

Timeless Homes

Reuters: TH4A.DE

Bloomberg: A1R09H=DU

ISIN: DE000A1R09H8

WKN: A1R09H

Geradliniges Konzept

Fokus auf die lukrative Nische der Luxusimmobilien

Die 2012 gegründete Timeless Homes-Gruppe ist in der Nische der Luxusimmobilien und Luxusartikel tätig. Das Unternehmen plant, von namhaften Architekten gestaltete Design-Häuser zu entwickeln. Das Geschäftsmodell basiert auf zwei Säulen: Der Errichtung und dem Vertrieb von Luxusimmobilien auf eigene Rechnung und der Vereinnahmung von Lizenzeinnahmen.

Extrem schlanke Unternehmensstrukturen

Wesentliche Elemente der Wertschöpfungskette hat Timeless Homes an Partnerunternehmen outgesourct. Ein zentrales Element der Marktpositionierung ist die Kooperation mit Porsche Design, durch die die Grundregeln des Timeless-Designs auch in den nachgelagerten Wertschöpfungssebenen vorgegeben werden.

Unternehmensanleihe mit bis zu siebenjähriger Laufzeit

Das Volumen der Unternehmensanleihe, die am Primärmarkt für Anleihen der Börse Düsseldorf Segment sowie am Quotation Board der Frankfurter Wertpapierbörse begeben wurde, beträgt bis zu EUR 10,0 Mio. Hiervon wurden jedoch bislang lediglich rund EUR 1,0 Mio. platziert. Der Kupon der siebenjährigen Anleihe liegt bei 9,00%, die Zinszahlung erfolgt vierteljährlich, wodurch sich bei einem aktuellen Kurs von 69,50% eine Effektivverzinsung von 17,80% ergibt. Der Nettoemissionserlös soll im Wesentlichen als Einstiegsfinanzierung des geplanten organischen Wachstums, insbesondere des Baus von Luxus-Ferienimmobilien (~75,0%) und des Kaufs eines Grundstücks (~5,0%) sowie für die Entwicklung neuer Produkte bzw. die allgemeine Markenpflege (~20,0%) verwendet werden. Mit einer Reihe von Covenants – darunter Change of Control, Cross Default (>EUR 1,0 Mio.), Begrenzung der Gewinnausschüttung (<10,0% des festgestellten Jahresüberschusses), einem Verbot der Änderung der Geschäftsführung und einem vorzeitigen Kündigungsrecht (Put) der Gläubiger im Jahr 2018 – ist die Anleihe gläubigerfreundlich ausgestattet.

Analyse von Bonität und Solvenz des Unternehmens

Unsere Schätzungen basieren auf dem bislang platzierten Anleihevolumen. Die Deckungsgrad-Kennzahlen zeigen, dass Timeless Homes in der Lage sein sollte, die in den kommenden sechseinhalb Jahren fälligen Kuponzahlungsverpflichtungen von derzeit kumuliert knapp EUR 0,6 Mio. bedienen zu können. 2018e, wenn Gläubiger erstmals von ihrem Kündigungsrecht Gebrauch machen können, rechnen wir mit einer Nettofinanzposition von EUR 0,8 Mio. (2013e: Nettoverschuldung EUR 0,7 Mio.) und einem Gearing von 0,9x (2013e: 3,7x). Damit sollte die Rückzahlung des derzeit platzierten Anleihebetrags aus dem Kassenbestand und der Nutzung von Kontokorrentlinien möglich sein.

Schwächen und Risiken aus dem Geschäftsmodell

Die wichtigsten Schwächen und Risiken sehen wir (1) in Abhängigkeiten von Kooperationspartnern und (2) Schlüsselpersonen; (3) aufgrund der frühen Unternehmensphase und (4) in branchentypischen Gewährleistungs-, Schadenersatz- und Haftungsrisiken; (5) in einer hohen Wettbewerbsintensität und (6) in Abhängigkeiten von einzelnen Kunden.

Credit Research

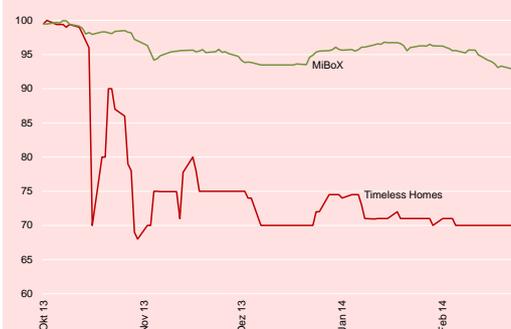
Kurs: 69,50%
Effektivverzinsung: 17,80%
Aktuelles Unternehmens-Rating: n/a
Aktuelles Anleihe-Rating: n/a
Handelssegment: Freiverkehr Börse Düsseldorf
Nominalzins: 9,00%
Zinszahlungstermine: Vierteljährlich zum 01.06., 01.09., 01.12. und 01.03.
Volumen: EUR 10,0 Mio., tatsächlich platziert: EUR ~1,0 Mio.
davon platziert: EUR ~1,0 Mio.
Laufzeitende: 30.06.2020 (7 Jahre)

EUR Mio. (31/12)	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	1,8	0,8	4,9	5,5
Rohhertrag	0,4	0,8	1,3	1,8
EBITDA	0,4	0,2	0,5	0,8
EBIT	0,4	0,2	0,4	0,7
EBT	0,4	0,2	0,4	0,6
EAT	0,3	0,2	0,3	0,5

YoY (%)	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	n/a	-54,4%	512,5%	12,6%
Rohhertrag	n/a	96,8%	61,6%	38,7%
EBITDA	n/a	-48,5%	148,7%	67,1%
EBIT	n/a	-48,5%	123,1%	63,3%
EBT	n/a	-55,5%	113,5%	75,8%
EAT	n/a	-33,6%	51,6%	75,8%

EUR Mio.	2012	2013e	2014e	2015e
Eigenkapital	0,3	0,3	0,6	1,0
Zinstragende Verb.	0,0	1,0	1,0	1,0
Nettoverschuldung	-0,1	0,7	0,3	-0,3

x	2012	2013e	2014e	2015e
EBITDA ICR	n/a	7,8x	6,0x	9,9x
EBIT ICR	n/a	7,8x	6,7x	11,3x
Total Debt/EBITDA	0,1x	5,1x	2,0x	1,2x
Net Debt/EBITDA	-0,3x	3,5x	0,6x	-0,4x
Risk Bearing Captl.	0,6x	0,2x	0,3x	0,3x
Total Debt/Capital	0,1x	0,7x	0,6x	0,5x



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary.....	3
Business Profile Business Profile	4
Finanzprofil.....	5
Analyse ausgewählter DVFA-Kennzahlen.....	6
Anleihebedingungen im Überblick	7
Analyse und Bewertung der Anleihe.....	9
Analyse der Unternehmenskennzahlen.....	15
Geradliniges Konzept	18
Unternehmensgeschichte, Management und Strategie.....	23
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken.....	24
Markt-, Wettbewerbs- und Standortanalyse.....	27
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen.....	31
Gewinn- und Verlustrechnung	36
Segmente	37
Bilanz.....	38
Bilanz (Normalisierte Fassung).....	39
Cashflow-Statement	40
Auf einen Blick.....	41
DVFA-Kennzahlen.....	42
Disclaimer.....	43

Bitte beachten Sie, dass jedes Kapitel mit einem umfangreichen Executive Summary beginnt.

Executive Summary

Entwickler von Luxusimmobilien mit Alleinstellungsmerkmalen

Im Zentrum der Unternehmensgruppe Timeless Luxury Group steht die Emittentin der Unternehmensanleihe, die Timeless Homes GmbH, in der sowohl sämtliche Immobilienaktivitäten der Gruppe angesiedelt sind, insbesondere Luxuswohn- und Luxusferienimmobilien, als auch deren Inneneinrichtungsaktivitäten. Mit der Schwestergesellschaft Timeless Luxury GmbH, in der alle sonstigen Aktivitäten der Timeless Luxury Group zusammengefasst sind, ist die Emittentin über Lizenzvereinbarungen verbunden. An beiden Tochtergesellschaften ist die Timeless Luxury Group zu 100,0% beteiligt.

Zielkunden des Unternehmens

Zielkunden des Unternehmens sind High Net Worth Individuals (HNWI) mit einem Nettovermögen von mehr als USD 1,0 Mio. und Ultra High Net Worth Individuals (UHNWI, mehr als USD 50 Mio.) viele aus Russland, China und dem arabischen Raum, aber auch aus der Schweiz.

Rückblick auf 2013; Prognose 2014e und 2015e

2013e konnte Timeless Homes Umsätze von ca. EUR 0,8 Mio. und ein operatives Ergebnis von ca. EUR 0,2 Mio. erzielen. Dabei wurden ausschließlich Lizenzentnahmen generiert. Schon in diesem Jahr wird sich die Ertragslage von Timeless Homes nach unserer Einschätzung auf mehrere Säulen stützen, und zwar auf die Entwicklung von Luxuswohn- und Luxusferienimmobilien sowie die Entwicklung hochwertiger Inneneinrichtungen. Im Zeitraum bis 2015e, der unseren Detailplanungszeitraum widerspiegelt, rechnen wir mit einem Anstieg der Umsätze auf dann EUR 5,5 Mio. und des EBIT auf EUR 0,7 Mio. Bis zum ersten Kündigungstermin (Put) der Anleihe im Jahr 2018e rechnen wir mit einem Anstieg der Umsätze auf EUR 6,4 Mio. (CAGR 2015e-18e 4,8%) und des EBIT auf EUR 0,7 Mio., was dann einer operativen Marge von 11,2% entspricht.

Begebung einer Unternehmensanleihe

Das Volumen der Anleihe, die seit 02.07.2013 am Prädikatsmarkt der Düsseldorfer Börse zum Handel zugelassen ist, beträgt bis zu EUR 10,0 Mio., wovon allerdings lediglich EUR 1,0 Mio. platziert worden sein dürften. Der Kupon liegt bei 9,00%, was bei einer vierteljährlichen Zinszahlung und einem Kurs von aktuell 69,50% zu einer Effektivverzinsung von 17,80% führt. Die Laufzeit der Anleihe beträgt sieben Jahre, allerdings können die Gläubiger erstmals 2018 ein einseitiges Kündigungsrecht wahrnehmen. Ein Rating wurde nicht in Auftrag gegeben. Mit der Anleihe sollen insbesondere (1) der Bau von Ferienimmobilien (~75,0%) und (2) die Entwicklung neuer Produkte und der Aufbau der Marke „Timeless“ (~20,0%) finanziert werden. Die Anleihe ist mit attraktiven Covenants ausgestattet; hervorzuheben sind eine Ausschüttungsbegrenzung auf 10% des Nachsteuerergebnisses; darüber hinaus gilt ein Cross Default, falls der Drittverzug EUR 1,0 Mio. übersteigt, und eine Change of Control-Vereinbarung.

Bewertung von Liquidität und Solvenz

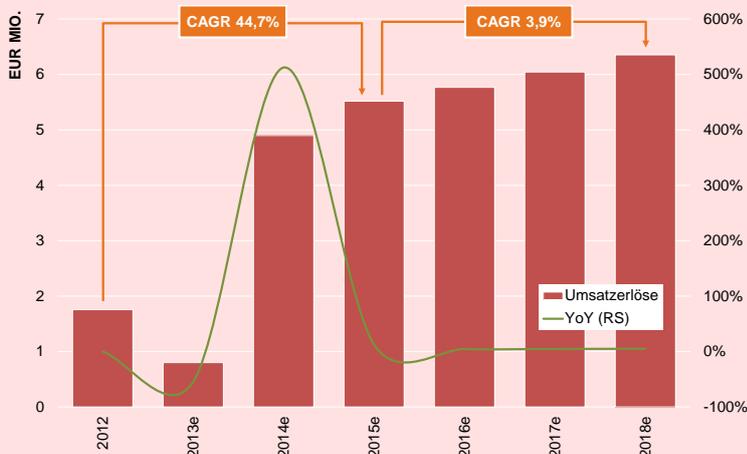
Beim gegenwärtigen Platzierungsstand ergeben sich aus der Anleihe Kuponverpflichtungen von rund EUR 0,1 Mio. p. a., weitere zinstragende Verbindlichkeiten liegen nicht vor. Den Zinsverpflichtungen steht 2014e nach unseren Schätzungen ein operatives Ergebnis (EBIT) in Höhe von EUR 0,4 Mio. gegenüber (Zinsdeckung von 6,0x). Insgesamt reicht unser Prognosehorizont bis zum außerplanmäßigen Kündigungsrecht der Gläubiger der Anleihe im Jahr 2018e. Während dieses Zeitraums rechnen wir mit einem Anstieg des operativen Ergebnisses (EBIT) auf EUR 0,7 Mio. und einem Anstieg der EBIT-ICR auf dann 9,9x.

Schwächen und Risiken

Aus dem Geschäftsmodell sehen wir insbesondere die nachfolgenden Schwächen und Risiken: (1) sehr kurze Unternehmenshistorie; (2) Abhängigkeit von einzelnen Kunden; (3) Abhängigkeiten von einer Reihe von Kooperationspartnern, insbesondere beim Design, Bau, Vermarktung und Vertrieb der Luxusimmobilien (4) sowie von Schlüsselpersonen; (5) mögliche Interessenkonflikte der Geschäftsleitung; (6) branchentypische Gewährleistungs-, Schadenersatz- und Haftungsrisiken. Für die Anleihe ist zudem (7) das sehr geringe Handelsvolumen zu beachten.

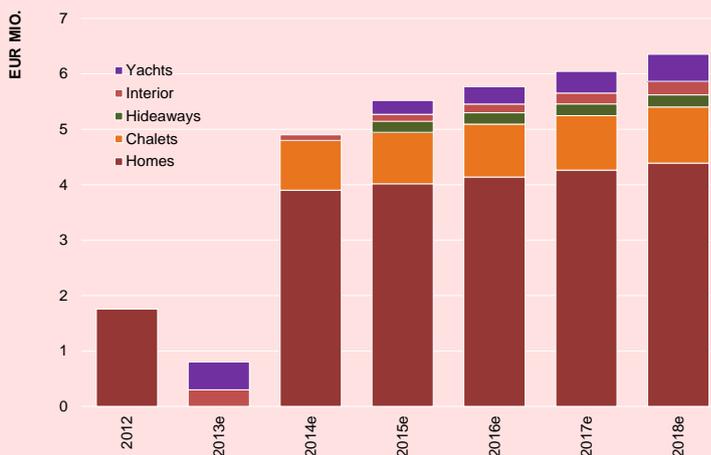
Business Profile Business Profile

UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



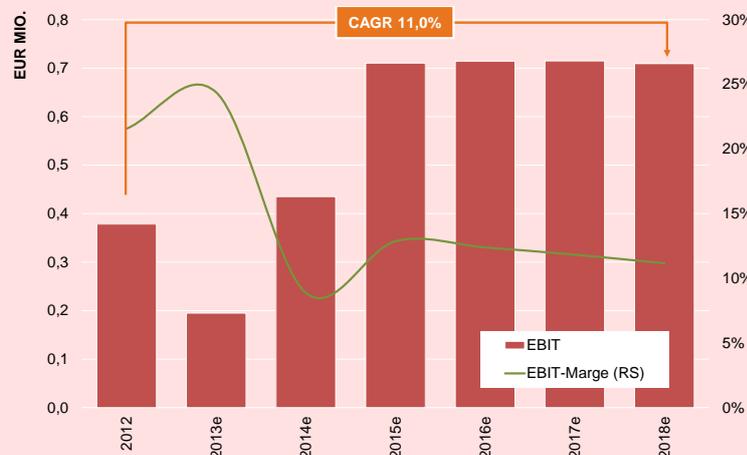
Die Unternehmensgeschichte ist zu kurz, um aus ihr aussagekräftige Prognosen für die Zukunft ableiten zu können. Nach einem deutlichen Umsatzanstieg in diesem Jahr, der insbesondere den erwarteten Verkauf einer Immobilie in Grünwald widerspiegelt, rechnen wir in den kommenden Jahren mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 3,9%.

UMSATZ NACH SEGMENTEN



Auf Segmentebene erwarten wir, dass der Bereich Homes, in dem die Entwicklung, das Design und der Vertrieb von Luxusimmobilien angesiedelt sind, auch weiterhin eine überragende Bedeutung auf den Gruppenumsatz haben wird. An zweiter Stelle erwarten wir zukünftig den Bereich Chalets, also die Entwicklung von exklusiven Ferienimmobilien.

EBIT UND EBIT-MARGE



Seit seiner Gründung konnte Timeless Homes positive operative Ergebnisse erwirtschaften. Dabei musste das Unternehmen im Vorjahr an die mandatierte Bank hohe Beraterhonorare für die (letzten Endes nur zum Teil erfolgte) Platzierung der Unternehmensanleihe leisten.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

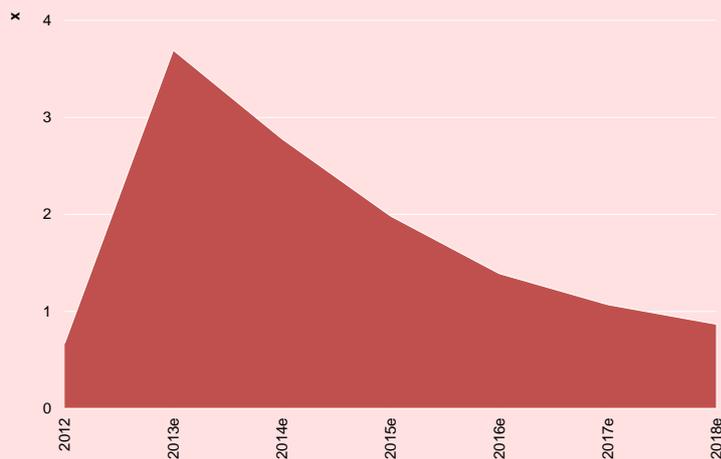
Finanzprofil

EIGENKAPITALQUOTE



Trotz der Platzierung einer Unternehmensanleihe wies die Eigenkapitalquote zum Ende des letzten Geschäftsjahres nach unserer Schätzung mit 21,3% einen für Immobilienentwickler typischen Wert auf. Durch die von uns erwartete Thesaurierung der Erträge sollte sich die Eigenkapitalquote im Schätzungszeitraum verbessern.

GEARING



Das Gearing als Verhältnis aus Nettoverschuldung und bilanziellem Eigenkapital wird sich vor dem Hintergrund der von uns erwarteten rückläufigen Verschuldung weiter reduzieren.

EIGENKAPITALRENDITE

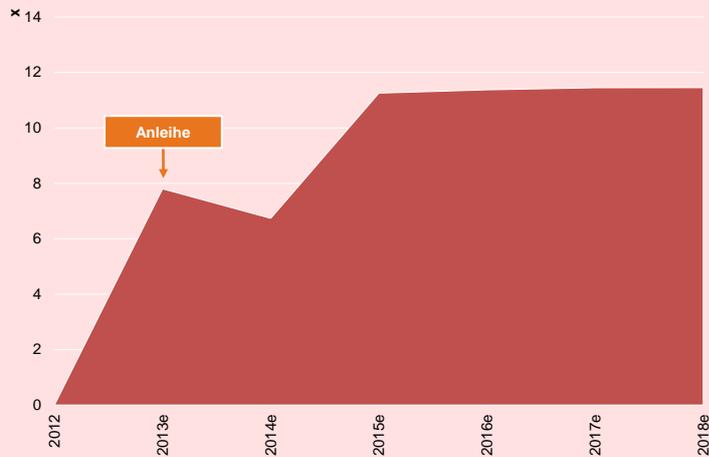


Bedingt durch die von uns erwartete Thesaurierung zukünftig erzielter Erträge sollte sich die Eigenkapitalrendite trotz absolut steigender Nettogewinne in den folgenden Jahren rückläufig entwickeln. Für 2014e rechnen wir mit einer Eigenkapitalrendite von 43,2%, nachdem diese 2013e noch bei 50,2% gelegen haben dürfte.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

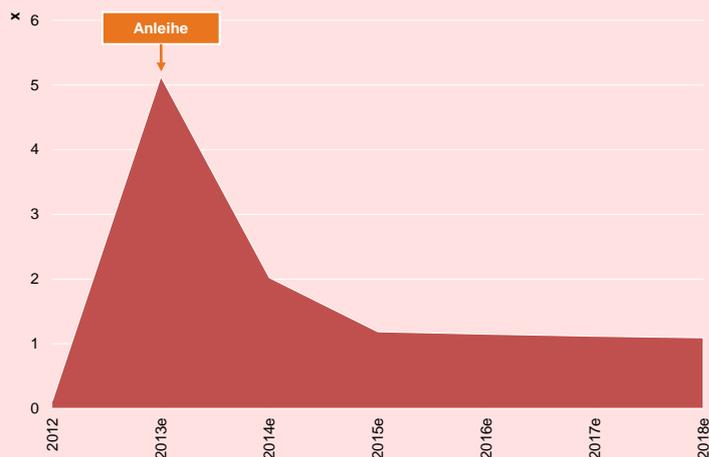
Analyse ausgewählter DVFA-Kennzahlen

KAPITALDIENSTDECKUNG: ZINSDECKUNGSGRAD (EBITDA)



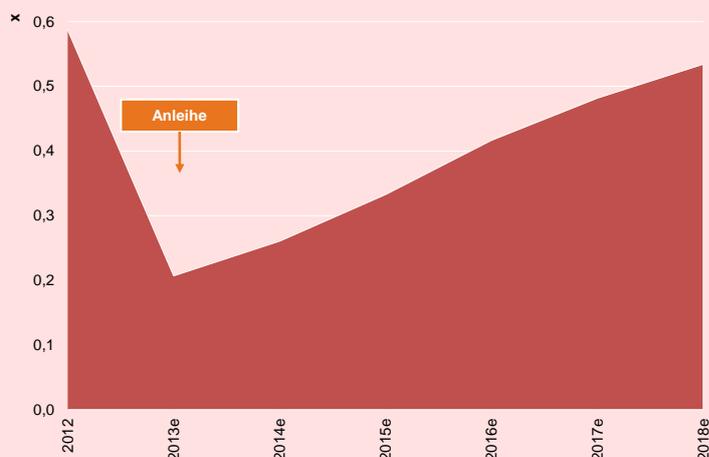
Das Verhältnis von EBITDA zu Zinsaufwand lag im vergangenen Jahr nach unserer Schätzung bei 7,8x. Trotz der Begebung der Anleihe wird der Zinsdeckungsgrad nach u. E. 2015e auf 11,3x ansteigen. Für die nachfolgenden Jahre rechnen wir mit einem Anstieg bis auf 11,5x (2018e).

VERSCHULDUNGSGRAD: BRUTTOVERSCHULDUNG/EBITDA



Das Verhältnis von Finanzverbindlichkeiten zu EBITDA unterstützt die Einschätzung, wonach Timeless Homes das bislang emittierte Anleihevolumen aus den bis 2018e erwirtschafteten Cashflows sowie den dann freien KK-Linien zurückzahlen kann.

KAPITALSTRUKTUR: RISK BEARING CAPITAL



Das Verhältnis aus Haftmittel zu modifizierter Bilanzsumme (Risk Bearing Capital) steigt im Prognosezeitraum sukzessive bis auf über 0,5x an. Dabei haben wir den Status quo modelliert, in dem wir keine Veränderungen oder Erweiterungen des Geschäftsmodells im Prognosezeitraum erwarten.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Anleihebedingungen im Überblick

Attraktive Anleihebedingungen mit Effektivverzinsung von 17,80% bei sechseinhalbjähriger Restlaufzeit

Die Stammdaten und Anleihebedingungen der Timeless Homes-Anleihe sind in nachstehender Tabelle zusammengefasst:

TABELLE 1: ÜBERBLICK ÜBER DIE ANLEIHEBEDINGUNGEN

Emittentin	Timeless Homes GmbH (GER)
Kurs	69,50%
Effektivverzinsung	17,80%
Kupon	9,00%
Zinszahlungstermin	Vierteljährlich am 01.06., 01.09., 01.12., 01.03.
Emissionsvolumen	Bis zu EUR 10,0 Mio.
davon platziert	EUR ~1,0 Mio.
Laufzeit	02.07.2013-30.06.2020 (7 Jahre)
Öffentliches Angebot	17.06.-28.06.2013
Handelsbeginn	02.07.2013
Emittenten-Rating	n/a
Emissions-Rating	n/a
Status	Unmittelbar, unbedingt, nicht nachrangig
Besicherung	Nicht besichert
Garantien	n/a
Mittelverwendung	Bau von Ferienimmobilien (~75,0%) Erwerb eines Grundstücks und Bau eines Musterhauses (~5,0%) Entwicklung neuer Produkte und Aufbau der Marke „Timeless“ (~20,0%)
Covenants	Cross Default bei Finanzverbindlichkeiten >EUR 1,0 Mio. Begrenzung der Gewinnausschüttung (<10,0% des festgestellten Jahresüberschusses) Änderung der Geschäftsführung Change of Control
Negativverpflichtung	n/a
Sonderrechte der Anleihegläubiger	-
Ausgabekurs	100,0%
Rückzahlungskurs	100,0%
Vorzeitiges Kündigungsrecht Emittentin (Call)	n/a
Vorzeitiges Kündigungsrecht Gläubiger (Put)	Zum 30.06.2018 und 30.06.2019 zu 100% Bei Verletzung der Covenants
Stückelung	EUR 1.000,00
Mindestanlage	EUR 1.000,00
Börsenplatz	Börse Düsseldorf Segment Primärmarkt für Anleihen Quotation Board der Frankfurter Wertpapierbörse
Dokumentation	Billigung durch CSSF, Notifizierung durch Deutschland und Österreich
Öffentliches Angebot	Deutschland, Österreich, Luxemburg
Privatplatzierung	Internationale institutionelle Investoren
Vertriebsrestriktionen	USA
Reuters	TH4A.DE
Bloomberg	A1R09H=DU
ISIN	DE000A1R09H8
WKN	A1R09H

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Entwicklung des Anleihekurses

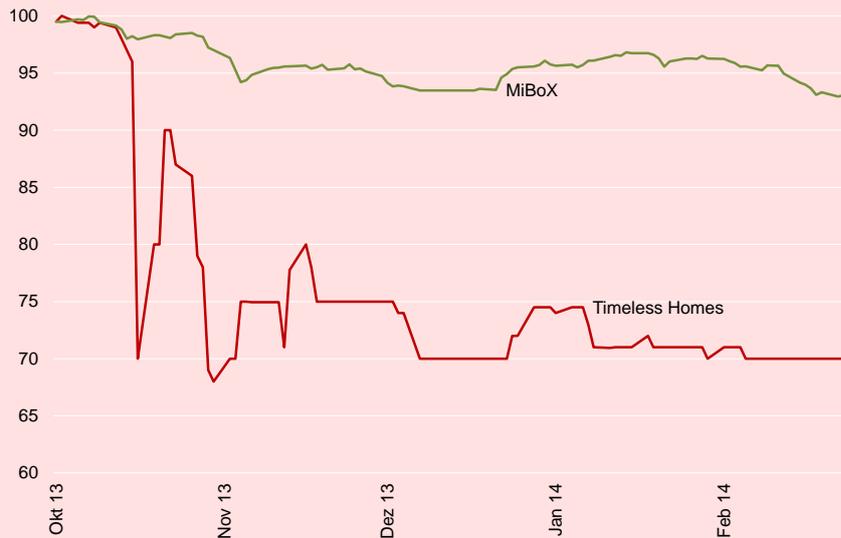
Der Kurs der seit Oktober 2013 am Primärmarkt für Anleihen der Börse Düsseldorf und am Quotation Board der Frankfurter Wertpapierbörse notierten Unternehmensanleihe hat seit dem Börsengang deutlich nachgegeben und notiert aktuell bei einem Kurs von 69,50%. Bei einer vierteljährlichen Zinszahlung entspricht dies einer Effektivverzinsung von 17,80%. Dieser Kursrückgang war von sehr niedrigen Umsätzen begleitet: Seit dem IBO kam es zu gerade einmal

sieben Kursfeststellungen, so dass bei einem Engagement unbedingt die sehr niedrige Liquidität des Wertpapiers beachtet werden muss.

Anleihegläubiger mit Put-Option in 2018e

Bei der Berechnung der Restlaufzeit der Anleihe ist zu berücksichtigen, dass den Anleihegläubigern in den Anleihebedingungen ein einseitiges Kündigungsrecht zum 30.06.2018 und 30.06.2019 eingeräumt wird. Die rund sechseinhalbjährige Restlaufzeit der Unternehmensanleihe verkürzt sich dadurch auf knapp über viereinhalb Jahre.

ABBILDUNG 1: KURSPERFORMANCE ZUM MIBOX



QUELLE: ONVISTA, ANLEIHEN-FINDER, SPHENE CAPITAL

Analyse und Bewertung der Anleihe

Mit einer Nominalverzinsung von 9,00% weist die Timeless Homes-Unternehmensanleihe im Peergroup-Vergleich mit Mittelstandsanleihen anderer Immobilienunternehmen, die zwischen 5,13% und 8,75% liegen, eine überdurchschnittliche Nominalverzinsung auf. Die Effektivverzinsungen der Unternehmensanleihe von Timeless Homes rangiert mit aktuell 17,80% ebenfalls deutlich über dem Durchschnitt der Peergroup. Allerdings liegt Timeless Homes beim Emissionsvolumen von EUR 10,0 Mio. deutlich unter dem Durchschnitt der Peergroup-Anleihen (Median ex-Timeless Homes EUR 35,0 Mio.) und zählt mit einem tatsächlichen Platzierungsvolumen von derzeit unter EUR 2,0 Mio. zu den Unternehmensanleihen Deutschlands mit der geringsten Liquidität.

Die DVFA-Kennzahlenanalyse zeigt, dass Timeless Homes insbesondere über solide Kennzahlen zur Kapitalstruktur und zur Kapitaldienstdeckung verfügt, die sich zudem durch die Anleiheemission nicht nennenswert verschlechtert haben.

Peergroup aus Mittelstandsanleihen von Immobilienunternehmen

Entsprechend der ICB- (Industry Classification Benchmark-) Taxonomie stufen wird Timeless Homes in die Branche der „Immobilienunternehmen“, wobei hier keine Unterscheidung zwischen Immobilienbestandshaltern und -entwicklern gemacht wird. Mit 15 Anleihen von zwölf unterschiedlichen Emittenten stellen Immobilienunternehmen bei einem gesamten Platzierungsvolumen von EUR 801,0 Mio. die bedeutendste Branche unter den deutschen Mittelstandsanleihen.

Analyse der Ratings ...

TABELLE 2: VERGLEICH DER PEERGROUP-RATINGS

Emittent	Datum des IBO	Ratingagentur	IBO-Rating		Aktuelles Rating	
			Bond	Issuer	Bond	Issuer
Golden Gate AG	11.04.2011	Creditreform	BBB	BB	BB+	B+
DIC Asset AG	16.05.2011	N. R.	N. R.	N. R.	N. R.	N. R.
Peach Property Group GmbH	18.07.2011	Creditreform	BBB-	N. R.	BBB-	N. R.
Exemaxx Real Estate AG	26.07.2011	Creditreform	BBB+	N. R.	BBB	BB+
Exemaxx Real Estate II	11.04.2012	Creditreform	BBB+	N. R.	BBB	BB+
IPSAK	06.12.2012	Scope	A	BB	A-	BB
Exemaxx Real Estate III	26.03.2013	Creditreform	N. R.	BB+	N. R.	BB+
Adler Real Estate AG	03.04.2013	Scope	N. R.	BB	N. R.	BB
Stern Immobilien AG	23.05.2013	Scope	A-	BB+	A-	BB*
Cloud No 7 GmbH	20.06.2013	Creditreform	BBB	N. R.	BBB	N. R.
Timeless Homes GmbH	02.07.2013	N. R.	N. R.	N. R.	N. R.	N. R.
DIC Asset AG II	09.07.2013	N. R.	N. R.	N. R.	N. R.	N. R.
Euroboden GmbH	16.07.2013	Creditreform	N. R.	BB	N. R.	BB
Grand City Properties S. A.	24.07.2013	S&P	BB	BB	BB+	BB
TAG Immobilien AG	07.08.2013	N. R.	N. R.	N. R.	N. R.	N. R.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Indikative Ratinganalyse

Mit ihrer im Segment Primärmarkt für Anleihen der Börse Düsseldorf notierten Anleihe war Timeless Homes zum Zeitpunkt des Börsengangs nicht zur Veröffentlichung eines Ratings verpflichtet. Dies wurde bis heute auch nicht nachgeholt. Daher gilt es zu analysieren, ob Rating und Effektivverzinsung derzeit in Einklang stehen oder ob die aktuelle Effektivverzinsung einer Über- oder Unterbewertung der Timeless Homes-Anleihe impliziert.

In einem ersten Schritt vergleichen wir die Effektivverzinsungen der Peergroup-Anleihen mit ihrem Rating. Die Mehrheit der Peergroup-Ratings, die zum Zeitpunkt des jeweiligen Börsengangs der Anleihen erteilt wurden, liegt deutlich im Investment Grade-Bereich. Einzige Ausnahme ist Grand City Properties mit einem BB+ Rating; allerdings hat sich die Emittentin zum Zeitpunkt der Emission einem Rating von S&P unterworfen, die (wie auch in nachstehender Abbildung 2 deutlich erkennbar) im Vergleich zu Creditreform oder Scope ungleich strengere Maßstäbe an einen Emittenten anlegt. Verschiedene Anleihen, darunter die von

... im Vergleich zur Effektivverzinsung

DIC Asset oder TAG Immobilien blieben, da die Emittenten börsennotiert sind, zum Zeitpunkt der Emission ungerated. Aus nachstehendem Chart wird ersichtlich, dass die Effektivverzinsung der Timeless Homes-Anleihe von aktuell 17,80% ein Rating im niedrigen Speculative Grade-Bereich implizieren würde.

ABBILDUNG 2: PEERGROUP-RATING UND EFFEKTIVVERZINSUNG



Verglichen mit Mittelstandsanleihen anderer Immobilienunternehmen würde die aktuelle Effektivverzinsung der Timeless Homes-Anleihe von 17,80% ein Rating im niedrigen Speculative Grade implizieren. Diese Einschätzung halten wir angesichts der operativen Ertragszahlen und der von uns erwarteten Entwicklung von Liquidität und Solvenz für zu pessimistisch.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Mittelwert der Nominalverzinsungen der Peergroup liegt bei 6,74%

Die Laufzeiten der Peergroup-Anleihen liegen zwischen 3,5 und sieben Jahren. Daher sind auch die Nominalverzinsungen breit gestreut und liegen zwischen 5,13% und 8,75%. Der Durchschnittswert liegt über alle Ratingklassen bei 6,75%, der Median bei 6,55%. Neun Anleihen notieren über pari, fünf unter pari. Die aktuellen Effektivverzinsungen der Peergroup reichen von 3,61% für die Anleihe der TAG Immobilien AG bis 13,98% für die Anleihe von Golden Gate, die zugleich mit 0,6 Jahren die kürzeste Restlaufzeit aufweist.

TABELLE 3: VERGLEICH DER PEERGROUP-VERZINSUNGEN (SORTIERT NACH EFFEKTIVZINS)

Emittent	Geschäftsmodell	Vol. (EUR Mio.)*	Kurs	Nominalzins	Effektivzins
Timeless Homes GmbH	Entwicklung	10,0	70,00%	9,00%	17,79%
Golden Gate AG	Entwicklung	30,0	96,00%	6,50%	13,98%
Exemaxx Real Estate III	Bestandshaltung	15,0	94,00%	7,88%	9,42%
Adler Real Estate AG	Bestandshaltung	35,0	100,90%	8,75%	8,35%
Peach Property Group GmbH	Entwicklung	50,0	97,01%	6,60%	8,08%
Euroboden GmbH	Entwicklung	15,0	99,00%	7,38%	7,64%
Median (ex TH)	-	35,0	-	6,55%	6,17%
Eyemaxx Real Estate II	Bestandshaltung	15,0	103,25%	7,75%	6,64%
Stern Immobilien AG	Entwicklung	20,0	102,37%	6,25%	5,52%
Grand City Properties S. A.	Bestandshaltung	100,0	106,25%	6,25%	5,51%
IPSAK	Bestandshaltung	30,0	102,10%	6,75%	6,28%
Cloud No 7 GmbH	Entwicklung	35,0	99,90%	6,00%	6,05%
Eyemaxx Real Estate AG	Bestandshaltung	100,0	103,80%	7,50%	5,72%
DIC Asset AG II	Bestandshaltung	75,0	103,50%	5,75%	4,83%
DIC Asset AG	Bestandshaltung	100,0	102,65%	5,88%	4,56%
TAG Immobilien AG	Bestandshaltung	310,0	106,05%	5,13%	3,61%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL
 * PROSPEKTIERTES EMISSIONSVOLUMEN, INKLUSIVE AUFSTOCKUNG

Vor diesem Hintergrund erscheint die Anleihe von Timeless Homes nur dann nicht unterbewertet, wenn die operativen Kennzahlen des Unternehmens signifikant schlechter als die der Peergroup wären.

TABELLE 4: SCHLÜSSELKENNZAHLEN DER PEERGROUP (SORTIERT NACH EIGENKAPITALQUOTE)*

Geschäftsjahr 2013e	Umsatz (EUR Mio.)	EAT (EUR Mio.)	EAT-Rendite	EK-Quote
Grand City Properties S.A.	82,0	145,0	176,8%	55,5%
Stern Immobilien AG	1,1	7,5	681,8%	36,2%
DIC Asset AG	216,0	13,5	6,3%	29,7%
TAG Immobilien AG	251,0	67,0	26,7%	29,4%
Exemaxx Real Estate AG	2,4	3,1	129,7%	28,4%
Golden Gate AG	0,4	-2,6	neg.	23,3%
Adler Real Estate AG	65,0	55,0	84,6%	22,5%
Euroboden GmbH	13,5	0,3	2,2%	22,1%
Timeless Homes	0,8	0,1	8,8%	21,3%
Peach Property Group (Deutschland) GmbH	62,0	1,4	2,3%	18,8%
IPSAK	4,0	0,9	21,3%	14,3%
Cloud No 7 GmbH	0	-2,0	neg.	neg.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Vergleich ausgewählter operativer Kennzahlen

Aus vorstehender Tabelle 4 geht hervor, dass Timeless Homes mit einer Nachsteueremarge von 8,8% ein im Peergroup-Vergleich durchschnittlich profitables Unternehmen ist. Darüber hinaus wird ersichtlich, dass Timeless Homes auch bei der Eigenkapitalquote eine durchschnittliche Positionierung innerhalb der Peergroup einnimmt, was eine durchschnittliche Solvenz der (im Gegensatz zu zahlreichen anderen Unternehmen der Peergroup nicht-börsennotierten) Timeless Homes in einem zyklischen Umfeld widerspiegelt. Ob des kurzen Zeitraums, in dem Timeless Homes im Immobiliensegment tätig ist, können diese Ergebnisse nicht problemlos extrapoliert werden. Allerdings sollten sich die beiden Kennzahlen bereits im laufenden Jahr nach unserer Einschätzung deutlich verbessern, zum anderen sehen wir durchaus die Möglichkeit, dass Timeless Homes den durch die Anleihe erfolgten Kapitalmarktzugang zur Nutzung weiterer Finanzierungsquellen nutzt, beispielsweise zur Aufnahme von Mezzanine-Programmen oder – langfristig – sogar für einen Börsengang.

In einem zweiten Schritt analysieren wir die operativen Kennzahlen der Timeless Homes und vergleichen diese mit der Peergroup.

TABELLE 5: BESICHERUNGSKONZEPTE DER PEERGROUP

Emittent	Sicherheiten
Cloud No 7 GmbH	Erstrangige Buchgrundschuld in Höhe von EUR 40,0 Mio. Abtretung sämtlicher Ansprüche und Rechte aus der Verpachtung eines zu errichtenden Hotels
Exemaxx Real Estate AG	Briefgrundschuld in Deutschland und akzessorische Hypotheken in Österreich in Höhe von insgesamt EUR 26,0 Mio.
Exemaxx Real Estate II	Akzessorische Hypotheken in Österreich und Briefgrundschuld in Deutschland in Höhe von insgesamt EUR 8,9 Mio.
Golden Gate AG	Briefgrundschuld in Höhe von EUR 30,0 Mio., Abtretung von Mietforderungen aus einem Objekt in Höhe von rund EUR 2,0 Mio.
IPSAK	Buchgrundschuld in Höhe von EUR 30,0 Mio.
Stern Immobilien AG	Verpfändung von 90.000 Inhaberaktien an der Stern Real Estate AG Verpfändung von Forderungen der Emittentin gegenüber der Stern Real Estate AG in Höhe von EUR 4,0 Mio., an zwei Objekten in Höhe von EUR 0,4 Mio. und gegenüber einer Schwestergesellschaft in Höhe von 0,8 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Übersicht und Analyse der Besicherungskonzepte der Peergroup

In jüngster Zeit ist es Usus geworden, dass Immobilienunternehmen die von ihnen begebenen Unternehmensanleihen mit Sicherheiten unterlegen. Unkritisch und eine für den Gläubiger sinnvolle Ergänzung der Covenants ist es aus unserer Sicht, wenn Immobilienbestandshalter Grundschulden auf bestehende Objekte eintragen können. Hierfür sind Eyemaxx und IPSAK gute Beispiele. Weniger nachvollziehbar ist es hingegen, wenn Entwickler wie Cloud No 7

Nicht alle Besicherungskonzepte von Immobilienanleihen halten, was sie versprechen.

Buchgrundschulden als vermeintliche Sicherheiten für ein Objekt eintragen lassen, für das noch nicht einmal eine endgültige Baugenehmigung vorliegt, oder wenn – wie im Fall von Stern Immobilien – Inhaberaktien an der eigenen Tochtergesellschaft zur Besicherung einem Treuhänder übertragen werden. Die Tatsache, dass die Timeless Homes-Anleihe unbesichert ist, gereicht aus unserer Sicht daher nicht automatisch zum Nachteil der Anleihe.

Die vorliegenden Kennzahlen deuten eine Unterbewertung der Anleihe an

In Summe deuten die Ergebnisse eine tendenzielle Unterbewertung der Unternehmensanleihe von Timeless Homes an. Diese könnte vor dem Hintergrund der kurzen Unternehmenshistorie und der daraus hervorgerufenen Schwierigkeiten für eine belastbare Unternehmensprognose sowie dem grundsätzlich hohen Risiko des Geschäftsmodells eines Immobilienentwicklers gerechtfertigt sein, passt jedoch aus unserer Sicht nicht zu den Bewertungskennzahlen der Peer-group.

Mit einem Cross Default bei Finanzverbindlichkeiten von mehr als EUR 1,0 Mio., einer Begrenzung der Gewinnausschüttung auf weniger als 10,0% des festgestellten Jahresüberschusses, einer Change of Control-Clause sowie einer Fälligstellungsklausel bei einer Änderung der Geschäftsführung hat sich Timeless Homes zur Einhaltung umfangreicher Covenants verpflichtet. Nicht in den Covenants enthalten ist dagegen eine Negativverpflichtung. Besonders hervorzuheben ist ein ordentliches Kündigungsrecht der Gläubiger (Put) zum 30.06.2018 und 30.06.2019, wodurch die Anleihe zum Emissionszeitpunkt de facto mit einer fünf- statt siebenjährigen Laufzeit ausgestattet wurde.

Vorzeitige Rückzahlung der Gläubiger (Put)

Investoren haben das Recht zur vorzeitigen Rückzahlung der Anleihe bei Vorliegen folgender Gründe:

✦ Change of Control

Sollte die Mehrheit der Geschäftsanteile an der Timeless Homes GmbH verkauft werden, haben die Anleihegläubiger ein Sonderkündigungsrecht der Anleihe. Der anzulegende Rückzahlungsbetrag liegt in diesem Fall bei 100% des Nennbetrags.

✦ Zahlungsunfähigkeit des Emittenten

✦ Verletzung der Covenants

✦ Ordentliches Kündigungsrecht zum 30.06.2018 und 30.06.2019 zu jeweils 100% des Nominalwertes nach Einhaltung einer Kündigungsfrist von sechs Monaten.

Ein vorzeitiges Kündigungsrecht der Anleihe von Seiten des Emittenten (Call) besteht nicht.

Überdurchschnittliche Ausstattung mit Covenants

Im Vergleich zu anderen Immobilienanleihen ist die Anleihe der Timeless Homes nach unserer Einschätzung überdurchschnittlich gläubigerfreundlich ausgestattet. Sonderkündigungsrechte für die Anleihegläubiger ergeben sich aus folgenden Punkten:

✦ Cross Default

Ein Cross Default oder Drittverzug liegt vor, wenn eine andere Finanzverbindlichkeiten mit einem Betrag von mehr als EUR 1,0 Mio. vorzeitig fällig gestellt oder nicht bezahlt wird. Im Vergleich zu den meisten anderen Emittenten, die den Cross Default auf Kapitalmarktverbindlichkeiten beziehen, ist diese Formulierung wesentlich gläubigerfreundlicher.

✦ Ausschüttungsbegrenzung

Ausschüttungen an die beiden Gesellschafter der Emittentin sind nur bis maximal 10,0% des festgestellten Jahresüberschusses (erstellt nach HGB) zulässig.

✦ Change of Control

Anleger haben ein Kündigungsrecht, wenn sich mehr als 50% der Eigentumsverhältnisse an der Emittentin ändern.

✦ Änderung der Geschäftsführung

Anleger haben ferner ein Kündigungsrecht, wenn weder Herr Gössl noch Herr Büchner weiterhin Mitglied der Geschäftsführung der Timeless Homes sind.

Aus nachstehender Tabelle 6 wird ersichtlich, dass Timeless Homes in den Covenants Cross Default und Managementwechsel Alleinstellungsmerkmale unter den Immobilienanleihen eingenommen hat.

TABELLE 6: VERGLEICH DER COVENANTS DER PEERGROUP

Emittent	Negative pledge	Pari passu	Change of Control	Pay out limit	Cross Default	Asset sales	Tax Gross up	Mgmt. Change
Timeless Homes AG			✓	✓	✓			✓
Adler Real Estate AG	✓		✓	✓			✓	
Cloud No 7 GmbH								
DIC Asset AG	✓		✓			✓		
DIC Asset AG II	✓		✓					
Euroboden GmbH								
Exemaxx Real Estate AG								
Exemaxx Real Estate II	✓		✓					
Exemaxx Real Estate III								
Golden Gate AG								
Grand City Properties S. A.								
IPSAK	✓		✓					
Peach Prop. Group GmbH	✓		✓	✓				
Stern Immobilien AG			✓					
TAG Immobilien AG								

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Kein struktureller Nachrang

Im Gegensatz zu den meisten Unternehmen ergeben sich für die Anleihegläubiger von Timeless Homes keine Risiken aus der Organisationsstruktur. So ist die Emittentin eine operativ tätige Gesellschaft, die nicht auf die operativen Ergebnisse von Tochtergesellschaften angewiesen ist – einfach, weil es diese nicht gibt.

Keine strukturelle Nachrangigkeit aus der Organisationsstruktur

Die Mittelverwendung ist nicht wie bei vielen anderen Immobilienanleihen auf die Rückzahlung von Bankverbindlichkeiten ausgelegt, sondern auf die Finanzierung des organischen Wachstums.

Mittelverwendung

Von den angestrebten EUR 10,0 Mio. konnten bislang nur etwa 10,0% platziert werden. Sollte es dem Unternehmen gelingen, den verbleibenden Rest zu platzieren, ist vorgesehen, den Mittelzufluss für folgende Zwecke zu verwenden:

✦ Bau von Ferienimmobilien (~75,0%)

Der Großteil des Anleiheerlöses fließt in den Bau von Ferienimmobilien (Timeless Hideaways).

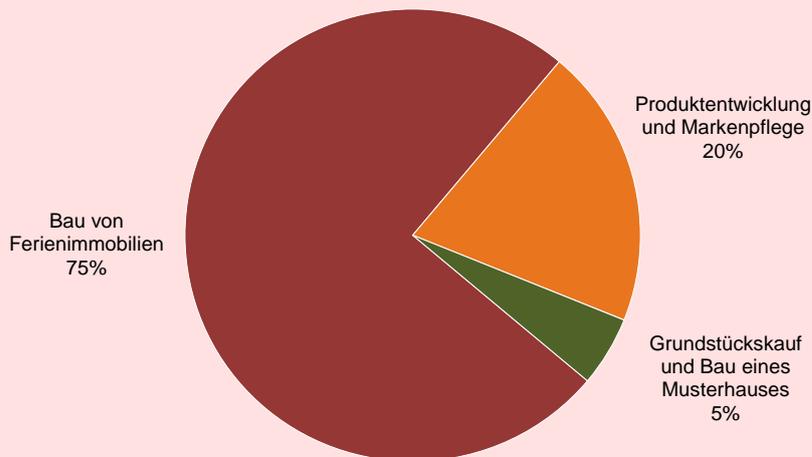
✦ Entwicklung neuer Produkte und Aufbau der Marke „Timeless“ (~20,0%)

Ein Fünftel der Anleihe (ca. EUR 2,0 Mio. des Liquiditätszuflusses vor Abzug der Emissionsaufwendungen) soll für den Aufbau der Marke und die Entwicklung neuer Produkte, insbesondere im Bereich Luxury Goods eingesetzt werden.

✦ Erwerb eines Grundstücks und Bau eines Musterhauses (~5%)

Die verbleibenden 5,0% oder ca. EUR 0,5 Mio. des Nettoliquiditätszuflusses der Anleihe sollen für Grundstücksankäufe eingesetzt werden.

ABBILDUNG 3: MITTELVERWENDUNG



Rund 80,0% der Anleihe fließen in das organische Wachstum der Gesellschaft, 20,0% in den Aufbau und die Pflege des Markenname sowie in die allgemeine Produktentwicklung.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Katalysatoren für die mittelfristige Entwicklung des Anleihekurses sehen wir insbesondere (1) in der Mandatierung eines Unternehmensratings, wodurch die operative Ertragsstärke und die guten Kapitalrelationen auch in Form einer Ratingnote dokumentiert werden würden, und (2) in einer Einwerbung zusätzlichen Eigenkapitals, beispielsweise in Form von mezzaninen Eigenkapitals (insbesondere von Genussrechten oder Genussscheinen).

Analyse der Unternehmenskennzahlen

Zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres 2013e beliefen sich die zinstragenden Verbindlichkeiten von Timeless Homes nach unserer Einschätzung auf ca. EUR 0,8 Mio. Die Eigenkapitalquote dürfte bei 21,3% gelegen haben. In unserem Modell haben wir von der Aufnahme von Bankverbindlichkeiten abgesehen.

Aus dem aktuell platzierten Stand der Anleihe ergeben sich laufende Zinszahlungsverpflichtungen in Höhe von rund EUR 0,1 Mio. p. a. Diesen stehen nach unseren Schätzungen 2014e ein operatives Ergebnis in Höhe von EUR 0,4 Mio. und ein operativer Cashflow in Höhe von EUR 0,5 Mio. gegenüber. Insgesamt reicht unser Grobprognosehorizont bis zum ersten vorzeitigen Kündigungstermin seitens der Gläubiger (Put) im Jahr 2018e. Bis dahin rechnen wir einem Anstieg des operativen Ergebnisses auf EUR 0,7 Mio.

Unsere Analyse der Unternehmenskennzahlen soll die Frage beantworten, inwieweit die zukünftig erwarteten Cashflows der Gesellschaft ausreichen, um die Zins- und Tilgungsverpflichtungen aus der Anleihe zu erfüllen. Wir untersuchen dabei anleihespezifische Kennzahlen, und zwar sowohl kurzfristige Liquiditäts- bzw. Bonitäts-Kennzahlen als auch mittel- und längerfristige Verschuldungs- bzw. Deckungsgradkennzahlen.

Analyse der Liquiditätskennzahlen

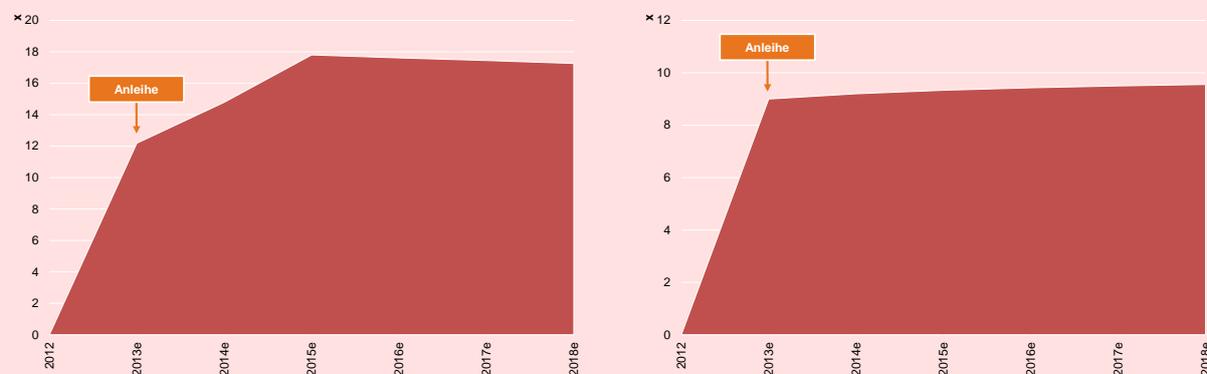
Kurzfristige Bonitäts-Kennzahlen zeigen auf, inwieweit das zeitnah liquidierbare und damit aktuell zur Verfügung stehende Vermögen ausreicht, um kurzfristig fällig werdende Verbindlichkeiten zu bedienen. Zusätzlich geht es auch um eine Einschätzung hinsichtlich eines effizienten Einsatzes des Working Capital. Üblicherweise erfolgt diese Analyse anhand von zwei Kennzahlen:

- ✦ Die Liquidität dritten Grades (**Current Ratio**) gibt an, inwieweit das kurz- und mittelfristige Fremdkapital durch das Umlaufvermögen gedeckt sind.
- ✦ Der **Acid Test** zeigt an, inwieweit dies ohne Rückgriff auf möglicherweise nicht kurzfristig liquidierbare Vorräte nur unter Zugriff auf die sonstigen kurzfristigen Vermögen gilt.

Beide Kennzahlen wurden im vergangenen Jahr im Wesentlichen durch den Zufluss liquider Mittel aus der laufenden Geschäftstätigkeit beeinflusst. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013e hat Timeless Homes nach unserer Schätzung einen operativen Cashflow von EUR -0,6 Mio. erwirtschaftet. Für die Jahre 2014e und 2015e erwarten wir operative Cashflows in Höhe von EUR 0,5 Mio. und EUR 0,7 Mio. Dabei haben wir unterstellt, dass das Net Working Capital innerhalb unseres Prognosezeitraums bis 2018e überproportional zur operativen Geschäftsausweitung ansteigen wird.

Beide Kennzahlen zeigen auf, dass nach unseren Schätzungen die kurzfristigen Vermögenswerte die kurzfristigen Verbindlichkeiten mehrfach übersteigen und Timeless Homes damit über den Prognosehorizont über eine ausreichende Liquidität zur Begleichung der operativen Ausgaben verfügen sollte.

ABBILDUNG 4: CURRENT RATIO (LS) UND ACID TEST (RS)



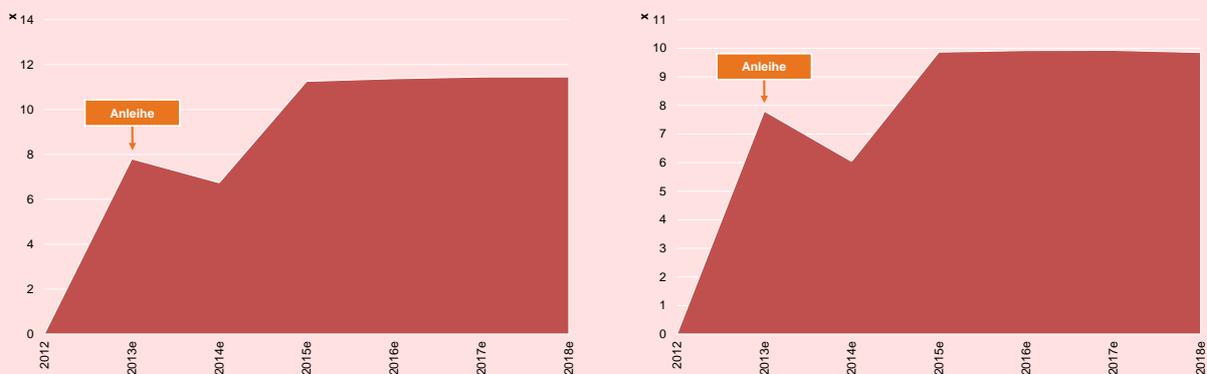
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Analyse der Kapitaldienstdeckung

Timeless Homes weist keine Bankverbindlichkeiten auf. Die Gesamtverschuldung des Unternehmens in Höhe von EUR 0,8 Mio. ergibt sich aus der platzierten Unternehmensanleihe, aus der sich jährliche Zinsaufwendungen von weniger als EUR 0,1 Mio. ableiten lassen. Sollte Timeless Homes im laufenden Jahr die vollständige Platzierung der Anleihe von EUR 10,0 Mio. gelingen, ergäben sich jährliche Zinsaufwendungen in Höhe von EUR 0,9 Mio.

Die Kennzahlen EBITDA/Zinsaufwand und EBIT/Zinsaufwand, auch bekannt als Zinsdeckungsgrad oder Interest Coverage Ratio (ICR), geben an, inwieweit das Ergebnis vor Zinsen auf Finanzverbindlichkeiten und Steuern (sowie Abschreibungen auf Sach- und Immaterielles Anlagevermögen) die jährlichen Zinsaufwendungen übersteigt. Nach unseren Schätzungen liegt der Zinsdeckungsgrad (EBIT(DA)/Zinsaufwand) im laufenden Jahr bei sehr auskömmlichen 6,7x (EBITDA-ICR) bzw. 6,0x (EBIT-ICR). Bis zum Ende unserer Planungsphase steigen beide Werte aufgrund der vereinnahmten Erträge sukzessive an und erreichen 2018e Beträge von 11,5x (EBITDA-ICR) bzw. 9,9x (EBIT-ICR).

ABBILDUNG 5: EBITDA ICR (LS) UND EBIT ICR (RS)



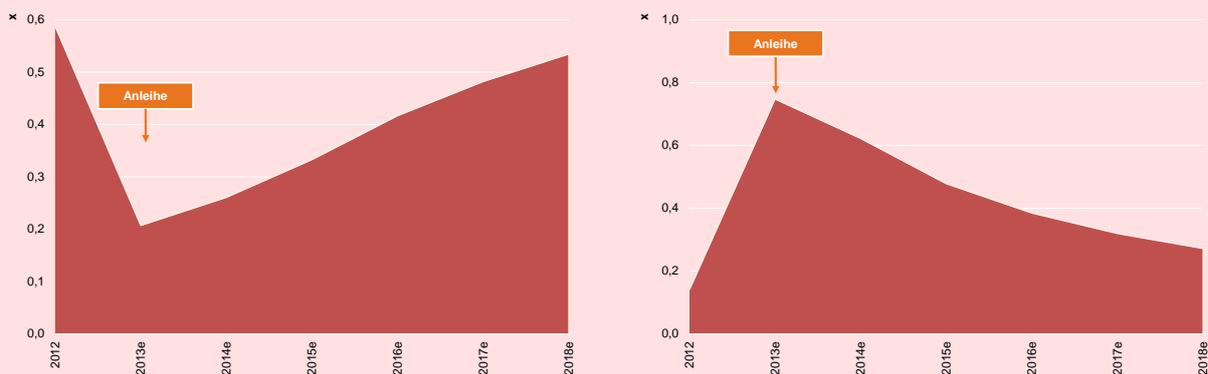
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Analyse der Kapitalstruktur

Kennzahlen zur Kapitalstruktur bilden die Zusammensetzung der Passivseite einer Unternehmensbilanz ab. Sie beschreiben den finanziellen Leverage eines Unternehmens bzw. in welchem Umfang ein Unternehmen Quellen der Fremdfinanzierung in Anspruch genommen hat. Aus der Sicht eines Anleiheinvestors zählt dabei vor allem die Fähigkeit eines Unternehmens, mögliche Verluste (durch einen ausreichenden Bestand an Eigenkapital) auffangen zu können, so dass die Erfüllung der Forderungen und Zahlungsansprüche zu jeder Zeit sichergestellt ist. Von den zahlreichen Darstellungsformen werden in den DVFA-Mindeststandards das Risk Bearing Capital als Verhältnis von Haftmitteln zu modifizierter Bilanzsumme und die Total Debt zu Capital-Ratio als das Verhältnis von Finanzverbindlichkeiten zu Finanzverbindlichkeiten plus Eigenkapital genannt. Die Haftmittel setzen sich dabei aus der Summe aus Eigenkapital, aus Gesellschafterdarlehen, Mezzanine-Kapital und eigenen Anteilen, aber abzüglich der Forderungen an Gesellschafter und ausstehender Einlagen auf das gezeichnete Kapital zusammen.

Zum Jahresende 2013e lagen die Haftmittel von Timeless Homes nach unseren Schätzungen bei EUR 0,3 Mio. Bei einer modifizierten Bilanzsumme von EUR 1,6 Mio. ergab sich ein Risk Bearing Capital von 0,2x. Das Verhältnis aus Total Debt zu Capital lag bei 0,7x. Für unseren Prognosezeitraum ergibt sich für die beiden Kennzahlen folgende Entwicklung:

ABBILDUNG 6: RISK BEARING CAPITAL (LS) UND TOTAL DEBT/CAPITAL (RS)



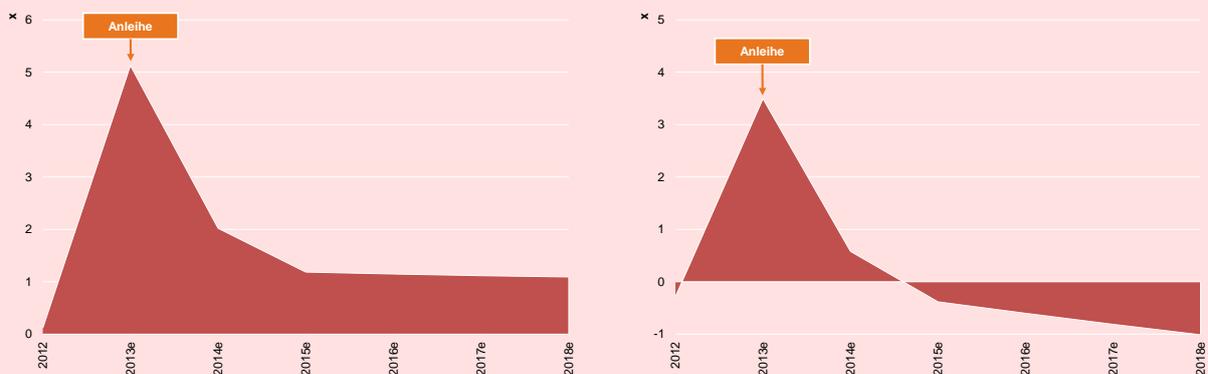
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Kennzahlen zum Verschuldungsgrad

Während mit Hilfe der Kennzahlen zur Kapitalstruktur eine Risikobewertung vor dem Hintergrund der Finanzierungspolitik eines Unternehmens erfolgen soll, beantworten dynamische Verschuldungsgrad-Kennzahlen die Frage: wie lange benötigt ein Unternehmen, um bei gleichbleibenden Cashflows – auf historischer Basis oder prognostiziert – seine gesamten Finanzverbindlichkeiten zurück zu zahlen? In diese Kennzahlengruppe fließen damit sowohl Strom- aus auch Bestandsgrößen aus GuV, Cashflow-Statement und Bilanz mit ein. Generell sind die beiden nachfolgenden Kennzahlen zum Verschuldungsgrad umso günstiger, je kleiner sie ausfallen; sie beziehen sich entweder auf die Gesamtverschuldung eines Unternehmens oder auf seine Nettoverschuldung.

Für die beiden Kennzahlen ergeben sich für Timeless Homes aus unserem Schätzungsmodell die folgenden Entwicklungen:

ABBILDUNG 7: TOTAL DEBT/EBITDA (LS) UND TOTAL NET DEBT/EBITDA (RS)



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

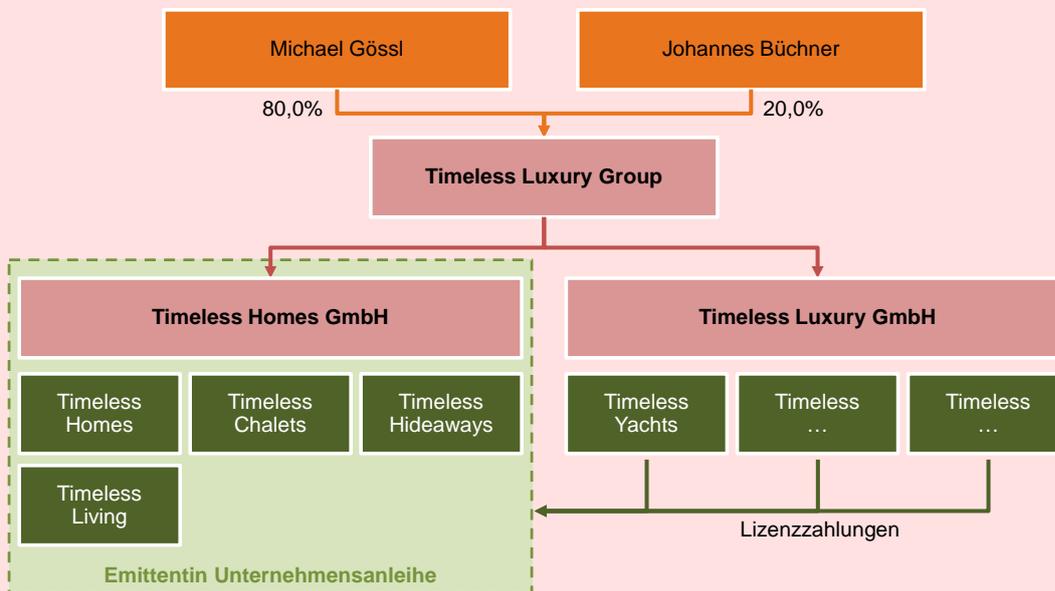
Geradliniges Konzept

Timeless Homes ist in der Nische der Luxusimmobilien tätig. Dabei hat das Unternehmen, das bislang nur zwei Geschäftsführer beschäftigt, die Mehrheit der betrieblichen Funktionen wie Design, Produktion oder Vertrieb an spezialisierte Kooperationspartner outgesourct. Auch Baumaßnahmen werden nicht selbst ausgeführt, sondern von Planungs- und Bauunternehmen als Generalüber- bzw. Generalunternehmer erbracht. Das inhabergeführte Unternehmen, das 2012 gegründet wurde, hat im vergangenen Geschäftsjahr 2013e nach unseren Schätzungen ein operatives Ergebnis von EUR 0,2 Mio. erwirtschaftet.

Designhäuser im Luxussegment

Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der Timeless Homes GmbH (Emittentin) ist die Konzeption, der Bau und der Vertrieb von Luxusimmobilien. Die Schwester-gesellschaft Timeless Luxury GmbH ist in der Produktion und im Vertrieb sonstiger Luxusgüterartikel tätig.

ABBILDUNG 8: UNTERNEHMENSSTRUKTUR



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Klar strukturiertes Organigramm

Im Zentrum der Unternehmensgruppe Timeless Luxury Group steht die Timeless Homes GmbH, in der zum einen sämtliche Immobilienaktivitäten der Unternehmensgruppe angesiedelt sind – also die Bereiche Timeless Homes, Timeless Chalets und Timeless Hideaways –, zum anderen der Bereich Timeless Living, in dem die Inneneinrichtungsaktivitäten der Emittentin zusammengefasst werden. Seit kurzer Zeit ist auch die Timeless Luxury GmbH operativ tätig, unter der alle sonstigen Aktivitäten der Timeless Luxury Group subsumiert werden, die – der Name ist Programm – ebenfalls dem Luxusgütersegment zuzuordnen sind. An beiden Tochtergesellschaften ist die Timeless Luxury Group mit jeweils 100,0% beteiligt.

Timeless Homes GmbH

Timeless Homes plant zukünftig, von namhaften Architekten gestaltete Design-Häuser anzubieten. Das Geschäftsmodell basiert auf zwei Säulen: Erstens der Errichtung und dem Vertrieb von Luxusimmobilien auf eigene Rechnung und zweitens der Vereinnahmung von Lizenzeinnahmen. Dabei unterscheidet Timeless Homes vier Architekturkonzepte:

✦ Limitless

Beim Konzept Limitless handelt es sich um Luxusvillen mit „fließenden Übergängen“ zwischen innen und außen. Sie bestehen aus zwei übereinander

Das Design der Immobilien basiert im Wesentlichen auf den Konzepten von Porsche Design.

liegenden u-förmigen Ebenen, die ein Atrium umschließen.

✦ Weightless

Beim Konzept Weightless, das strenger und zugleich puristischer ist als Limitless, wird ein rechteckiger Korpus auf einem zentralen statischen Kern aufgebracht. Durch die Betonung des Raums verliert das Gebäude an Massivität und Körperhaftigkeit.

✦ Fearless

Fearless ist flexibler als die beiden erstgenannten Konzepte. Es entsteht der Eindruck, als wären einzelne Bereiche aus einem soliden Korpus „herausgeschnitten“ worden.

✦ Pure

Pure ist vielleicht das traditionellste Immobilienkonzept innerhalb der Timeless Homes-Palette. Ähnlich den anderen Konzepten ist der Baukörper auch bei Pure symmetrisch angeordnet.

ABBILDUNG 9: KONZEPT LIMITLESS (LS) UND WEIGHTLESS (RS)



QUELLE: TIMELESS HOMES

Kunden und Vertriebskonzept

Zielkunden sind High Net Worth Individuals (HNWI) mit einem Nettovermögen von mehr als USD 1,0 Mio. und Ultra High Net Worth Individuals (UHNWI, mehr als USD 50 Mio.) viele aus Russland, China, dem arabischen Raum und auch aus der Schweiz.

Im Vertrieb plant Timeless Homes Kooperationen mit Baufirmen einzugehen, die auf die Errichtung von Luxusimmobilien spezialisiert sind. Eine erste Kooperation wurde mit der Münchener H-I-M Villenbau geschlossen, die zukünftig als exklusiver Kooperationspartner für Süddeutschland, Österreich, Schweiz und Norditalien tätig sein wird. Im Rahmen der Zusammenarbeit wird der Kooperationspartner zum Vertragspartner des jeweiligen Bauherrn und errichtet bzw. vertreibt die Immobilien auf eigene Rechnung. Vom vereinnahmten Nettoverkaufspreis erhält Timeless Homes zukünftig eine Lizenzgebühr. Beim Abschluss des Kooperationsvertrages erhielt Timeless Homes darüber hinaus eine einmalige Set Up-Fee.

ABBILDUNG 10: LAGE DES GRÜNWALD-PROJEKTS



QUELLE: GOOGLE, SPHENE CAPITAL

Erstes Projekt in Grünwald

Im Münchener Vorort Grünwald wird 2013 und 2014 das erste Projekt realisiert. Geplant ist, eine Luxusimmobilie auf einem bestehenden Grundstück von knapp 2.000 m² mit einer Wohnfläche von ca. 460 m² zu realisieren. Zum Objekt gehört auch eine Tiefgarage mit sieben Stellplätzen. Makler des Objekts ist Engel & Völkers. Der Angebotspreis liegt je nach vom Käufer gewünschten Bauausführung zwischen EUR 3,9 Mio. und EUR 4,5 Mio.

Timeless Hideaways

Unter dem Brand „Timeless Hideaways“ plant das Unternehmen in verschiedenen Ferienregionen Europas luxuriöse Ferienvillen zu errichten, die anschließend vermietet werden sollen. Kooperationspartner für den Bau in Süddeutschland, Österreich, Schweiz und Norditalien ist ebenfalls die H-I-M Villenbau. Die wochenweise Vermietung der Ferienvillen wird durch die Wolters Reisen GmbH erfolgen, einer 100%igen Tochtergesellschaft der TUI und spezialisiert auf die Vermietung von Ferienhäusern. Interessenten von Timeless Homes-Villen sollen, so die Idee, dadurch die Musterhäuser quasi zur Probe „bewohnen“ können.

Es ist langfristiges Ziel der Gesellschaft, bei Erreichen einer entsprechenden Anzahl von Villen neben den bestehenden Vermittlungsplattformen von TUI auch einen eigenen Katalog für Ferienhäuser zu entwickeln. Angabegemäß steht das Unternehmen derzeit in fortgeschrittenen Gesprächen mit Banken, um ein erstes Projekt auf Mallorca zu realisieren.

Timeless Chalets

Bildlich gesprochen ist Timeless Chalets die Übertragung des Timeless Homes-Konzepts in den Alpenraum. Dabei erstellt Timeless Homes zweistöckige Holzhäuser für vier bis acht Gäste mit einem umfangreichen Spa- und Fitness-Bereich. Ein erstes Projekt ist im Tegernseer Raum geplant; die Fertigstellung ist für 2014e geplant.

Partner für die Realisierung der Chalets ist die österreichische Geisler & Trimmel, die auf das Design, die Planung und das Baumanagement komplexer Tourismusprojekte wie Hotellerie- und Gastronomieprojekte spezialisiert ist. Geisler & Trimmel wird für Timeless Homes sämtliche Bauvorhaben als Generalunternehmer abwickeln – von der Erstberatung über das Design, die Planung, das Baumanagement bis hin zur betriebsfertigen Übergabe.

Wir erwarten für Timeless Homes eine operative Marge von 15-20% Marge.

Für Timeless Homes kann sich aus der Vermietung von Ferienwohnungen ein enger Kundenkontakt ergeben, der anschließend zur Akquise des Verkaufs von Luxusimmobilien genutzt werden soll.

ABBILDUNG 11: TIMELESS CHALETS



QUELLE: TIMELESS HOMES

Erweiterung der Wertschöpfungskette durch Möbel: Timeless Living

Neben der Architektur von Luxusimmobilien ist Timeless Homes seit kurzem mit dem Design, der Herstellung und dem Vertrieb von Möbeln tätig. Auch hier bleibt das Unternehmen dem puristischen Ansatz treu: Minimalistisches Design mit geradlinigen und funktionalen Formen sowie hochwertige Materialien stehen im Mittelpunkt. Das Konzept der Möbel basiert auf Porsche Design.

Zentraler Ansatz ist die Küchengestaltung. Alleinstellungsmerkmal ist ein eigens

von BASF und Rudolph Baustoffwerke entwickelter Werkstoff, der trotz seiner Betonoptik sehr leicht ist und dadurch als Oberflächenwerkstoff zum Einsatz kommen kann.

ABBILDUNG 12: KÜCHE (LS) UND BADEZIMMER (RS)



QUELLE: TIMELESS HOMES

Timeless Luxury GmbH mit Timeless Yachts ...

Die jüngste Erweiterung der Produktpalette sind Luxus-Yachten, die die Timeless Luxury Group zusammen mit der slowenischen Seaway anbietet, mit 65.000 Booten und Yachten einer der weltweit führenden Bootsentwickler. Eine erste Konzeptstudie, die „Ocean Club 18m“ wurde Anfang Januar auf der Messe Boot Düsseldorf vorgestellt. Die Yacht, auf der je nach Fahrgebiet und Nutzungskonzept bis zu 50 Gäste Platz finden sollen, hat drei Bars, mehrere Lounge-Bereiche und einen Jacuzzi. Zwei Kabinen mit jeweils eigenen Badezimmern und vier weitere Schlafmöglichkeiten bieten Platz für insgesamt acht Übernachtungsgäste.

Das Vertriebskonzept sieht vor, nicht allein Privatkunden anzusprechen, sondern auch gewerbliche Kunden, insbesondere Luxushotels, Clubs oder Event-Agenturen, für die eine Yacht eine attraktive Verlängerung der Wertschöpfungskette darstellen würde.

ABBILDUNG 13: TIMELESS YACHTS



QUELLE: TIMELESS HOMES

... und weiteren Produkten in der Pipeline

Aus unserer Sicht ist mit Yachten die Produktpipeline keinesfalls erschöpft. Vorstellbar ist, dass sich die Timeless Luxury GmbH auch in klassischen Teilsegmenten der Luxusgüterbranche wie Uhren oder Schmuck positioniert, und auch im Lebensmittelbereich, z. B. Spirituosen, Wein oder Zigarren, können wir uns Produkte der Timeless Luxury GmbH vorstellen.

Timeless Homes ist ein „quasi-virtuelles“ Unternehmen, das wesentliche Elemente der Wertschöpfungskette an Partnerunternehmen outgesourct hat. Zentrales Element der Marktpositionierung ist die Kooperation mit Porsche Design, aus der die Grundregeln des Timeless-Designs auch für die nachgelagerten Wertschöpfungsebenen vorgegeben werden.

Porsche Design als primärer Designpartner

Das Design der Immobilien von Timeless Homes basiert auf Konzepten von Porsche Design, einem der renommiertesten Design-Häuser Europas. 1972 von Ferdinand A. Porsche als Porsche Design Studio in Stuttgart gegründet, werden von Porsche Design hochwertige Produkte entworfen und entwickelt, die anschließend von anderen Firmen als Lizenzvergabe hergestellt und unter dem Markennamen Porsche Design verkauft werden. Der Vertrieb erfolgt zum einen über Porsche Design-Shops, zum anderen über Shop-in-Shop-Konzepte, gehobene Warenhäuser und den Fachhandel. Produktbeispiele sind Uhren, Brillen, Pfeifen, Schmuck oder Kleinlederwaren (Geldbörsen). Darüber hinaus werden im Kundenauftrag Produkte gestaltet, die ebenfalls als Porsche Design-Produkte verkauft werden, zusätzlich aber einen Hinweis auf die Herstellerfirma tragen. Hierzu zählen Fernsehgeräte für Grundig, Telefone für Samsung, Fotoapparate für Rolleiflex und Fuji, Schreibgeräte für Faber-Castell oder Küchengeräte für Siemens.

„If you analyze the function of an object, its form often becomes obvious“
Ferdinand A. Porsche

2013 hat Timeless Homes sämtliche Rechte an den vom Porsche Design Studio entwickelten Luxusimmobilien sowie am Interieur-Design zeitlich unbefristet erworben. Neben Porsche Design arbeitet Timeless Homes mit einer Reihe von weiteren Partnern zusammen, die in nachfolgender Abbildung 14 aufgelistet werden:

ABBILDUNG 14: KOOPERATIONSPARTNER NACH SEGMENTEN

Timeless Luxury Group					
	Timeless Homes	Timeless Chalets	Timeless Hideaways	Timeless Living	Timeless Yachts
Design	Porsche Design	Geisler & Trimmel	Porsche Design		Seaway
Bau/Herstellung	H-I-M Villenbau		H-I-M Villenbau	SieMatic/Sonstige	
Projektentwicklung und -steuerung	Drees & Sommer.		Drees & Sommer.	Timeless Homes	
Vertrieb	Engel & Völkers	G&T/Timeless Homes/Engel & Völkers	Wolters Reisen/TUI	SieMatic/Sonstige	Seaway/Timeless Homes/Sonstige

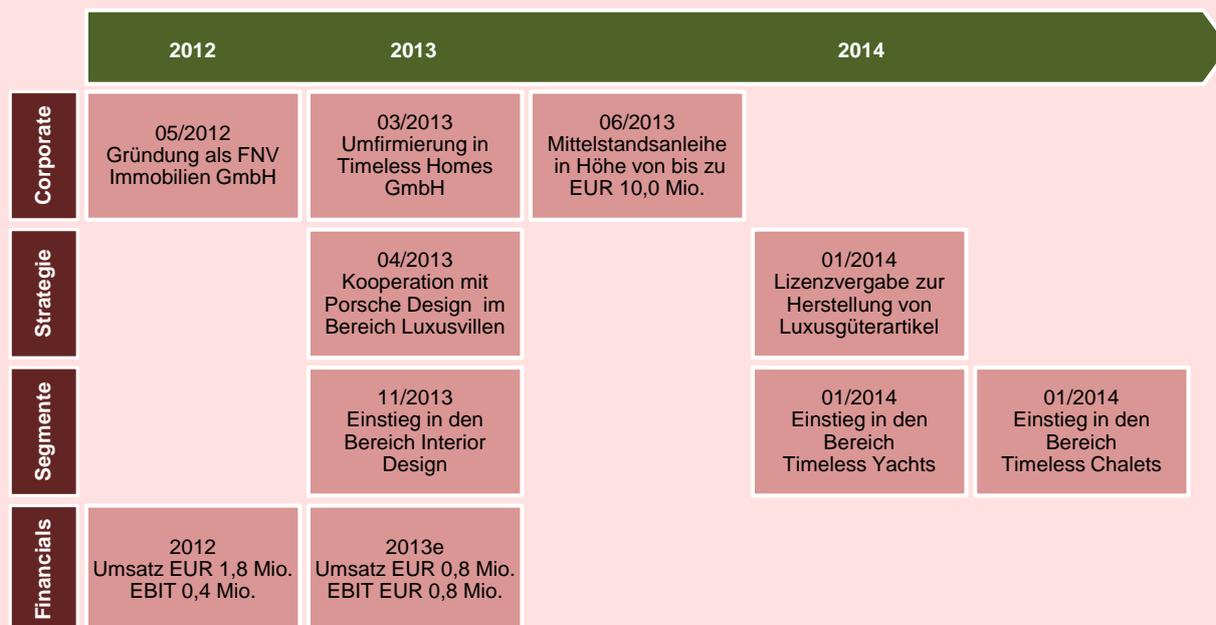
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Unternehmensgeschichte, Management und Strategie

Überblick über die Unternehmensgeschichte

Mit der Umwandlung der 2012 gegründeten FNV Immobilien GmbH zur Timeless Homes GmbH im Jahr 2013 erfolgte auch die Neuaufstellung des Unternehmens als Entwickler von Luxusimmobilien. Seither wurde eine Reihe von Verträgen mit Kooperationspartnern abgeschlossen und die Geschäftstätigkeit durch den Eintritt in neue Segmente erweitert.

ABBILDUNG 15: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Aufgabenverteilung des Managements

Die Timeless Homes-Gruppe wird von zwei Geschäftsführern geleitet:

✦ Michael Gössl, Geschäftsführer

Michael Gössl ist als Volljurist primär zuständig für den Immobilienbereich der Timeless Luxury Group. Zudem betreut er die rechtlichen Belange der Gruppe sowie die Bereiche Lizenzmanagement und Unternehmensfinanzierung.

✦ Johannes Büchner, Geschäftsführer

Johannes Büchner studierte BWL und Kommunikation/Rhetorik und ist primär zuständig für die Sparte Consumer Products der Timeless Luxury Group. Sein Aufgabengebiet umfasst daneben die Bereiche Marketing, Unternehmenskommunikation und Branding.

Beide Geschäftsführer waren bereits in der Vergangenheit unternehmerisch tätig. Unter anderem bauten sie in Kooperation mit Porsche Design das Clubschiff MS Catwalk, eine schwimmende Diskothek, die zwischen Wien und Frankfurt verkehrt.

Strategie des Unternehmens und langfristige Guidance

Für die kommenden Jahre plant Timeless Homes eine Fortführung der Wachstums- und Diversifizierungsstrategie mit dem Ziel, nachhaltig operativ profitabel zu werden.

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir haben folgende unternehmensbezogene **Stärken** von Timeless Homes herausgearbeitet:

- ✦ In kurzer Zeit konnte sich Timeless Homes eine gute Reputation im Immobilienmarkt aufbauen und diverse Kooperationen mit zum Teil weltweit bekannten Markennamen abschließen. Für potenzielle Wettbewerber stellen diese eine erhebliche Markteintrittsbarriere dar.
- ✦ Von Anfang an hat Timeless Homes den Marktauftritt breit diversifiziert. Inzwischen ist das Unternehmen nicht mehr allein im Markt von Luxuswohnimmobilien tätig, sondern hat seine Geschäftstätigkeit unter dem Markendach „Timeless“ in verwandte (Luxus-Chalets, Luxus-Ferienwohnungen) und weniger verwandte (Yachts, Interieur) Geschäftsbereiche diversifiziert. Dies sollte eine Verstärkung der Geschäftsentwicklung ermöglichen.
- ✦ Timeless Homes ist ein extrem schlankes Unternehmen, in dem bislang kaum laufende Fixkosten anfallen. Weite Bereiche der Wertschöpfungskette, insbesondere das Objektdesign und sämtliche Baumaßnahmen, werden nicht von der Timeless Homes-Gruppe selbst ausgeführt, sondern z. B. von Planungs- und Bauunternehmen als Generalübernehmer bzw. Generalunternehmer erbracht. Die im Verhältnis zur Unternehmensgröße geringen Fixkosten haben zur Folge, dass Timeless Homes keinem Investitionsdruck unterliegt. Investitionsentscheidungen können damit weiterhin risikoavers und margenorientiert getroffen werden. Durch die niedrige Fixkostenbasis ist das Unternehmen nach unserer Einschätzung auch in der Lage, Phasen mit unbefriedigender Geschäftsentwicklung zu überstehen, ohne dass diese unmittelbar existenzbedrohliche Ausmaße annehmen.
- ✦ Das Geschäft ist auf die Zielgruppe der (Ultra) High Net Worth Individuals und damit auf weniger zyklische Einkommenschichten ausgerichtet. Dabei wird auch die stark wachsende Gruppe ausländischer, insbesondere osteuropäischer Investoren angesprochen, die auf der Suche nach hochvolumigen Investitionsmöglichkeiten in Deutschland ist.
- ✦ Eine adäquate Kapitalausstattung wird nach u. E. auch zukünftig der Schlüssel zur weiteren Verbesserung des Marktauftritts sein. Vor diesem Hintergrund könnte ein guter Kapitalmarktzugang erhebliche Wettbewerbsvorteile sichern. Durch die Begebung einer Quasi-Mittelstandsanleihe im vergangenen Jahr und der dadurch erreichten Präsenz am Kapitalmarkt stehen Timeless Homes zukünftig alternative Wege der Eigenkapitalbeschaffung offen. Zum Beispiel sehen wir in der Ausgabe von Genussrechten oder Genussscheinen eine ideale Ergänzung der Unternehmensanleihe – was gleichzeitig die Rangstellung der Anleihegläubiger verbessern würde. In dieselbe Kategorie würde auch ein möglicher Börsengang der Timeless Homes-Gruppe fallen, den wir ob der grundsätzlich attraktiven Equity Story mittel- bis langfristig für möglich halten.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen**:

Schwächen

- ✦ Aufgrund der kurzen Unternehmenshistorie bestehen erhebliche Risiken bezüglich der Erstellung eines Prognosemodells und in der Erreichung der Umsatz- und Ergebnisplanung. In den beiden bisherigen Jahren der Unternehmensgeschichte hat Timeless Homes jeweils ein positives Vorsteuerergebnis erwirtschaftet, wodurch zumindest angedeutet wird, dass das Geschäftsmodell zukünftig steigende Ertragspotenziale verspricht.
- ✦ Timeless Homes ist mit einer Unternehmensgeschichte von nur zwei Jahren ein sehr junges Unternehmen, das einem intensiven Wettbewerb von in der Regel wesentlich größeren Mitwettbewerbern ausgesetzt ist. Zu diesen zählen insbesondere Bauträger, die Design-Architekturhäuser der Luxusklasse anbieten und von denen sich viele im süddeutschen Raum angesiedelt haben.
- ✦ Grundsätzlich ist der Immobilienmarkt ein zyklischer Markt und damit von makroökonomischen Faktoren wie Bruttoinlandsprodukt und Arbeitslosigkeit abhängig. Dem begegnet Timeless Homes durch eine Fokussierung auf das

High-End-Segment, das tendenziell weniger zyklisch ist. Dennoch kann ein Überschwappen von uns derzeit nicht erwarteten negativen Preistendenzen aus niedrigpreisigeren Immobiliensegmenten auf das Luxussegment nicht ausgeschlossen werden.

- ✦ Auf absehbare Zeit wird Timeless Homes den überwiegenden Teil der Umsätze mit nur wenigen Einzelkunden erwirtschaften, wodurch Abhängigkeiten auf der Absatzseite bestehen. Aufgrund der zukünftig breiteren Aufstellung von Timeless Homes, die eine Diversifikation in neue Produktfelder mit sich bringt, dürften diese Abhängigkeiten im Zeitablauf allerdings tendenziell zurückgehen.
- ✦ Bei Timeless Homes handelt es sich um ein sehr schlankes Unternehmen, das weite Teile der Wertschöpfung outgesourct hat. In diesem Geschäftsmodell werden Design, Bau, Vermarktung und Vertrieb der Luxusimmobilien von Partnern erbracht. Auftretende Probleme und Schwierigkeiten der beteiligten Unternehmen („Schlechtleistungen“) bei der planmäßigen Abwicklung des Bauvorhabens können sich nachteilig auf die Ertragslage der Timeless Homes-Gruppe auswirken, etwa wenn die Emittentin von Dritten wie zum Beispiel Käufern oder Pächtern für verantwortbare Schäden der Bau- und Subunternehmer in Anspruch genommen wird. Und auch die Reputation von Timeless Homes ist von der einwandfreien Aufgabenerfüllung Dritter abhängig.
- ✦ Das Vermietungsrisiko des zukünftig mit operativer Geschäftstätigkeit zu erfüllenden Bereichs Timeless Hideaways liegt allein beim Emittenten.
- ✦ Als Luxusgüteranbieter ist es von entscheidender Bedeutung, dass der Markenname gepflegt wird. Gerade durch die angestrebte Diversifikation in neue Geschäftsfelder könnte der Markenname jedoch beschädigt werden – mit entsprechenden Auswirkungen auf die Kerngeschäftsbereiche des Unternehmens.
- ✦ Das Management von Timeless Homes ist zwar sehr erfahren, jedoch wurde bislang keine zweite Managementebene aufgebaut. Damit bestehen Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen und ein erhebliches Key Man Risk. Insbesondere die strategischen Geschäftsbeziehungen mit der H-I-M Villenbau und der Drees & Sommer basieren auf persönlichen Kontakten der beiden Geschäftsführer.
- ✦ Durch die Personalidentität der Geschäftsführung von Timeless Homes und Timeless Luxury besteht das Risiko von Interessenkonflikten. Es besteht insbesondere das Risiko, dass Lizenzzahlungen, die von der Timeless Luxury GmbH an die Emittentin erbracht werden, nicht zu marktüblichen Konditionen geleistet werden.
- ✦ In der Vergangenheit verfügte Timeless Homes nicht über die entsprechende Kapitalausstattung, um die gegebenen Marktpotenziale zu nutzen. Dies kann sich durch die Begebung der Anleihe ändern. Auf der anderen Seite besteht nun die Gefahr, dass zu schnell zu viele Investitionsentscheidungen getroffen werden.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Timeless Homes tätig ist:

Chancen

- ✦ Das von Timeless Homes bearbeitete Luxusimmobiliensegment ist weniger zyklisch als die mittel- und niedrigpreisigen Segmente und zugleich echte Wachstumsmärkte. Markttreiber sind der Trend nach Zweitwohnungen, insbesondere im Alpenraum. Vor diesem Hintergrund sollte die Bereitschaft, in Luxusimmobilien zu investieren, auch in den kommenden Jahren weiter zunehmen.
- ✦ Auch wenn Timeless Homes in einem zyklischen Markt tätig ist, haben Kapitalanleger vor dem Hintergrund der globalen Währungs- und Finanzkrise in den vergangenen Jahren vermehrt in Immobilien, insbesondere im oberen Preissegment, investiert. Die Immobiliensegmente und -märkte, in denen Timeless Homes tätig ist, waren von der Abschwächung der Immobilienmärkte vergangener Jahre weit weniger betroffen als andere, insbesondere niedrigpreisigere Marktsegmente. Da Luxusimmobilien oft mit deutlich höheren Eigenkapitalanteilen finanziert werden als günstigere Immobilien, ist

selbst bei einem Auslaufen des niedrigen Zinsumfeldes nicht mit einem massiven Einbruch des Marktsentiments zu rechnen. Vor dem Hintergrund anhaltend niedriger Zinsen für Immobiliendarlehen gehen wir davon aus, dass die Unabhängigkeit vom allgemeinen Marktsentiment weiter anhalten wird.

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Timeless Homes tätig ist:

Risiken

- ✦ In den von Timeless Homes abgedeckten Märkten und Segmenten herrscht eine hohe Wettbewerbsintensität, die sich in einem konjunkturellen Abschwung noch verstärken könnte.
- ✦ Der steigenden Nachfrage nach Grundstücken steht insbesondere in sehr guten Wohnlagen ein begrenztes Angebot gegenüber. Der bereits seit Jahren anhaltende Trend steigender Grundstückspreise könnte anhalten und die Geschäftstätigkeit von Timeless Homes beeinträchtigen.
- ✦ Das Risiko einer Kostenüberschreitung durch den Kooperationspartner trägt allein Timeless Homes.
- ✦ Die Kunden von Timeless Homes zählen zur finanziellen Oberschicht Europas. Ihre Entscheidungen sind weniger von Bedürfnissen geprägt als von psychologischen Faktoren. Aus diesem diskretionären Einkaufsverhalten ergibt sich für Timeless Homes eine volatilere, aber auch potenziell sehr ertragreiche Geschäftsentwicklung.

Markt-, Wettbewerbs- und Standortanalyse

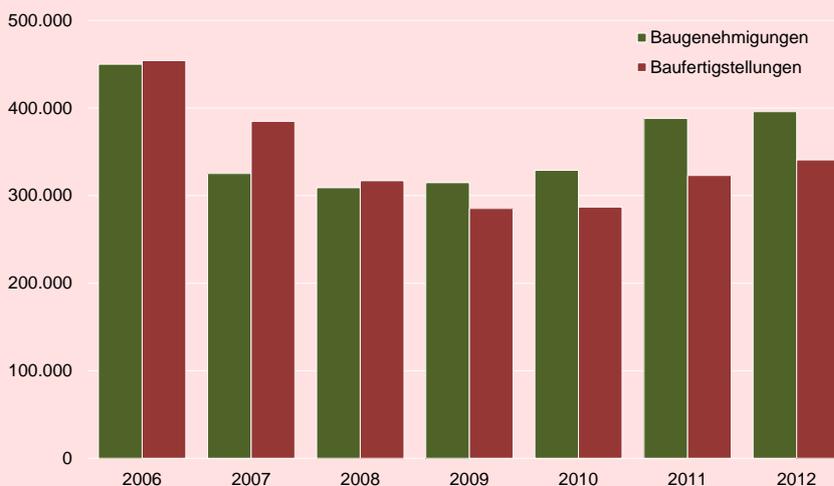
Grundsätzlich zeigt sich in allen von Timeless Homes adressierten Märkten eine positive Stimmung gegenüber den Immobilienmärkten. Gleichwohl werden die wichtigsten Antriebsfaktoren in den jeweiligen Märkten unterschiedlich eingeschätzt. Während laut Ernst & Young Trendbarometer die Euroschuldenkrise und die Sorge vor Inflationsgefahren von den Marktteilnehmern in Deutschland und Österreich auch 2014 als wesentliche Antriebsfaktoren für Immobilieninvestitionen genannt werden, geht deren Bedeutung in den von der Schuldenkrise am stärksten betroffenen Ländern offensichtlich zurück. Ein deutlicher Stimmungsumschwung zeigt sich demnach u. a. in Italien, wo die Marktteilnehmer den heimischen Immobilienmarkt 2014 optimistischer beurteilen als noch im Vorjahr.

Der deutsche Immobilienmarkt hat sich seit 2009 deutlich erholt ...

Nach den letzten verfügbaren Daten des Statistischen Bundesamts wurden in Deutschland im Jahr 2012 Baugenehmigungen für 236.783 Wohngebäude und Wohnungen erteilt. Gegenüber dem Jahr 2011 entspricht dies einem Anstieg um 4,6% bzw. 10.297 Genehmigungen. Damit setzte sich der positive Trend aus den vergangenen Jahren fort, auch wenn die Gesamtzahl der Baugenehmigungen aus dem Jahr 2006 noch nicht wieder erreicht werden konnte. Ohne die Berücksichtigung von Baumaßnahmen an bestehenden Gebäuden verzeichneten die Baugenehmigungen 2012 allerdings ein Minus von 3,2%. Grund dafür waren rückläufige Genehmigungen für neue Einfamilienhäuser (-5,7% YoY), während die Genehmigungen für neue Zweifamilienhäuser und Wohnungen um knapp 4,0% bzw. 13,1% gegenüber 2011 zulegen konnten.

Die Zahlen der Baugenehmigungen und Baufertigstellungen sind in den vergangenen Jahren gestiegen, auch wenn das Niveau des Jahres 2006 noch nicht wieder erreicht wurde.

ABBILDUNG 16: BAUGENEHMIGUNGEN UND FERTIGSTELLUNGEN IN DEUTSCHLAND



Erste Zahlen zeigen auch für 2013 einen weiteren Anstieg der Baugenehmigungen: So wurden im vergangenen Jahr mit knapp 270.000 so viele Genehmigungen für den Bau von Wohnungen erteilt wie seit zehn Jahren nicht mehr.

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL

Die Anzahl der Baufertigstellungen ist nach den Angaben des Statistischen Bundesamts ebenfalls gestiegen. Demnach wurden im Jahr 2012 340.710 Wohngebäude inklusive Baumaßnahmen fertiggestellt, eine Verbesserung um 5,5% im Vergleich zu 2011. Am stärksten war der Zuwachs erneut bei den fertiggestellten Wohnungen in Mehrfamilienhäusern (+14,1%), während sich bei Zwei- und Einfamilienhäusern die Rangfolge umdrehte: Fertiggestellte Einfamilienhäuser stiegen um knapp 4,0%, Zweifamilienhäuser blieben mit 0,4% dagegen fast unverändert.

... der positive Trend sollte sich in den kommenden Jahren fortsetzen

Auch in den kommenden Jahren dürfte die Stimmung auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt grundsätzlich positiv bleiben. Eine im Auftrag der Wüstenrot Bausparkasse durch das ifo-Institut erstellte Wohnungsbauprognose rechnet bis 2016 mit einem fortgesetzten Wachstum. Bei den Wohnungsfertig-

Die Wohnungsbauprognose des ifo-Instituts prognostiziert bis 2016 eine Steigerung um rund 80% gegenüber dem Tiefstand aus dem Jahr 2009.

stellungen wird sich die durchschnittliche Wachstumsdynamik der Jahre 2011 und 2012 demnach zwar auf knapp jeweils 7,0% verringern, mit einer für das Jahr 2016e prognostizierten Fertigstellung von rund 246.000 neu errichteten Wohnungen (inklusive Ein- und Mehrfamilienhäuser) wird dennoch eine Steigerung um rund 80% gegenüber dem Tiefstand im Jahr 2009 mit knapp 136.000 Einheiten prognostiziert.

Entwicklung in Bayern

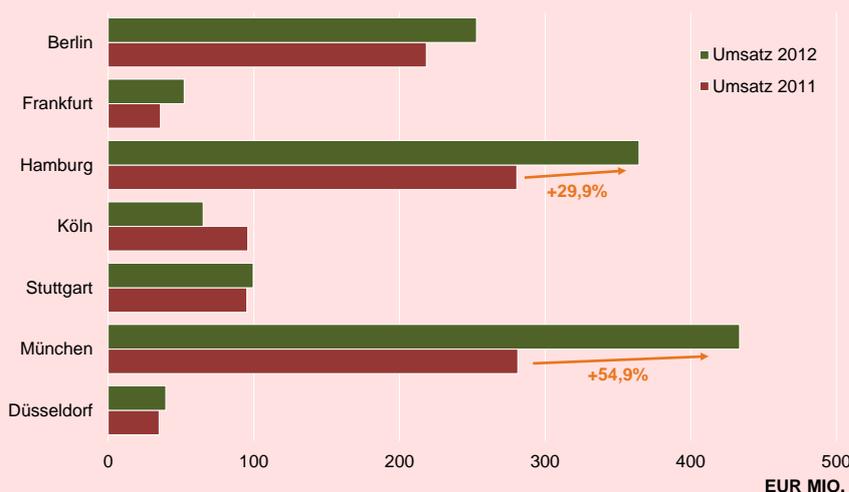
Neuere Zahlen des IVD bescheinigen dem deutschen Immobilienmarkt für das abgelaufene Jahr ein Plus von 9,0%. In Bayern kletterte das Umsatzvolumen am Immobilienmarkt laut IVD Süd 2013 um 7,5% auf EUR 38,5 Mrd. (Vorjahr +6,3%) und erreichte damit den höchsten Wert seit dem Jahr 1990.

Starke Zuwächse bei Luxusimmobilien

In diesem Umfeld prosperiert auch der Premiummarkt für Luxusimmobilien. Spezifische Markterhebungen von Dahler & Company, in denen die spezifischen Trends bei Wohnimmobilien mit Preisen von über EUR 750.000 erfasst werden, zeigen für Erhebungsgebiet der Großstädte Berlin, Düsseldorf, Frankfurt/Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart ein Plus der verkauften Einheiten von rund 20% sowie einen ebenso starken Anstieg der Geldumsätze. Angeführt wurde der Städtevergleich 2012 von München, wo die Zahl der verkauften Ein- bzw. Zweifamilienhäuser um 46,3% gegenüber dem Vorjahr zugelegt hatte, wobei die dabei erzielten Umsätze sogar noch stärker angestiegen waren, wie nachstehende Abbildung 17 zeigt:

Die Markterhebungen von Dahler & Company für Luxusimmobilien erfassen Wohnimmobilien mit Preisen von über EUR 750.000

ABBILDUNG 17: LUXUSIMMOBILIENUMSÄTZE IN DEUTSCHLAND, HÄUSER

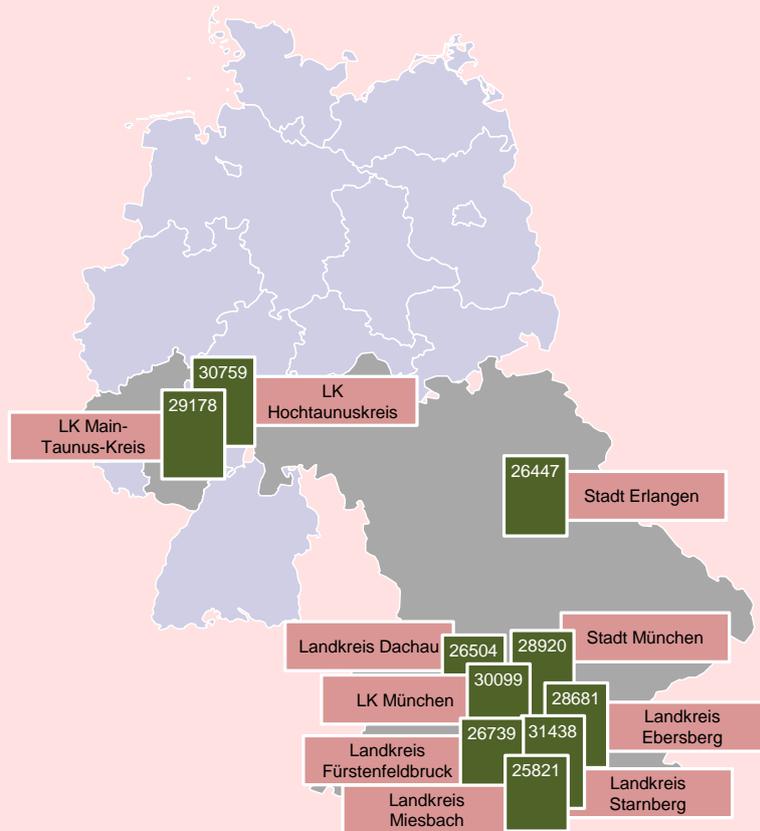


QUELLE: DAHLER & COMPANY (2014), SPHENE CAPITAL

Prosperierendes Umfeld

Die herausgehobene Stellung von München ist dabei nach u. E. ein Spiegel der Kaufkraftverteilung. So liegen nicht zuletzt sieben der zehn einkommensstärksten Land- und Stadtkreise in Deutschland im unmittelbaren Einzugsbereich der Bayerischen Landeshauptstadt; 21,6% der Bevölkerung des Freistaats erwirtschaften knapp ein Drittel des bayerischen Bruttoinlandsprodukts. Mit 957.000 Erwerbstätigen in der Stadt bzw. 1,6 Mio. in der Region ist München Deutschlands zweitgrößter Beschäftigungsstandort. Die Erwerbstätigenprognosen sehen bis 2025 einen Zuwachs der Stadt München auf fast 1,0 Mio. (bzw. über 1,7 Mio. in der Region) Erwerbstätige vor. Gleichzeitig ist München die deutsche Großstadt mit der niedrigsten Arbeitslosigkeit: Ende 2013 lag die Arbeitslosenquote im Agenturbezirk München bei nur 4,6% und damit nahe einer Vollbeschäftigung. Innerhalb der so genannten Europäischen Metropolregion München (EMM), die eine Fläche von 23.800 km² rund um München abdeckt, lag die Arbeitslosenquote sogar nur bei 3,9%.

ABBILDUNG 18: DIE ZEHN KAUFKRÄFTIGSTEN STADT- UND LANDKREISE DEUTSCHLANDS, 2014*



Sieben der zehn einkommensstärksten Land- und Stadtkreise Deutschlands befinden sich im unmittelbaren Einzugsgebiet Münchens. Die Bandbreite reicht dabei von 48% über dem Durchschnitt in Starnberg bis zu 24% unter dem Bundesdurchschnitt in Görlitz.

QUELLE: GFK, SPHENE CAPITAL

*ANGABEN IN EURO

Auch Ferienimmobilien verzeichnen deutliche Nachfragezuwächse

Ähnliche Argumente wie für die gestiegene Nachfrage für Wohnimmobilien – also Euro-Krise, Inflationsangst und niedriges Zinsniveau – finden sich auch als Begründung für den verstärkten Kauf von Ferienimmobilien. Diese profitieren darüber hinaus vom sogenannten „Homing-Trend“, also dem wachsenden Wunsch der Menschen, sich auch im Urlaub an einen vertrauten Ort zurückziehen zu können. Außerdem erwirtschaftet ein Großteil der Ferienimmobilienigentümer zusätzliche Einkommen durch die Vermietung und wertet die Immobilie überdies als Altersvorsorge.

Rund 54,0% aller Ferienimmobilienkäufe wurden während der letzten zehn Jahre abgewickelt, ein Viertel der Käufer hat ihre Ferienimmobilie sogar erst in den Jahren 2010 bis 2012 erworben. Am beliebtesten sind dabei die klassischen Urlaubsregionen an der Nord- und Ostsee sowie in Süddeutschland; im Ausland sind vor allem die Mittelmeerregion und Österreich (hier vor allem in Tirol) gesucht.

Immobilien in Österreich, der Schweiz und Italien

Anders stellt sich die Situation für Luxusimmobilienstandorte in **Österreich** mit den bevorzugten Lagen in Wien, Kitzbühel und Umgebung, Salzburg, Salzkammergut, Arlberg und am Wörthersee dar. Nach zum Teil heftigen Preisanstiegen in den vergangenen fünf Jahren (Salzburg +50%, Wien +36%) sehen Makler für das Jahr 2014 nur noch einen geringen Spielraum für weitere Preiszuwächse. Unter dem Strich wurden in Österreich 2013 deutlich weniger Immobilien gekauft als im Jahr zuvor. Die Zahl der Transaktionen ist zuletzt um 15% auf rund 80.000 und damit unter das Krisenniveau aus dem Jahr 2009 (83.300 Transaktionen) zurückgegangen. Dies spiegelt sich offensichtlich auch im Luxussegment wider, wo die Maklererwartungen in der Zwischenzeit ebenfalls als weitaus gedämpfter beschrieben werden.

Einer gemeinsamen Studie von HomeAway FeWo-direkt und Engels & Völkers zufolge wurden nach einem vorläufigen Höhepunkt 2010 in den Folgejahren zwar durchschnittlich weniger Ferienimmobilien gekauft, doch hält sich die Nachfrage auf hohem Niveau.

In der **Schweiz** warnte der Vizepräsident der Schweizer Nationalbank zuletzt vor Risiken nicht nur für die sogenannten Hotspots Zürich, Genf und Lausanne, sondern auch für die gesamte Schweiz. Marktteilnehmer rechnen in den kommenden Jahren zumindest mit einer Abflachung des Preisanstiegs. Als Gründe werden eine rege Bautätigkeit und damit eine in einzelnen Gebieten sogar massive Zunahme von Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern genannt. Gleichzeitig hat sich die Zuwanderung verlangsamt ebenso wie die Vergabe von Hypothekenkrediten durch die Banken. Dies wirkt sich auch im Luxuswohnsegment aus, nach Marktangaben finden Luxuswohnungen und -häuser ohne Nachlässe zu den ursprünglichen Verkaufspreisvorstellungen kaum Käufer. In eine vergleichbare Richtung zeigt das jährliche Trendbarometer von Ernst & Young, das für Wohnimmobilien und Hotels nur noch in Spitzenlagen steigende bzw. stabile Preise anzeigt.

In **Italien** scheinen sich die Aussichten nach Ansicht von Ernst & Young für 2014 zu verbessern. Dort waren die Verkaufszahlen im Zuge der Schuldenkrise stark eingebrochen, zuletzt wurden sogar die schlechtesten Verkäufe seit fast 30 Jahren gemeldet. Preisrückgänge dürften allerdings vor allem zweitklassige Lagen sowie Randlagen zu verzeichnen haben.

Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

Im vergangenen Jahr erwirtschaftete Timeless Homes Umsätze in Höhe von ca. EUR 0,8 Mio. und ein operatives Ergebnis in Höhe von ca. EUR 0,2 Mio. Für das laufende Jahr erwarten wir eine erhebliche Ausweitung der Geschäftstätigkeit: Getragen vom Verkauf einer Luxusimmobilie im Münchener Vorort Grünwald rechnen wir beim Umsatz mit EUR 4,9 Mio. und einer Verdoppelung des EBIT auf EUR 0,4 Mio.

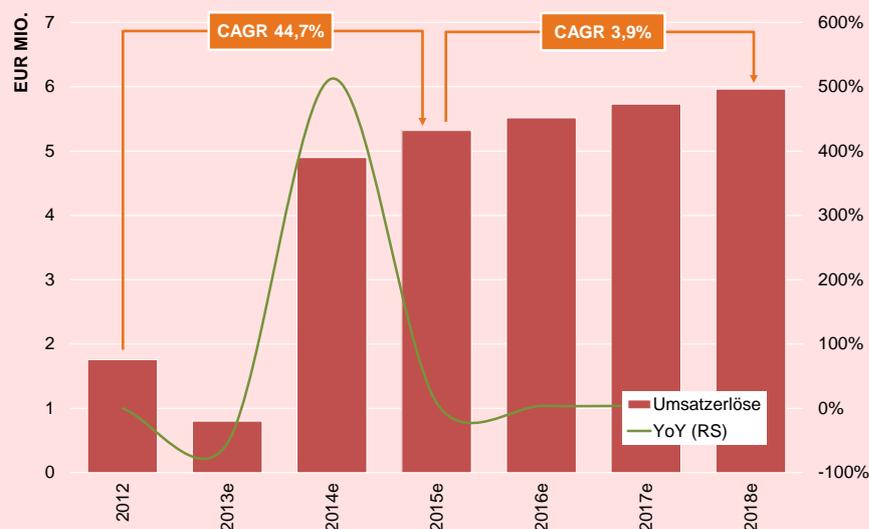
Unsere Detailplanung endet zum Zeitpunkt der ersten vorzeitigen Kündigungsoption seitens der Gläubiger im Jahr 2018e. Für den Zeitraum 2014e-18e rechnen wir mit durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten von 6,7%, die begleitet werden von einem Anstieg der operativen Margen auf dann 11,2%. Aufgrund der in den Anleihebedingungen vorgeschriebenen Thesaurierung der Erträge rechnen wir damit, dass sich die Eigenkapitalquote nach 21,3% in 2013e in den folgenden Jahren sukzessive bis auf 53,5% (2018e) verbessert.

Entwicklung der Umsatzerlöse 2012 und 2013e

2012, dem Gründungsjahr des Unternehmens, war Timeless Homes operativ nicht tätig. Die dennoch erzielten Umsätze in Höhe von EUR 1,8 Mio. stammten aus dem Kauf und Verkauf eines Grundstücks. Dass aus dieser einzelnen Transaktion dennoch operative Erträge von EUR 0,4 Mio. erwirtschaftet werden konnten, kann aus unserer Sicht durchaus als Indiz für die prinzipielle Ertragskraft des Geschäftsmodells gewertet werden.

Im vergangenen Jahr, in dem das Management wesentlich mit der Anleiheemission und der Konzeptionierung des Geschäftsmodells beschäftigt war, erzielte das Unternehmen Umsätze in Höhe von EUR 0,8 Mio. Diese entstanden im Wesentlichen aus Lizenzentnahmen für Interior und Yachts. Das operative Ergebnis dürfte im vergangenen Jahr bei EUR 0,2 Mio. gelegen haben.

ABBILDUNG 19: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Optisch scheint 2013e deutlich schlechter als 2012 verlaufen zu sein, als das Unternehmen noch Umsätze von EUR 1,8 Mio. und ein EBIT von EUR 0,4 Mio. vermeiden konnte. Diese entstanden aus dem Verkauf eines Grundstücks zu besonders attraktiven Konditionen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Prognose der Umsatzerlöse 2014e-15e und danach

Im laufenden Jahr rechnen wir mit einer deutlichen Ausweitung des Geschäftsvolumens. Zum einen erwarten wir einen (baldigen) Verkauf des Bauprojekts in Grünwald (Umsatz je nach gewählte Ausstattung EUR 3,9-4,5 Mio.), zum anderen rechnen wir im Jahresverlauf mit der Abwicklung eines Chalet-Projekts, aus dem wir Umsätze in Höhe von EUR 0,9 Mio. erwarten, sowie mit ersten laufenden Erlösen im Bereich Interior (EUR 0,1 Mio.). In Summe erwarten wir für 2014e daher Umsätze in Höhe von EUR 4,9 Mio. (+512,5% YoY).

Für 2015e sollten erste, allerdings noch überschaubare Vermieterlösen im Bereich Hideaways (EUR 0,2 Mio.) generiert werden können und auch mit ersten laufenden Lizenzentnahmen aus dem Bereich Yachts (knapp EUR 0,3 Mio.) ist

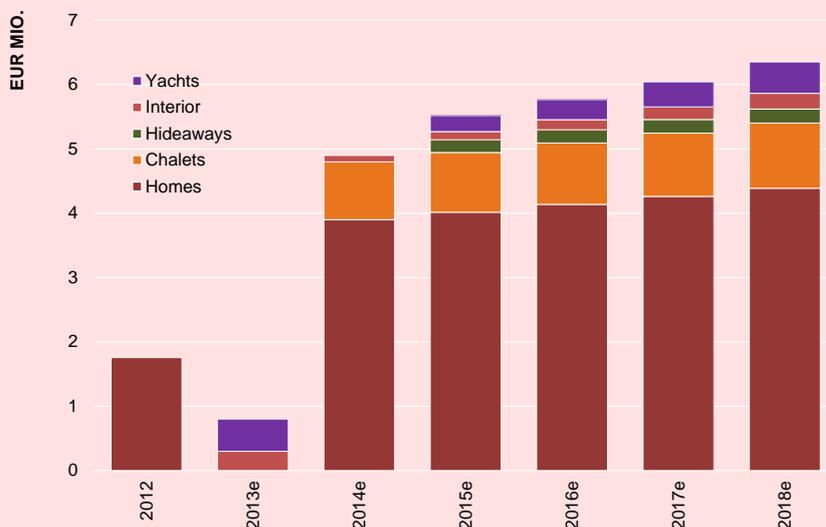
zu rechnen. In Verbindung mit einem leichten Wachstum in den übrigen Geschäftsbereichen modellieren wir damit für 2015e Gesamterlöse von EUR 5,5 Mio. (+12,6% YoY).

Für die Jahre bis zur erstmaligen Kündigungsmöglichkeit seitens der Anleihegläubiger, also für den Zeitraum 2014e-18e rechnen wir auf Basis des aktuellen Geschäftsumfangs mit einer durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsrate von 6,7%.

Umsatz nach Segmenten

Den Großteil der Erlöse wird Timeless Homes nach unserer Einschätzung auch in Zukunft aus der Entwicklung und dem Verkauf von Immobilien erwirtschaften, entweder von Luxuswohnimmobilien oder von Luxusferienwohnungen (Timeless Hideaways). Darüber hinaus fallen – wenngleich in wesentlich geringerem Umfang – Erlöse aus der Vergabe von Lizenzen an die Timeless Luxury GmbH und aus der Vermietung (Timeless Chalets) an. Insgesamt rechnen wir in den kommenden Jahren mit folgender Aufteilung der Umsätze:

ABBILDUNG 20: UMSATZ NACH BEREICHEN



Auch 2018e wird Timeless Homes im Wesentlichen im Markt für Luxusimmobilien tätig sein. Wir rechnen damit, dass Timeless Homes 2018e insgesamt 88,5% der Gesamterlöse mit Luxusimmobilien erwirtschaften wird. 7,7% der Erlöse werden im Segment Timeless Yachts und 3,8% im Segment Interior erzielt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz nach Regionen

Regional dürfte sich die Geschäftstätigkeit weiterhin ausschließlich im deutschsprachigen Raum abspielen. Änderungen, etwa eine Ausdehnung auf benachbarte Immobilienmärkte halten wir für ausgeschlossen.

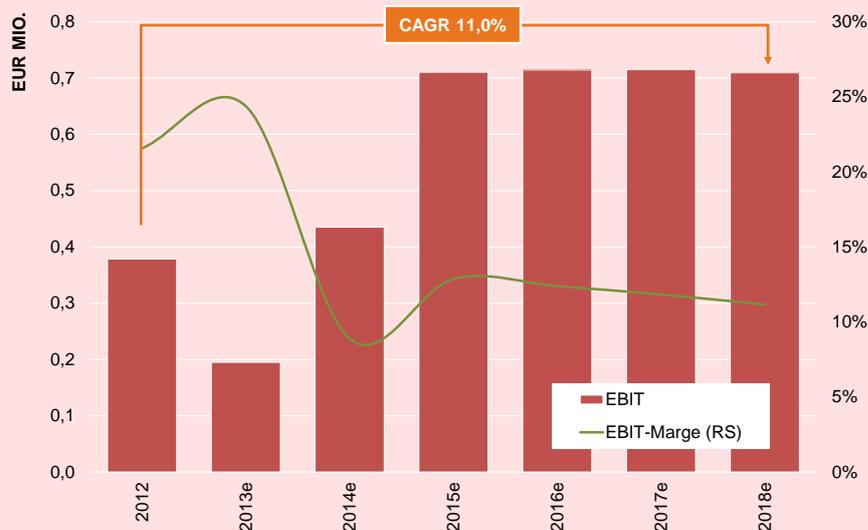
Materialaufwendungen von hoher Bedeutung für den Periodenerfolg

Materialaufwendungen waren nach unserer Einschätzung im vergangenen Geschäftsjahr für Timeless Homes eine „Quantité négligeable“. Dies wird sich nach unserer Einschätzung in den kommenden Jahren signifikant verändern, da in den Materialaufwendungen die Kosten für den Grundstückskauf und die Erstellung der Immobilie enthalten sind. Bereits im laufenden Jahr rechnen wir mit einer Materialaufwandsquote von 73,8%, was einer Projektierungsrendite von 26,2% entspricht. Mit in der Tendenz sukzessive rückläufigen Projektierungsrenditen rechnen wir bis zum Ende unserer Detailplanungsperiode 2018e.

Personalaufwendungen bislang von untergeordneter Bedeutung

Bislang hat sich die Geschäftsführung von Timeless Homes keine Gehälter bezahlt. Angabegemäß ist das Management aufgrund anderweitiger Einnahmen, etwa aus Anwaltstätigkeiten, nicht auf ein Gehalt seitens der Emittentin angewiesen. Konservativ gehen wir in unseren Prognosen allerdings von einer Aufnahme von Gehaltszahlungen bereits im laufenden Jahr aus und rechnen in den folgenden Jahren auch mit einem überproportionalen Anstieg der Personalaufwendungen auf knapp EUR 0,4 Mio. in 2018e

ABBILDUNG 21: EBIT UND EBIT-MARGE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

EBIT in 2014e deutlich über Vorjahr erwartet

Ohne Berücksichtigung von nicht erwarteten Einmaleffekten, wie sie in der Immobilienprojektierung allerdings immer auftreten können, sollte sich im laufenden Geschäftsjahr das operative Ergebnis gegenüber 2013e deutlich verbessern und auch das Jahr 2012 übertroffen werden. Für das kommende Jahr erwarten wir durch die dann erwarteten Lizenz- (Interior) und Mieteinnahmen (Timeless Hideaways) einen weiteren Anstieg. In Absolutzahlen rechnen wir für 2014e mit einem EBIT von EUR 0,4 Mio. und für 2015e mit rund EUR 0,7 Mio. Mit vergleichbaren Größenordnungen rechnen wir auch bis zum Ende der Laufzeit in 2018e. Peak-Margins von 12,9% werden in unserem Modell im Geschäftsjahr 2015e erreicht.

Zinsaufwand von Anleihe geprägt

Die Nettoverschuldung zum Ende des vergangenen Jahres belief sich nach unserer Schätzung auf EUR 0,7 Mio. oder 154,7% des gesamten Eigenkapitals. Dieses Gearing halten wir – vor allem in einer so frühen Phase des Lebenszyklus des Unternehmens – für vertretbar, zumal der Emittentin durch ihre Präsenz auf dem Kapitalmarkt auch alternative Wege der Eigenkapitalbeschaffung offen stehen dürften: Insbesondere in der Ausgabe von Genussrechten oder -scheiden würden wir eine ideale Ergänzung der Mittelstandsanleihe sehen.

Insgesamt waren die Zinsaufwendungen im vergangenen Jahr noch vernachlässigbar. Für das laufende Jahr, in dem erstmals die Anleihezinsen ganzjährig zu bezahlen sein werden, rechnen wir auf Basis des aktuell platzierten Anleihevolumens mit Zinsaufwendungen in Höhe von rund EUR 0,1 Mio. oder 9,0% des durchschnittlichen Bestands an verzinslichem Fremdkapital.

Vorsteuerquote 2013e von 21,3%

Wir erwarten, dass Timeless Homes im vergangenen Geschäftsjahr ein Ergebnis vor Steuern von knapp EUR 0,2 Mio. erwirtschaftet hat. Dies entspricht einer Vorsteuerquote von 21,3%. Für 2014e und 2015e rechnen wir mit einer Verdoppelung des EBT auf dann knapp EUR 0,4 Mio. und knapp EUR 0,6 Mio. Dies entspricht Vorsteuerquoten von 7,4% und 11,6%.

Stabile Steuerquote

Im vergangenen Jahr dürften bei Timeless Homes noch keine Steuerbelastungen angefallen sein. Allerdings rechnen wir mit Einmalaufwendungen aus der Anleiheemission, die sich auf etwa EUR 0,1 Mio. summiert haben sollten. Für den weiteren Verlauf unserer Prognose modellieren wir eine stabile Steuerquote von 29,0% des EBT (entsprechend dem Gewerbesteuerhebesatz der Gemeinde Grünwald in Höhe von 240%).

Den Kapitalmarktzugang, den Timeless Homes durch die Begebung der Unternehmensanleihe geschaffen hat, könnte das Unternehmen mittelfristig auch zur Einwerbung von frischem Eigenkapital oder von alternativen, eigenkapitalähnlichen Finanzierungsquellen wie etwa Mezzanine nutzen.

Deutlicher Anstieg des Jahresüberschusses erwartet

Nach Steuern und Anteilen Dritter sollte Timeless Homes im vergangenen Jahr einen Konzerngewinn von rund EUR 0,1 Mio. erwirtschaftet haben. Da wir für das laufende Jahre keine vergleichbaren Einmalbelastungen unterstellt haben, rechnen wir aufgrund des deutlichen Umsatzanstiegs mit einer klaren Verbesserung der Ertragslage und einem Ergebnis nach Steuern von knapp EUR 0,3 Mio. (2014e) bzw. knapp EUR 0,5 Mio. (2015e).

Das Eigenkapital ist mit EUR 0,3 Mio. bzw. 21,3% der Bilanzsumme (2013e) für ein Entwicklungsunternehmen auskömmlich, die Quote dürfte sich im laufenden Jahr infolge der von uns erwarteten Thesaurierung der Erträge auf 26,5% verbessern. Durch die Generierung freier Cashflows und die erwartete Thesaurierung der Erträge steigt das Eigenkapital im Schätzungszeitraum weiter sukzessive an.

Solide Eigenkapitalrelationen

Infolge der Anleiheemission dürfte die Eigenkapitalquote von Timeless Homes zum Jahresende 2013e bei 21,3% gelegen haben, nachdem sie zum Jahresende 2012 noch bei 59,9% gelegen hatte. Angesichts der in den Anleihebedingungen vorgesehenen Ausschüttungsbegrenzung auf höchstens 10,0% des festgestellten Jahresüberschusses sowie vor dem Hintergrund der von uns erwarteten Ertragsentwicklung gehen wir im Prognosezeitraum von weiter steigenden Eigenkapitalquoten aus. Bis 2018e rechnen wir mit einem Anstieg der Eigenkapitalquote auf bis zu 53,5%.

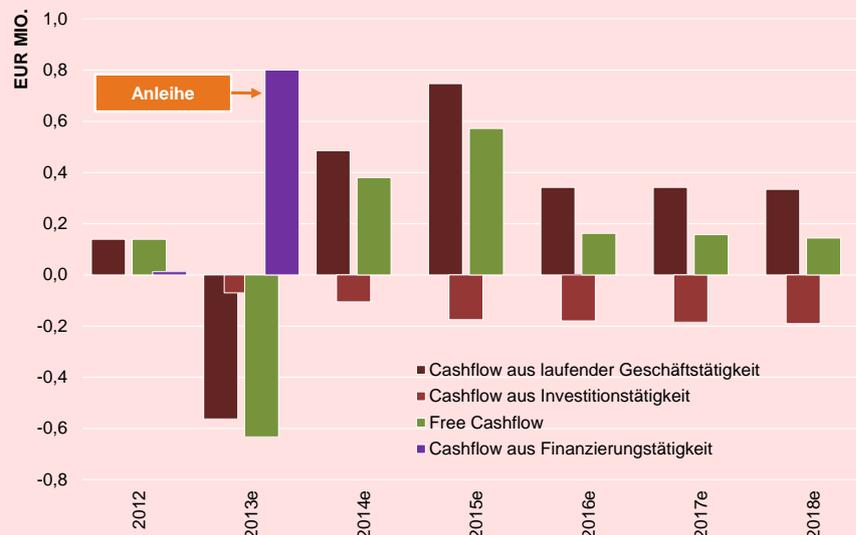
In den Anleihebedingungen ist festgeschrieben, dass höchstens 10,0% des festgestellten Jahresüberschusses an die Gesellschafter ausgeschüttet werden dürfen.

Cashflow im Gleichschritt mit den Ertragsgrößen

Wie bei Immobilienentwicklern üblich ist auch das Geschäftsmodell von Timeless Homes ausgesprochen kapitalintensiv. Insbesondere sind Investitionen in das Working Capital zu finanzieren, beispielsweise für zum Verkauf stehende Grundstücke oder Gebäude. Diese stehen als Forderungen aus Lieferungen und Leistungen in der Bilanz, denen keine korrespondierenden Verbindlichkeiten gegenüberstehen. Aktuell werden diese entweder durch die Anleihe oder durch thesaurierte Gewinne finanziert.

Free Cashflows steigen wieder

ABBILDUNG 22: CASHFLOW



Ab dem laufenden Jahr dürfte Timeless Homes wieder positive Free Cashflows erwirtschaften. Die Tilgung der Anleihe findet, sofern das Kündigungsrecht der Anleihegläubiger in 2018e nicht genutzt wird, erst im Jahr 2020e statt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Gewinn- und Verlustrechnung 2012-2018e

		2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatzerlöse	EUR Mio.	1,8	0,8	4,9	5,5	5,8	6,0	6,4
YoY	%	n/a	-54,4%	512,5%	12,6%	4,5%	4,8%	5,1%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsleistung	EUR Mio.	1,8	0,8	4,9	5,5	5,8	6,0	6,4
in % der Umsatzerlöse	%	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
YoY	%	n/a	-54,4%	512,5%	12,6%	4,5%	4,8%	5,1%
Materialaufwand	EUR Mio.	-1,4	0,0	-3,6	-3,7	-3,9	-4,0	-4,1
in % der Betriebsleistung	%	-77,0%	-0,6%	-73,8%	-67,7%	-67,0%	-66,2%	-65,3%
davon Aufwendungen für RHB	EUR Mio.	-1,3	0,0	-3,6	-3,7	-3,9	-4,0	-4,1
davon bezogene Leistungen	EUR Mio.	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalaufwand	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
in % der Betriebsleistung	%	0,0%	0,0%	-2,0%	-2,9%	-3,6%	-4,5%	-5,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	0,0	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0
in % der Betriebsleistung	%	-1,4%	-75,0%	-14,3%	-14,7%	-15,2%	-15,6%	-16,1%
EBITDA	EUR Mio.	0,4	0,2	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8
in % der Betriebsleistung	%	21,6%	24,4%	9,9%	14,7%	14,2%	13,6%	13,0%
YoY	%	n/a	-0,5	1,5	0,7	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBIT	EUR Mio.	0,4	0,2	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7
in % der Betriebsleistung	%	21,6%	24,4%	8,9%	12,9%	12,4%	11,8%	11,2%
YoY	%	n/a	-0,5	1,2	0,6	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
in % der Betriebsleistung	%	0,2%	-3,1%	-1,5%	-1,3%	-1,2%	-1,2%	-1,1%
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
in % der Bruttoverschuldung	%	n/a	-3,1%	-9,0%	-9,0%	-9,0%	-9,0%	-9,0%
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	0,4	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
in % der Betriebsleistung	%	21,8%	21,3%	7,4%	11,6%	11,1%	10,6%	10,0%
EE-Steuer	EUR Mio.	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
in % des EBT	%	-32,9%	0,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	0,3	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
in % der Betriebsleistung	%	14,6%	21,3%	5,3%	8,2%	7,9%	7,6%	7,1%
Minderheitsanteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	0,3	0,1	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente 2012-2018e

		2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	EUR Mio.	1,8	0,8	4,9	5,5	5,8	6,0	6,4
Homes	EUR Mio.	1,8	0,0	3,9	4,0	4,1	4,3	4,4
Chalets	EUR Mio.	0,0	0,0	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0
Hideaways	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Interior	EUR Mio.	0,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Yachts	EUR Mio.	0,0	0,5	0,0	0,3	0,3	0,4	0,5
YoY	%	n/a	-54,4%	512,5%	12,6%	4,5%	4,8%	5,1%
Homes	%	n/a	-100,0%	n/a	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Chalets	%	n/a	n/a	n/a	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Hideaways	%	n/a	n/a	n/a	n/a	3,0%	3,0%	3,0%
Interior	%	n/a	n/a	-66,7%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Yachts	%	n/a	n/a	-100,0%	n/a	25,0%	25,0%	25,0%
Anteil	%	100,0%						
Homes	%	100,0%	0,0%	79,6%	72,8%	71,7%	70,5%	69,1%
Chalets	%	0,0%	0,0%	18,4%	16,8%	16,6%	16,3%	15,9%
Hideaways	%	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	3,6%	3,5%	3,4%
Interior	%	0,0%	37,5%	2,0%	2,3%	2,7%	3,2%	3,8%
Yachts	%	0,0%	62,5%	0,0%	4,5%	5,4%	6,5%	7,7%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz 2012-2018e

		2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4
Sachanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Grundstücke und Bauten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geschäfts- und Betriebsausstattung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Firmenwert	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Latente Steueransprüche	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	0,4	1,5	2,1	2,9	3,3	3,7	4,1
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lief. & Leist.	EUR Mio.	0,0	0,9	1,2	1,4	1,7	1,9	2,2
Forderungen ggü verbundenen Untern.	EUR Mio.	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Sonstige finanzielle Forderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen Ertragssteuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertpapiere	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassenbestand	EUR Mio.	0,2	0,3	0,7	1,3	1,4	1,6	1,7
Summe Aktiva	EUR Mio.	0,4	1,6	2,3	3,1	3,6	4,1	4,5
PASSIVA		2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Eigenkapital	EUR Mio.	0,3	0,3	0,6	1,0	1,5	2,0	2,4
Eigenkapitalquote	%	59,9%	21,3%	26,5%	33,5%	41,8%	48,3%	53,5%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht eingefordert	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,3	0,3	0,6	1,0	1,5	1,9	2,4
Währungsumrechnungsdifferenzen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht beherrschende Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Schulden	EUR Mio.	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
davon Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Schulden	EUR Mio.	0,2	0,5	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3
Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lief. & Leist.	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Untern.	EUR Mio.	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,6	1,0	1,0	1,0	1,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	0,4	1,6	2,3	3,1	3,6	4,1	4,5

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Normalisierte Fassung) 2012-2018e

		2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
AKTIVA								
Langfristige Vermögenswerte	%	0,0%	4,4%	5,5%	6,4%	7,6%	8,6%	9,4%
Sachanlagen	%	0,0%	1,3%	2,2%	3,2%	4,2%	4,9%	5,5%
Grundstücke und Bauten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geschäfts- und Betriebsausstattung	%	0,0%	1,3%	2,2%	3,2%	4,2%	4,9%	5,5%
Immaterielle Vermögenswerte	%	0,0%	3,1%	3,3%	3,2%	3,5%	3,7%	3,9%
Firmenwert	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	%	0,0%	3,1%	3,3%	3,2%	3,5%	3,7%	3,9%
Latente Steueransprüche	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	100,0%	95,6%	94,5%	93,6%	92,4%	91,4%	90,6%
Vorräte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lief. & Leist.	%	0,0%	56,7%	51,0%	44,7%	45,9%	46,8%	47,7%
Forderungen ggü verbundenen Untern.	%	58,7%	18,9%	12,4%	8,3%	6,7%	5,4%	4,4%
Sonstige finanzielle Forderungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	7,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen Ertragssteuern	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wertpapiere	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kassenbestand	%	33,7%	20,1%	31,0%	40,6%	39,8%	39,2%	38,5%
Summe Aktiva	%	100,0%						
PASSIVA								
Eigenkapital	%	59,9%	21,3%	26,5%	33,5%	41,8%	48,3%	53,5%
Eigenkapitalquote	%	133,6%	13,4%	11,7%	10,7%	11,6%	11,9%	11,9%
Gezeichnetes Kapital	%	5,6%	1,6%	1,1%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%
Nicht eingefordert	%	-2,8%	-0,8%	-0,6%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	%	57,1%	20,5%	25,9%	33,1%	41,5%	48,0%	53,3%
Währungsumrechnungsdifferenzen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht beherrschende Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Schulden	%	0,0%	50,4%	35,5%	25,6%	22,2%	19,7%	17,7%
Finanzverbindlichkeiten	%	0,0%	50,4%	35,5%	25,6%	22,2%	19,7%	17,7%
davon Anleihe	%	0,0%	50,4%	35,5%	25,6%	22,2%	19,7%	17,7%
Langfristige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Schulden	%	40,2%	28,3%	38,0%	40,9%	35,9%	32,0%	28,7%
Finanzverbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lief. & Leist.	%	0,0%	6,3%	5,5%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Untern.	%	0,0%	12,6%	8,0%	5,1%	3,9%	3,0%	2,2%
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	9,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuerrückstellungen	%	28,1%	9,4%	24,5%	31,0%	27,2%	24,1%	21,5%
Sonstige Rückstellungen	%	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Passiva	%	100,0%						
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement 2012-2018e

		2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	0,3	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Abschreibungen auf SAV und IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zuschreibung auf SAV und IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Abgang von SAV und IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus dem Abgang von Wertpapieren	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwand	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsertrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertpapiererträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Fremdwährungsumrechnung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorräte	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonstiger Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Δ Verb. Lief. & Leist./ nahestehenden Untern.	EUR Mio.	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sozialkapitalrückstellung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	0,1	-0,6	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Wertpapiererträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungen für Ertragsteuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Cashflow aus der Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	0,1	-0,6	0,5	0,7	0,3	0,3	0,3
YoY	%	n/a	n/a	n/a	54,0%	-54,3%	0,0%	-2,1%
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Investitionen in Wertpapiere	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Abgang von SAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Abgang von Wertpapieren	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
YoY	%	n/a	n/a	50,0%	66,7%	2,6%	2,8%	3,0%
Free Cashflow	EUR Mio.	0,1	-0,6	0,4	0,6	0,2	0,2	0,1
YoY	%	n/a	n/a	n/a	50,5%	-71,6%	-3,1%	-8,2%
Δ Kurzfristige Finanzschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Langfristige Finanzschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten aus Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	EUR Mio.	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	n/a	n/a	-100,0%	n/a	n/a	n/a	n/a
Einfluss von Wechselkursdifferenzen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der Zahlungsmittel	EUR Mio.	0,2	0,2	0,4	0,6	0,2	0,2	0,1
Cash Beginn Berichtsperiode	EUR Mio.	0,0	0,2	0,3	0,7	1,3	1,4	1,6
Cash Ende Berichtsperiode	EUR Mio.	0,2	0,3	0,7	1,3	1,4	1,6	1,7

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick 2012-2018e

		2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	1,8	0,8	4,9	5,5	5,8	6,0	6,4
Rohertrag	EUR Mio.	0,4	0,8	1,3	1,8	1,9	2,0	2,2
EBITDA	EUR Mio.	0,4	0,2	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8
EBIT	EUR Mio.	0,4	0,2	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7
EBT	EUR Mio.	0,4	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,3	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Anzahl Mitarbeiter		2	2	2	2	2	2	2
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	21,6%	24,4%	9,9%	14,7%	14,2%	13,6%	13,0%
EBIT-Marge	%	21,6%	24,4%	8,9%	12,9%	12,4%	11,8%	11,2%
EBT-Marge	%	21,8%	21,3%	7,4%	11,6%	11,1%	10,6%	10,0%
Netto-Marge	%	14,6%	21,3%	5,3%	8,2%	7,9%	7,6%	7,1%
FCF-Marge	%	n/a	-36,1%	47,5%	11,7%	2,9%	2,7%	2,4%
ROE	%	95,4%	50,2%	43,2%	43,2%	30,3%	23,3%	18,7%
NWC/Umsatz	%	n/a	0,0%	100,0%	20,9%	22,6%	25,6%	28,1%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	877,5	400,0	2.450,0	2.759,5	2.883,5	3.021,6	3.176,7
Pro-Kopf-EBIT	EURk	189,3	97,5	217,5	355,1	357,1	357,4	354,7
Wachstumsraten								
Umsatz	%	n/a	-54,4%	512,5%	12,6%	4,5%	4,8%	5,1%
Rohertrag	%	n/a	96,8%	61,6%	38,7%	6,7%	7,3%	8,1%
EBITDA	%	n/a	-48,5%	148,7%	67,1%	1,1%	0,7%	0,0%
EBIT	%	n/a	-48,5%	123,1%	63,3%	0,6%	0,1%	-0,8%
EBT	%	n/a	-55,5%	113,5%	75,8%	0,6%	0,1%	-0,8%
Nettoergebnis	%	n/a	-33,6%	51,6%	75,8%	0,6%	0,1%	-0,8%
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Umlaufvermögen	EUR Mio.	0,4	1,5	2,1	2,9	3,3	3,7	4,1
Eigenkapital	EUR Mio.	0,3	0,3	0,6	1,0	1,5	2,0	2,4
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EK-Quote	%	59,9%	21,3%	26,5%	33,5%	41,8%	48,3%	53,5%
Gearing	x	0,7	3,7	2,8	2,0	1,4	1,1	0,9
Working Capital	EUR Mio.	0,0	0,8	1,0	1,3	1,5	1,7	1,9
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-0,1	0,7	0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-1,6

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DVFA-Kennzahlen 2010-2018e

		2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Kennzahlen zur Kapitaldienstdeckung								
EBITDA Interest Coverage	x	n/a	7,8	6,7	11,3	11,4	11,4	11,5
EBIT Interest Coverage	x	n/a	7,8	6,0	9,9	9,9	9,9	9,9
Kennzahlen zur Verschuldung								
Total Debt/EBITDA	x	0,1	5,1	2,0	1,2	1,1	1,1	0,1
Total Net Debt/EBITDA	x	-0,3	3,5	0,6	-0,4	-0,6	-0,8	-2,0
Kennzahlen zur Kapitalstruktur								
Risk Bearing Capital	x	0,6	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5
Total Debt/Capital	x	0,1	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphenecapital

Großhesseloher Straße 15c | München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Bei den in dieser Studie genannten Anleihekursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

- Buy:** Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.
Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.
Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ✦ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ✦ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ✦ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ✦ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ✦ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ✦ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ✦ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

- Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.

Key 10: Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum: **Interessenskonflikte (Key-Angabe)**

18.03.2014 1, 2, 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:

Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Wertpapieranalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung des Erstellers dieser Studie

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.