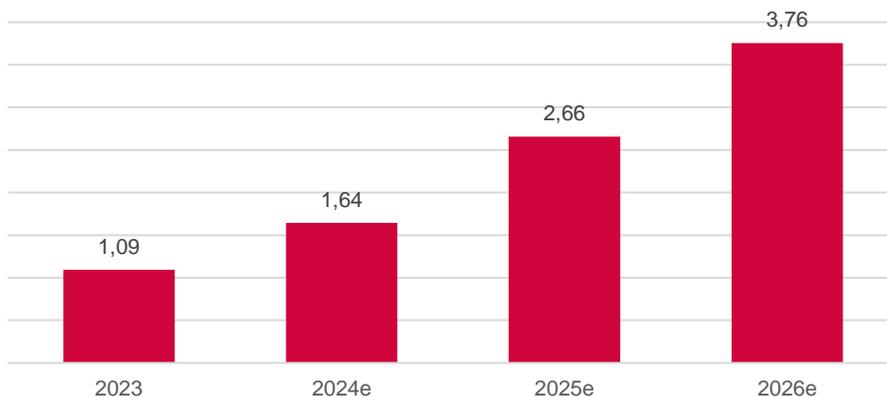
Rohertrag (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die Gemeinkosten sollten im laufenden Geschäftsjahr 2024 vor dem Hintergrund des aus Kosteneinspareffekten resultierenden Personalabbaus sichtbar zurückgehen. Auf Ebene des EBITDA dürfte der von uns erwartete Rückgang des Rohertrages damit überkompensiert werden und folglich rechnen wir mit einem sichtbaren Anstieg des EBITDA auf 1,64 Mio. €. Aufgrund der dann wieder erwarteten Umsatzsteigerung sollte sich diese Tendenz auch in den kommenden Geschäftsjahren forsetzen:

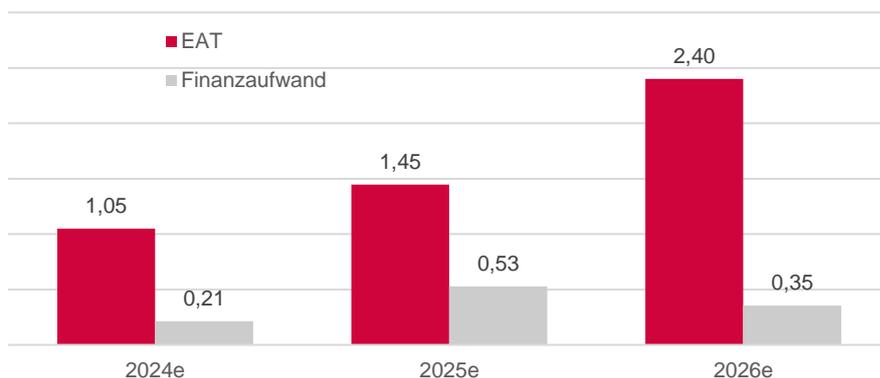
EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Nach der vorgenommenen Firmenwertabschreibung werden die Abschreibungen in den kommenden Geschäftsjahren wieder auf das gewohnt niedrige Niveau zurückkehren, so dass das EBIT dem EBITDA weitgehend entsprechen wird. Beim Finanzergebnis haben wir die Planung der Gesellschaft berücksichtigt, 20 Objekte aus dem Projekt Gräbendorf in den Bestand zu übernehmen. Hier rechnen wir mit einer FK-Quote von 80 %, die zunächst als Developmentfinanzierung aufgenommen wird und später in eine langfristige und damit zinsgünstigere Immobilienfinanzierung übergehen sollte. Weitere Projektakquisitionen haben wir nicht unterstellt, diese sollten aber durch den zwischenzeitlich positiven Cashflow aus der Immobilienentwicklung gedeckt sein.

Finanzaufwand und Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

Die Eigenheim Union 1898 Beteiligungs AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2024 bis 2026 in Phase 1, erfolgt von 2027 bis 2031 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 15,6 % 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 2,5 % (bisher: 2,0 %)**

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 11,7 % (bisher: 11,2 %) (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 10,4% (bisher: 10,0 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel von 0,65 € (bisher: 1,30 €) ermittelt. Neben der Überarbeitung unserer Schätzungen hat auch der Anstieg der gewichteten Kapitalkosten (WACC) zu der Reduzierung des Kursziels geführt.

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	18,7%	ewige EBITA - Marge	17,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	1,8%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	0,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 30e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	9,18	15,59	20,06	20,67	21,29	21,92	22,58	23,26	
US Veränderung	-35,3%	69,9%	28,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,03	1,38	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	
EBITDA	1,64	2,66	3,76	3,87	3,98	4,10	4,23	4,35	
EBITDA-Marge	17,9%	17,0%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	
EBITA	1,52	2,46	3,56	3,67	3,78	3,89	4,01	4,13	
EBITA-Marge	16,6%	15,8%	17,7%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,0%
Steuern auf EBITA	-0,30	-0,61	-0,89	-0,92	-0,94	-0,97	-1,00	-1,03	
zu EBITA	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	1,22	1,84	2,67	2,75	2,83	2,92	3,01	3,10	
Kapitalrendite	29,9%	26,0%	25,4%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	23,5%
Working Capital (WC)	-1,80	-0,80	0,10	0,10	0,11	0,11	0,11	0,12	
WC zu Umsatz	-19,6%	-5,1%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
Investitionen in WC	-0,93	-1,00	-0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	8,90	11,30	11,10	11,43	11,78	12,13	12,49	12,87	
AFA auf OAV	-0,12	-0,20	-0,20	-0,20	-0,21	-0,21	-0,22	-0,23	
AFA zu OAV	1,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Investitionen in OAV	-2,20	-2,60	0,00	-0,53	-0,55	-0,57	-0,58	-0,60	
Investiertes Kapital	7,10	10,50	11,20	11,54	11,88	12,24	12,61	12,98	
EBITDA	1,64	2,66	3,76	3,87	3,98	4,10	4,23	4,35	
Steuern auf EBITA	-0,30	-0,61	-0,89	-0,92	-0,94	-0,97	-1,00	-1,03	
Investitionen gesamt	-3,14	-3,60	-0,90	-0,54	-0,55	-0,57	-0,59	-0,60	
Investitionen in OAV	-2,20	-2,60	0,00	-0,53	-0,55	-0,57	-0,58	-0,60	
Investitionen in WC	-0,93	-1,00	-0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-1,80	-1,56	1,97	2,42	2,49	2,56	2,64	2,72	35,91

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	25,99	30,26
Barwert expliziter FCFs	8,05	10,44
Barwert des Continuing Value	17,94	19,81
Nettoschulden (Net debt)	4,68	6,76
Wert des Eigenkapitals	21,31	23,49
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	21,31	23,49
Ausstehende Aktien in Mio.	36,05	36,05
Fairer Wert der Aktie in EUR	0,59	0,65

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,67
Eigenkapitalkosten	11,7%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	28,7%

WACC **10,4%**

Kapitalrendite	WACC				
	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
22,5%	0,74	0,68	0,62	0,58	0,54
23,0%	0,76	0,69	0,64	0,59	0,55
23,5%	0,77	0,71	0,65	0,60	0,56
24,0%	0,79	0,72	0,67	0,62	0,57
24,5%	0,81	0,74	0,68	0,63	0,58

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:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<https://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:

<https://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



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