

Akt. Kurs (13.03.08, 9:59, Ffm): 7,70 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **11,00 (11,00) EUR**

**Branche:** Konsum (Eigenheime)  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0006208333  
**Reuters:** D2BG.DE  
**Bloomberg:** D2B

## Kurzportrait

Die DESIGN Bau AG kauft, entwickelt und erschließt ganze Baugebiete in den Speckgürteln norddeutscher Großstädte wie Berlin, Hamburg, Lübeck und Potsdam und bietet Einfamilien-, Doppel- und Reihenhäuser in Massivbauweise an. Käufer sind institutionelle Investoren und Selbstnutzer.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	10,45 €	6,80 €
Aktueller Kurs:	7,70 €	
Aktienzahl ges.:	5.280.000	
Streubesitz:	37,0%	
Marktkapitalis.:	40,7 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Angepasstes Geschäftsmodell hebt DESIGN Bau von Mitbewerbern ab

Mit dem im letzten Herbst angekündigten strategischen Schwenk, sich in Zukunft verstärkt auf die Vermarktung vollständig entwickelter Baugebiete an institutionelle Käufer mit dem Zweck der Häuser-Vermietung zu konzentrieren, hebt sich die DESIGN Bau unseres Erachtens von den zahlreichen austauschbaren Geschäftsmodellen der Mitbewerber ab, die ausschließlich auf die Bedienung des deutlich rückläufigen Marktes für Eigennutzer setzen.

Der Markt für vermietete Häuser ist nach unseren Recherchen derzeit kaum institutionalisiert und wird von privaten Vermietern dominiert. Diese suchen meist im Zuge von Erbangelegenheiten oder aus anderen privaten Gründen nach einer Zwischenlösung bis zur beabsichtigten Eigennutzung ihrer Immobilie. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes sind aktuell nur rund 13 Prozent der Häuser vermietet, während der Löwenanteil von 87 Prozent auf die klassische Eigennutzung entfällt.



Quelle: Market-Maker

## Kennzahlen

	05/06	06/07	07/08e	08/09e
<b>Umsatz</b>	14,5	43,4	30,5	58,0
<i>bisher</i>	---	---	60,0	75,0
<b>EBIT</b>	1,1	0,7	1,1	4,5
<i>bisher</i>	---	---	5,4	6,9
<b>Jahresüb.</b>	1,2	-0,1	9,0	3,1
<i>bisher</i>	---	---	8,0	4,8
<b>Erg./Aktie</b>	0,33	neg.	1,71	0,58
<i>bisher</i>	---	---	1,51	0,90
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,20	0,30
<i>bisher</i>	---	---	0,00	0,20
<b>KGV</b>	23,3	neg.	4,5	13,2
<b>Div.rendite</b>	0,0%	0,0%	2,6%	3,9%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Mit liquiden Mitteln in Höhe von 15 Mio. Euro besitzt DESIGN Bau eine ausreichend gefüllte „Kriegskasse“, um auch die Zukunft eine hinreichende Anzahl von Projekten ankaufen zu können. Damit sind die Kieler bei der Grundstücksakquise nicht auf eine Kreditfinanzierung durch Banken angewiesen. Dementsprechend schnell und flexibel kann das Unternehmen bei entsprechenden Gelegenheiten auf die Markterfordernisse reagieren. Dem institutionellen Käufer bietet DESIGN Bau in Zusammenarbeit mit der ALT & KELBER Immobiliengruppe dabei ein Komplett-Paket an, das von der Bebauung über die Vermietung und Verwaltung bis hin zum Ausstieg aus dem Projekt reicht.

Dabei werden dem institutionellen Investor alle Aufgaben wie Realisierung, Vermietung, Verwaltung und Verkauf abgenommen, so dass er praktisch wie bei einem Wertpapierportfolio einen Cash Flow kauft und mit den spezifischen Herausforderungen der Immobilienanlage nicht „behelligt“ wird. Derzeit hat DESIGN Bau einen Zugriff auf circa 2.000 Grundstücke, so dass nach Unternehmensangaben für die Zukunft ausreichende Wachstumsperspektiven vorhanden sind.

## Engagement im Raum Berlin nochmals verstärkt

Mitte Dezember gab DESIGN Bau den Erwerb eines weiteren Areals im Berliner „Speckgürtel“ bekannt. Die „Falkenberger Auen – am S-Bahnhof Ahrensfelde“ umfassen eine Nettobaufläche von rund 142.000 Quadratmeter. Der Kaufpreis in Höhe von 11,3 Mio. Euro wird in vier jährlichen Raten bezahlt; die letzte wird im März 2011 fällig. Den Kaufpreis in Höhe von 80 Euro sehen wir im Vergleich zu den im Berliner Umland sonst üblichen Preisen (circa 100 €) als vergleichsweise günstig an, zumal die öffentlichen Erschließungskosten in diesem Betrag bereits enthalten sind.

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Auf dem Gebiet sollen in klassischer Mischbebauung Einzel-, Doppel- und Reihenhäuser entstehen, so dass in der Summe knapp 1.000 Wohneinheiten bzw. in DESIGN Bau-Zählweise (Grundstück plus Haus werden als zwei Einheiten gezählt) insgesamt rund 2.000 Einheiten zur Verfügung stehen. Das komplette Areal wird somit an den institutionellen Anleger verkauft, der sich ALT & KELBER bezüglich der Verkäufe oder Vermietungen bedient.

### **Zahlen nach Erhöhung der Prognose keine Überraschung mehr**

Das Kalenderjahr 2008 begann mit einem Paukenschlag bei der DESIGN Bau AG. Am 2. Januar gab das Kieler Unternehmen die größte Transaktion der Firmengeschichte bekannt. Das gemeinsam mit dem Bau-Verein zu Hamburg betriebene Joint Venture in Hamburg-Winterhude meldete den kompletten Verkauf des dort entwickelten Areals an einen institutionellen Investor. Dabei handelt es sich um den europäischen Ableger von AIG, einer großen US-Versicherungsgruppe.

Nachdem diese Transaktion Anfangs von einigen Analysten aufgrund des vom sonstigen Geschäft abweichenden Mehrgeschossbaues zuvor skeptisch beäugt wurde, hat die DESIGN Bau AG mit dem Verkauf erneut ihre Kompetenz bewiesen, Grundstücke erfolgreich zu entwickeln. Die Transaktion bildet jedoch nach Unternehmensangabe eine strategische Ausnahme außerhalb des sonst fokussierten Baues von Einfamilienhäusern.

Prinzipiell erachten wir im Kerngeschäftsfeld den Verkauf an institutionelle Investoren mit anschließender Vermietung als strategisch sinnvolle Maßnahme. Damit können auch Kunden gewonnen werden, die bislang aufgrund der räumlichen Bindung, die eine Immobilie mit sich bringt, vor einem „klassischen“ Hauskauf zurückschreckten.

Im Zuge der Hamburger Transaktion erhöhte DESIGN Bau zudem die Prognose für das Ergebnis vor Steuern des abgelaufenen Geschäftsjahres (bis 29.2.) von zuvor 8 auf nunmehr 13 Mio. Euro, was der Kapitalmarkt am darauffolgenden Tag mit einem ordentlichen Kursplus von bis zu 20 Prozent auf 9,40 Euro belohnte. Insofern überraschten uns die am 3. März bekannt gegebenen vorläufigen Zahlen nicht mehr. Demnach realisierte die DESIGN Bau AG im Geschäftsjahr 2007/08 einen Umsatz von circa 30 Mio. Euro.

Zu beachten ist dabei, dass der Ergebnisbeitrag aus dem Geschäft in Winterhude entgegen unserer bisherigen Erwartung – wir hatten eine anteilige Konsolidierung unterstellt – in das Finanzergebnis einfluss, so dass der ausgewiesene Umsatz und auch das EBIT nur begrenzt aussagekräftig sind. Dies erklärt auch die deutliche Abweichung von unserer Schätzung eines Umsatzes von 60 Mio. Euro bzw. eines EBIT von 5,4 Mio. Euro.

Unter dem Strich wurde mit einem jetzt kommunizierten Ergebnis je Aktie von 1,71 Euro unsere optimistische Schätzung von 1,51 Euro deutlich übertroffen, was unseres Erachtens den Spielraum für die erstmalige Zahlung einer Dividende von circa 20 Cent je Aktie eröffnet. Insgesamt werten wir das vergangene Geschäftsjahr als sehr erfolgreich für die DESIGN Bau AG.

### **Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr an die Prognose angepasst**

Im Zuge der schwierigen Prognostizierbarkeit eines auf derartigen großen Transaktionen basierenden Geschäftsmodells haben wir unsere Schätzungen an die unlängst heraus gegebene Prognose des Unternehmens angepasst. Wir rechnen im laufenden Geschäftsjahr 2008/09 mit einem Umsatzvolumen

von 58 (bisher 75) Mio. Euro. Aufgrund der Unwägbarkeiten im Projektgeschäft bleiben wir mit unserem Ansatz damit leicht unter der Prognose des Unternehmens von circa 60 Mio. Euro.

Das operative Ergebnis (EBIT) erwarten wir nun auf einem Niveau von circa 4,5 (6,9) Mio. Euro. Aufgrund der im Rahmen großer Bauprojekte zu erbringenden Vorleistungen, denen kein Ergebnisbeitrag gegenüber steht, machen sich die zusätzlichen Umsätze noch nicht im Ergebnis bemerkbar. Somit pendelt sich der Jahresüberschuss mit 3,1 (4,8) Mio. Euro unter dem bisherigen Niveau unserer Schätzung ein. Das Ergebnis je Aktie wird sich nach unseren Berechnungen auf 0,58 (0,90) Euro belaufen. Hintergrund dieser auf den ersten Blick unschönen Reduzierung ist vor allem der nach vorne verschobene Komplettverkauf von Hamburg-Winterhude, während wir mit einer sukzessiven Realisierung in beiden Geschäftsjahren kalkuliert hatten.

Da DESIGN Bau nie das komplette Verkaufsvolumen in einem Geschäftsjahr abarbeiten kann, ergeben sich durch die neuesten Ankäufe auch positive Abstrahleffekte auf die kommenden Geschäftsjahre. Über die Hälfte des für das laufende Jahr 2008/09 geplanten Geschäftsvolumens von circa 110 Mio. Euro dürfte daher erst 2009/10 umsatz- und ergebniswirksam werden, wobei wir an dieser Stelle ausdrücklich auf die projektbedingten Unwägbarkeiten der Prognose hinweisen.

In 2009/10 sollte DESIGN Bau von den im laufenden Geschäftsjahr getätigten Vorleistungen daher überproportional profitieren. Wir rechnen hier mit einem vorsichtig kalkulierten Umsatz von 92 Mio. Euro. Aufgrund unterproportional steigender Aufwendungen wird sich das EBIT unserer Einschätzung nach auf 11,9 Mio. Euro fast verdreifachen. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen sehen wir in 2009/10 bei 8,1 Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 1,54 Euro und damit ein ähnliches Niveau wie im abgelaufenen (Rekord-)Jahr nach sich ziehen würde.

### **Bewertung**

Für die Bewertung der Design-Bau-Aktie ziehen wir ein DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 7,14%, Ausgangs-Cash-Flow 8,0 Mio. € in 2007/08, ewiges Wachstum 0%, Beta 1,1 aufgrund der Projektlastigkeit) heran. Daraus ergibt sich ein fairer Wert von 10,95 Euro je Aktie, so dass wir unser Kursziel unverändert bei 11 Euro belassen.

Eine zusätzliche Bewertungsindikation liefert das erwartete 2008er-Branchen-KGV für Immobilienwerte in Kombination mit unserem geschätzten Gewinn für DESIGN-Bau in Höhe von 0,58 Cent. Der Wert von 10,21 Euro je Aktie bildet jedoch unseres Erachtens noch nicht die aus der neuen Geschäftsstrategie erwachsenden Wertschöpfungspotenziale ab. Auf der anderen Seite untermauert diese Indikation das aktuelle Bewertungsniveau, da ein „Zukunfts- und Strategieaufschlag“ von 8 Prozent gegenüber unserem Kursziel von 11 Euro unseres Erachtens durchaus angemessen ist.

Der größte Teil des Börsenwertes ist zudem allein durch den Marktwert der Nettobaufläche von mehr als 400.000 qm abgesichert. Auch das KGV von unter 5 für das Geschäftsjahr 2007/08 zeigt, dass sich die Bewertungsrelationen in konservativen Bahnen bewegen. Eine Dividendenausschüttung erwarten wir unter Umständen bereits für das Ende Februar zuende gegangene Geschäftsjahr. Insgesamt steht die Firma dank der hohen Substanz unserer Meinung nach weiterhin auf einem soliden Fundament.

**Fazit**

Die DESIGN Bau AG hebt sich im Zuge des neuen strategischen Fokus, der einen Abverkauf der entwickelten Areale mit Einfamilienhäusern an institutionellen Anleger und die Vermietung der Häuser vorsieht, von der Austauschbarkeit der Geschäftsmodelle vieler Immobiliengesellschaften ab. Die Projektlastigkeit des Geschäftes führt bei DESIGN Bau jedoch zu starken Schwankungen und schwer kalkulierbaren Ergebnissen im einzelnen Jahr. Zudem ist die Umsatzentwicklung und -höhe weniger aussagekräftig als bei Unternehmen mit einem stetigeren Geschäft.

Angesichts der moderaten Bewertung mit einem KGV von 4,5 für das abgelaufene, gut 13 für das begonnene und etwa 5 für das kommende Geschäftsjahr sowie der guten Absicherung durch die hohe Substanz in Form der verfügbaren Bauflächen empfehlen wir die Aktie der DESIGN Bau AG mit einem unveränderten Kursziel von 11 Euro für spekulative Anleger weiterhin zum Kauf. Aufgrund der Marktenge des Wertes raten wir jedoch unbedingt dazu, Orders in der Aktie streng zu limitieren.

## Aktionärsstruktur

Herr Werner Mattner	29,29%
Herr Joachim Mattner	19,19%
TFG Capital AG Unternehmensbeteiligungsgesellschaft	4,67%
Alt & Kelber	4,56%
Familie Krekel	2,76%
Familie Mattner	2,55%
Streubesitz	36,98%

## Termine

Juni 2008	Veröffentlichung Geschäftsbericht 2007/08 und Quartalsmitteilung I
September 2008	Quartalsmitteilung II
Dezember 2008	Quartalsmitteilung III

## Kontaktadresse

DESIGN Bau AG  
Hamburger Chaussee 339  
D-24113 Kiel

Internet: [www.designbau-ag.de](http://www.designbau-ag.de)

## Ansprechpartner Investor Relations:

Felix Krekel

Tel.: +49 (0) 431 / 66671 - 128  
Fax: +49 (0) 431 / 66671 - 299  
Email: [ir@designbau-ag.de](mailto:ir@designbau-ag.de)

## Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

## Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
07.12.2007	8,01 €	Kaufen	11,00 €
14.09.2007	8,20 €	Kaufen	11,00 €
15.06.2007	8,60 €	Kaufen	11,00 €
05.03.2007	9,50 €	Kaufen	12,30 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.07):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	66,7%	72,7%
Halten	28,1%	27,3%
Verkaufen	5,3%	0,0%

## Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
DESIGN Bau AG	1,4

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe [www.gsc-ag.de](http://www.gsc-ag.de)), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

## Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.