

## Timeless Homes

Reuters: TH4A.DE

Bloomberg: A1R09H=DU

ISIN: DE000A1R09H8

WKN: A1R09H

### Timeless nimmt Fahrt auf

#### Veröffentlichung des Halbjahresberichts 2014

Im ersten Halbjahr 2014 konnte Timeless Homes **Umsätze** in Höhe von EUR 1,9 Mio. erzielen. Diese entstanden aus dem Verkauf eines Grundstücks in Grünwald, aus dem eine entwicklungstypische Marge vereinnahmt werden konnte. Aufgrund erheblicher Vorleistungen in neue Immobilienprojekte lag das **operative Ergebnis** des ersten Halbjahres bei EUR -0,2 Mio. Angestoßen wurden insgesamt drei Projekte, die in den kommenden Quartalen umsatz- und ergebniswirksam werden sollten: **(1)** Zum einen ging das erste Timeless Chalet, also eine Immobilie mit Wellness-Bereich im Alpenraum, im österreichischen Going am Wilden Kaiser in die Vermarktung. Mandatiert wurde hierzu der renommierte Immobilienmakler Engel & Völkers, als Kaufpreis für die vollständig von Timeless Luxury eingerichtete Immobilie werden EUR 3,0 Mio. aufgerufen. **(2)** Nach dem erfolgreichen Verkauf des Grünwalder Grundstücks geht Timeless Homes nun in die Projektierung von drei Luxusvillen im Münchener Nobelpark. Der Verkaufsstart wird voraussichtlich im vierten Quartal erfolgen. **(3)** Ebenfalls im vierten Quartal ist der Verkaufsstart einer Luxusvilla in Zell am See avisiert, dem dritten Projekt des Immobilienentwicklers. Bei den beiden zuletzt genannten Projekten ist es dem Management von Timeless Homes gelungen, mit den derzeitigen Besitzern der Grundstücke Vorkaufsrechte zu vereinbaren, so dass für Timeless Homes aus der Projektierung der Objekte keine unmittelbaren Liquiditätsbelastungen entstanden sind. Wir gehen davon aus, dass diese für Timeless Homes liquiditätsschonende Strategie zukünftig ausgebaut und weitere Grundstücksoptionen akquiriert werden.

#### Timeless Wall

Mit Regnauer Hausbau, einem seit mehr als 80 Jahren im Holzbau führend positionierten Bauunternehmen, hat Timeless Homes unlängst einen Kooperationsvertrag abgeschlossen. Inhalt des Vertrags ist die gemeinsame Entwicklung einer Häuserserie in Systembauweise, deren zentrales Element eine neue High-Tech-Wand ist, die Timeless Wall; Bauherren können über die Timeless Wall den ökologischen Passivhaus Plus Standard einhalten. Dabei ist vorgesehen, dass Interessenten zukünftig auch Häuser aus dem bisherigen Timeless Homes-Portfolio in dieser Bauqualität bestellen können.

#### Erweiterung der Timeless Group (Teil 1)

In den vergangenen Wochen wurde die Timeless Gruppe, die Muttergesellschaft von Timeless Homes, deutlich erweitert, wovon indirekt auch die Anleihegläubiger profitieren sollten. Zum einen wurde die Timeless Gruppe um ein eigenes Design-Studio erweitert, die Timeless Studios GmbH. Sie besteht aus erfahrenen Designern und soll zukünftig als Designpartner für sämtliche Bauprojekte fungieren und neue Produkte zur Erweiterung der Produktpalette der Timeless Gruppe entwickeln. Darüber hinaus sollen die Dienstleistungen der Timeless Studios GmbH auch für externe Auftraggeber angeboten werden, insbesondere für bestehende Kooperationspartner in den Bereichen Architektur-, Interieur-, Möbel-, Yacht- und Produktdesign.

#### Credit Research

Kurs: 44,00%

Effektivverzinsung: 32,87%

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.

davon platziert: EUR ~1,7 Mio.

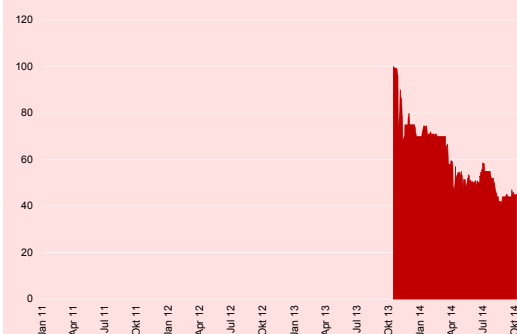
Laufzeitende: 30.06.2020 (7 Jahre)

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

YoY (%)	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	n/a	-57,9%	563,1%	12,6%
Rohhertrag	n/a	83,0%	84,4%	36,7%
EBITDA	n/a	-50,1%	221,4%	60,1%
EBIT	n/a	-52,2%	207,9%	56,5%
EBT	n/a	-62,0%	178,6%	77,9%
EAT	n/a	-62,2%	196,5%	77,9%

EUR Mio.	2012	2013	2014e	2015e
Eigenkapital	0,3	0,4	0,7	1,2
Zinstragende Verb.	0,0	1,5	2,0	2,0
Nettoverschuldung	-0,1	1,4	1,5	1,2

x	2012	2013	2014e	2015e
EBITDA ICR	n/a	5,03x	3,97x	6,36x
EBIT ICR	n/a	4,82x	3,64x	5,70x
Total Debt/EBITDA	0,12x	7,74x	3,36x	2,08x
Net Debt/EBITDA	-0,28x	7,62x	2,39x	1,26x
Risk Bearing Captl.	0,59x	0,19x	0,24x	0,36x
Total Debt/Capital	0,14x	0,79x	0,75x	0,63x



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

## Erweiterung der Timeless Gruppe (Teil 2)

Aus diesem Neuengagement ist bereits ein erstes Haus-Design entstanden, das sich nahtlos in die bisherigen Luxusvillen-Designlinien von Timeless Homes, also Limitless, Weightless, Fearless und Pure, eingliedert.

### ABBILDUNG 1: NEUE TIMELESS HOMES-DESIGNREIHE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

## Erweiterung der Timeless Gruppe (Teil 3)

Das bisher zum Privateigentum der Firmengründer gehörende Clubschiff MS Catwalk wird zukünftig Teil der Timeless Gruppe. Mit einer Kapazität von 500 Gästen wird die MS Catwalk Angaben gemäß von einem großen und bekannten deutschen Catering- und Gastronomieunternehmen bewirtschaftet werden. Für eine Charter sind hochwertige Corporate und Private Events die bevorzugte Zielgruppe. Für die Timeless-Gruppe werden Umsätze in einer Größenordnung von bis zu EUR 2,0 Mio. avisiert, wovon Timeless Homes über Royalty-Vereinbarungen ein etwa einstelliger Prozentsatz zufließen dürfte.

### Ergebnisprognosen 2014e

Für das laufende Jahr rechnen wir neben dem genannten Immobilien-Verkauf im ersten Halbjahr auch mit dem Abschluss des Goinger Chalet-Projektes, aus dem sich Umsätze in Höhe von etwa EUR 3,0 Mio. ergeben sollten. Daraus leiten sich für das laufende Geschäftsjahr 2014e Umsätze von EUR 4,9 Mio., ein operatives Ergebnis in Höhe von etwa EUR 0,6 Mio. und ein Ergebnis vor Steuern von EUR 0,4 Mio. ab. Zum Jahresende rechnen wir daher mit einer Eigenkapitalquote von 24,4% (2013: 18,7%) und einer Nettoverschuldung von EUR 1,5 Mio. Die EBITDA-ICR sinkt damit nach unseren Schätzungen auf 3,97x (Vj.: 5,03x), die Verschuldungskennzahl Total Debt zu EBITDA auf 3,36x (Vj. 7,74x).

### Schwächen und Risiken aus dem Geschäftsmodell

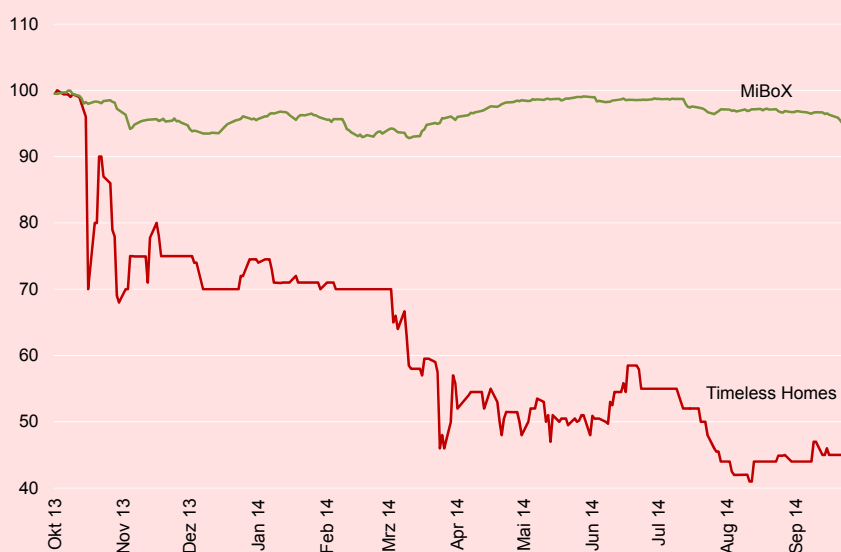
Die wichtigsten Schwächen und Risiken erkennen wir **(1)** in Abhängigkeiten von Kooperationspartnern und **(2)** Schlüsselpersonen; **(3)** in der frühen Unternehmensphase und **(4)** in branchentypischen Gewährleistungs-, Schadenersatz- und Haftungsrisiken; **(5)** in einer hohen Wettbewerbsintensität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

Seit dem Börsengang im Oktober 2013 notierte die Unternehmensanleihe der Timeless Homes GmbH unter pari. Gegenüber dem Mittelstandsanleihen-Index MiBoX summiert sich die Underperformance in diesem Zeitraum auf 50,5%, was angesichts des guten Newsflows der Emittentin und der im Zeitablauf verbesserten Profitabilität aus unserer Sicht nur über das fehlende Rating und das geringe, bislang platzierte Anleihevolumen zu rechtfertigen ist.

### Anleiheperformance seit dem Börsengang der Anleihe

Nach dem Börsengang im Oktober 2013 stand die Unternehmensanleihe der Timeless Homes GmbH sofort und unter erheblichem Kursdruck, obwohl diese nicht durch schlechte Unternehmensmeldungen begründet gewesen wären. Allerdings wurde in Grünwald nicht wie geplant ein gesamtes Projekt sondern lediglich das Grundstück (mit erheblichem Gewinn) verkauft, wodurch die Glaubwürdigkeit des Geschäftsmodells am Kapitalmarkt gelitten haben dürfte. Inzwischen notiert die Anleihe bei 44,00%, was bei einer unterstellten Restlaufzeit von 6,2 Jahren einer Effektivverzinsung von 32,87% entspricht.

**ABBILDUNG 2: TIMELESS HOMES VS. MIBOX SEIT IBO**



Der Micro Bond Index (MiBoX) umfasst alle festverzinslichen, in Euro denominierten Unternehmensanleihen, die in den Mittelstandssegmenten der Börsen, Stuttgart, Frankfurt, Düsseldorf, München oder Hamburg/Hannover begeben wurden und eine Restlaufzeit von mindestens zwölf Monaten aufweisen. Er wird als Performance Index berechnet, bei dem Kuponzahlungen in den Index reinvestiert werden.

QUELLE: ONVISTA, DEUTSCHE BÖRSE AG, SPHENE CAPITAL

### Performance gegenüber dem MiBoX

Die Performance der Timeless Homes-Unternehmensanleihe lag damit noch unter der des MiBoX, als Performanceindikator aller festverzinslichen, in Euro denominierten Mittelstandsanleihen mit einer Restlaufzeit von mindestens zwölf Monaten, der seit dem Börsengang der Anleihe 530 Basispunkte eingebüßt hat und insbesondere in den letzten Quartalen von einer Reihe von Anleiherestrukturierungen und -insolvenzen belastet war.

Mit einer Nominalverzinsung von 9,00% weist die Timeless Homes-Unternehmensanleihe im Peergroup-Vergleich mit Mittelstandsanleihen anderer Immobilienunternehmen, die zwischen 3,25 % und 8,75% liegen, die mit Abstand höchste Nominalverzinsung auf. Die Effektivverzinsungen der Unternehmensanleihe von Timeless Homes rangiert mit aktuell 32,87% 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 30,0 Mio.) und zählt mit einem tatsächlichen Platzierungsvolumen von derzeit unter EUR 2,0 Mio. zu den Unternehmensanleihen Deutschlands mit der geringsten Liquidität.

### 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 getroffen wird. Mit insgesamt 16 Anleihen von zwölf unterschiedlichen Emittenten stellen Immobilienunternehmen bei einem gesamten Platzierungsvolumen von EUR 1.133,0 Mio. die bedeutendste Branche unter den deutschen Mittelstandsanleihen dar.

**TABELLE 1: VERGLEICH DER STAMMDATEN DER PEERGROUP-ANLEIHEN**

Emittent	IBO-Datum	Laufzeit	Volumen (EUR Mio.)	Platzierungsquote (%)	Kurs (%)	Kupon (%)	YTM (%)
Adler Real Estate	03.04.2013	03.04.2018	20,0	100,0%	101,40%	8,75%	8,32%
Cloud No 7	20.06.2013	03.07.2017	35,0	100,0%	101,00%	6,00%	5,61%
DIC Asset	16.05.2011	16.05.2016	70,0	70,0%	100,80%	5,88%	5,35%
DIC Asset II	09.07.2013	09.07.2018	100,0	100,0%	106,50%	5,75%	3,99%
Euroboden	16.07.2013	16.07.2018	4,4	29,3%	98,00%	7,38%	7,95%
EYEMAXX Real Estate	26.07.2011	25.07.2016	25,0	100,0%	103,50%	7,50%	5,45%
EYEMAXX Real Estate	30.09.2014	30.03.2020	30,0	100,0%	100,00%	8,00%	8,00%
EYEMAXX Real Estate II	11.04.2012	31.10.2017	11,0	73,3%	104,50%	7,75%	6,21%
EYEMAXX Real Estate III	26.03.2013	26.03.2019	15,0	100,0%	98,90%	7,88%	8,14%
Gewa 5 to	24.03.2014	24.03.2018	30,3	86,6%	99,50%	6,50%	6,65%
Grand City Properties	24.07.2013	03.06.2020	250,0	100,0%	108,75%	6,25%	4,68%
IPSAK	06.12.2012	06.12.2019	30,0	100,0%	100,10%	6,75%	6,73%
Peach Property Group	18.07.2011	30.07.2016	25,0	50,0%	100,00%	6,60%	6,60%
Stern Immobilien	23.05.2013	23.05.2018	17,3	86,3%	99,45%	6,25%	6,41%
TAG Immobilien	07.08.2013	07.08.2018	310,0	100,0%	107,10%	5,13%	3,25%
UBM Realitätenentwicklung	09.07.2014	09.07.2019	160,0	100,0%	103,40%	4,88%	4,14%
<b>Durchschnitt</b>						<b>5,70%</b>	<b>6,09%</b>
<b>Median</b>						<b>5,55%</b>	<b>6,31%</b>
Timeless Homes	17.10.2012	31.12.2020	~1,7	17,0%	44,00%	9,00%	32,87%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

#### Nominal- und Effektivverzinsung der Peergroup

Obwohl die Laufzeiten der Peergroup-Anleihen zwischen fünf und sechs Jahren liegen, sind bereits die Nominalverzinsungen breit gestreut und liegen zwischen 4,875% (UBM Realitätenentwicklung) und 8,75% (Adler Real Estate). Der Durchschnittswert der Nominalverzinsungen liegt über alle Ratingklassen bei 5,70%, der Median bei 5,55%.

Zehn der 16 Unternehmensanleihen notieren über pari, vier unter pari; zwei Anleihen werden aktuell zu pari gehandelt. Die aktuellen Effektivverzinsungen reichen von 3,25% für die Anleihe der TAG Immobilien AG bis 8,32% für die Anleihe der Adler Real Estate.

Keines der Unternehmen unserer Vergleichsgruppe ist mit Timeless Homes direkt vergleichbar. Am ehesten dürften nach unserer Einschätzung noch die Geschäftsmodelle der allerdings wesentlich größeren Peach Property, einem Entwickler und Bestandhalter hochwertiger Wohn- und Gewerbeimmobilien in der Schweiz und in Deutschland, und der Euroboden GmbH, einem Entwickler anspruchsvoller Wohnimmobilien im deutschsprachigen Raum, mit Timeless Homes vergleichbar sein. Die Anleihen der beiden Immobilienentwickler werden derzeit mit Effektivverzinsungen von 6,60% bzw. 7,95% gehandelt und rentieren damit deutlich unter der Effektivverzinsung der Timeless Homes-Anleihe (32,87%).

#### Vergleich der Emissions- und Emittenten-Ratings

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.

Analyse der Ratings ...

TABELLE 2: VERGLEICH DER PEERGROUP-RATINGS

Emittent	Ratingagentur	IBO-Rating		Aktuelles Rating	
		Bond	Issuer	Bond	Issuer
Adler Real Estate	Unrated	Unrated	BB	-	BB-
Cloud No 7	Creditreform	BBB	Unrated	-	-
DIC Asset	Unrated	Unrated	Unrated	-	-
DIC Asset II	Unrated	Unrated	Unrated	-	-
Euroboden	Unrated	Unrated	BB	-	-
EYEMAXX Real Estate	Creditreform	BBB+	BB	BBB	BB
EYEMAXX Real Estate	Unrated	Unrated	BB	-	BB
EYEMAXX Real Estate II	Creditreform	BBB+	BB	BBB	BB
EYEMAXX Real Estate III	Unrated	Unrated	BB	-	BB
Gewa 5 to	Creditreform	BBB	Unrated	-	-
Grand City Properties	S&P	BB-	BB-	BB+	BB+
IPSAK	Scope	A	BB	BBB	BB
Peach Property Group	Unrated	Unrated	BBB-	BB+	BBB-
Stern Immobilien	Scope	A-	BB+	A-	BB+
TAG Immobilien	Unrated	Unrated	Unrated	-	-
UBM Realitätenentwicklung	Unrated	Unrated	Unrated	-	BBB-
Timeless Homes	Unrated	Unrated	Unrated	-	-

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Vergleich der DVFA-Kennzahlen

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 sind. Hierzu verwenden wir die DVFA-Kennzahlensystematik, die wir für das letzte Geschäftsjahr 2013 für die Peergroup sowie für Timeless Homes ermittelt haben. Aus nachstehender Tabelle 3 geht hervor, dass Timeless Homes bei den beiden Kennzahlen zur Kapitaldienstdeckung und zur Verschuldung besser als die Peergroup-Werte, bei den Kennzahlen zur Kapitalstruktur dagegen leicht unter den Median-Werten liegt. Verwenden wir stattdessen Durchschnittswerte, dann befindet sich Timeless Homes bei den Kennzahlen in allen Kategorien zumindest gleichauf mit der Peergroup. Allerdings gibt es über das letzte Geschäftsjahr hinaus keine weiter zurückliegenden Unternehmenskennzahlen und -vergleiche.

... und der DVFA-Kennzahlen

TABELLE 3: VERGLEICH DER DVFA-KENNZAHLEN DER PEERGROUP, 2013

Emittent	Kapitaldienstdeckung		Verschuldung		Kapitalstruktur	
	EBITDA ICR	EBIT ICR	TD/EBITDA	ND/EBITDA	RBC	TD/Capital
Adler Real Estate	8,16	8,16	4,68	4,60	0,19	0,79
Cloud No 7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
DIC Asset	1,98	1,31	17,20	16,70	0,30	0,70
Euroboden	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EYEMAXX Real Estate	1,63	1,59	6,87	6,23	0,27	0,70
Gewa 5 to 1	0,37	0,67	-21,24	-21,22	-0,08	1,14
Grand City Properties	27,05	27,03	2,19	1,64	0,46	0,47
IPSAK	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Peach Property Group	-0,39	-0,39	-96,56	-70,46	0,12	1,01
Stern Immobilien	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
TAG Immobilien	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
UBM Realitätenentwicklung	1,77	1,64	12,00	10,01	0,25	0,71
<b>Durchschnitt</b>	<b>5,80</b>	<b>5,71</b>	<b>-10,69</b>	<b>-7,50</b>	<b>0,21</b>	<b>0,79</b>
<b>Median</b>	<b>1,77</b>	<b>1,59</b>	<b>4,68</b>	<b>4,60</b>	<b>0,25</b>	<b>0,71</b>
Timeless Homes GmbH	3,97	3,64	3,36	2,39	0,24	0,79

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Weitere Verbesserungen der Kennzahlen durch Börsengang möglich

Ob des kurzen Zeitraums, in dem Timeless Homes im Immobiliensegment tätig ist, können diese Ergebnisse auch nicht problemlos extrapoliert werden. Allerdings sollten sich die beiden Kennzahlen bereits im laufenden Jahr nach unserer Einschätzung deutlich verbessern – was wir nicht bei allen Unternehmen der Peergroup erwarten –, 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 – mittelfristig – sogar für einen Börsengang.

Bei einem entsprechenden Kapitalmarktumfeld muss aus unserer Sicht ein Börsengang im kommenden Jahr nicht ausgeschlossen werden.

## 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 Immobilienbestandhalter Grundschulden auf bestehende Objekte eintragen können. Hierfür sind Eyemaxx und IPSAK gute Beispiele. Weniger nachvollziehbar ist es hingegen, wenn Entwickler wie Cloud No 7 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 Insolvenz von Golden Gate hat gezeigt, dass nicht alle Besicherungskonzepte von Immobilienanleihen halten, was sie versprechen.

**TABELLE 4: 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.
Gewa 5 to 1	Einzahlung der Anleihebeträge sowie potenzieller Verkaufserlöse auf ein TH-Konto Grundschuld auf Grundstück in Höhe von EUR 35 Mio., die nach Rückzahlung eines Bankdarlehens erstrangig werden Abtretung von Vermietungsansprüchen eines zu errichtenden Hotels an Treuhänder
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

**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 Gesamtlaufzeit ausgestattet wurde.**

## Vorzeitige Rückzahlung der Gläubiger (Put)

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

### ⑤ 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.

### ⑤ 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 5 wird ersichtlich, dass Timeless Homes in den Covenants Cross Default und Managementwechsel Alleinstellungsmerkmale unter den Immobilienanleihen eingenommen hat.

**TABELLE 5: 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
Adler Real Estate	✓		✓	✓			✓	
Cloud No 7								
DIC Asset	✓		✓			✓		
DIC Asset II	✓		✓					
Euroboden								
Exemaxx Real Estate								
Exemaxx Real Estate II	✓		✓					
Exemaxx Real Estate III								
Exemaxx Real Estate IV			✓	✓	✓			
Gewa 5 to 1								
Grand City Properties								
IPSAK	✓		✓					
Peach Prop. Group	✓		✓	✓				
Stern Immobilien			✓					
TAG Immobilien								
UBM Realitätenentwicklung	✓				✓			
Timeless Homes			✓	✓	✓			✓

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.

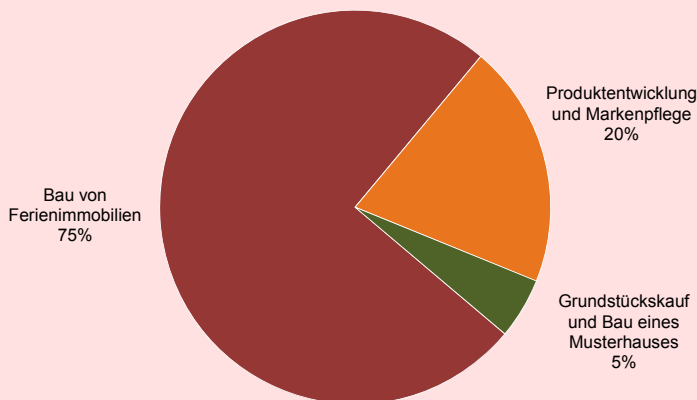
Keine strukturelle Nachrangigkeit aus der Organisationsstruktur

## Die vorliegenden Kennzahlen deuten eine Unterbewertung der Anleihe an

In Summe deuten die Ergebnisse nach unserer Einschätzung eine 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. Auch die Tatsache, dass bislang kein Rating erstellt worden ist, dürfte sicherlich zur bisherigen Underperformance der Unternehmensanleihe beigetragen haben. In Summe jedoch ist das Ausmaß der Underperformance aus unserer Sicht nicht konsistent mit den aus der Peergroup abgeleiteten Rating- und Kennzahlenergebnissen.

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

ABBILDUNG 3: MITTELVERWENDUNG



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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Mittelverwendung

Von den angestrebten EUR 10,0 Mio. konnten bislang nur etwa 17,0% platziert werden. Sollte es dem Unternehmen gelingen, den verbleibenden Rest zu platzieren, ist vorgesehen, den Mittelzufluss für folgende Zwecke zu verwenden:

- ⑤ **Bau von Ferienimmobilien (~75,0%)**  
 Der Großteil des Anleiheerlöses sollen in den Bau von Ferienimmobilien (Timeless Hideaways) fließen.
- ⑤ **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.
- ⑤ **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.

## Katalysatoren für die Kursentwicklung

Katalysatoren für die mittelfristige Entwicklung des Anleihekurses sehen wir insbesondere (1) in der Mandatierung eines Unternehmens- oder Anleiheratings, wodurch die operative Ertragsstärke und die guten Kapitalrelationen auch in

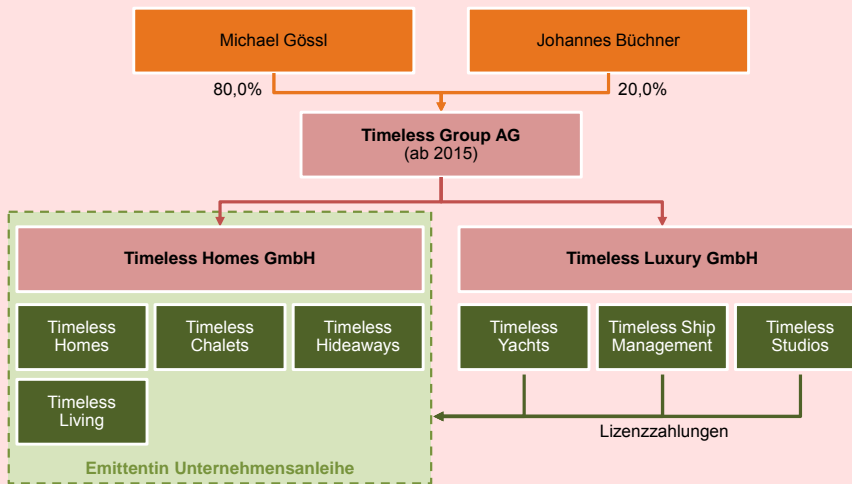


Form einer Ratingnote dokumentiert werden würden, und (2) in einer Einwerbung zusätzlichen Eigenkapitals, beispielsweise in Form von mezzaninen Eigenkapitals (insbesondere von Genussrechten oder Genussscheinen) oder aus einem Börsengang, wodurch die rechtliche Stellung der Anleihegläubiger verbessert werden würde.

### Geschäftsmodell

Timeless Homes ist in der Nische der Luxusimmobilien tätig. Die Mehrheit der betrieblichen Funktionen wie Design, Produktion oder Vertrieb wurden an spezialisierte Kooperationspartner outgesourct, so dass Timeless Homes als quasi virtuelles Immobilienunternehmen betrachtet werden kann. Das Design der Immobilien von Timeless Homes basiert auf Konzepten von Porsche Design, von der Timeless Homes im Jahr 2013 sämtliche Rechte an den Luxusimmobilien sowie am Interieur-Design zeitlich unbefristet erworben hat. Neben Porsche Design arbeitet Timeless Homes mit einer Reihe von weiteren, auf ihrem Gebiet spezialisierten Partnern zusammen und verfügt mit der Timeless Studios GmbH nun auch über ein eigenes Design-Studie.

**ABBILDUNG 4: UNTERNEHMENSSTRUKTUR**



Im Zentrum der Unternehmensgruppe Timeless Luxury Group steht die Timeless Homes GmbH, der sich aus den Immobilienaktivitäten und dem Bereich Timeless Living (also die Inneneinrichtungsaktivitäten) zusammensetzt. In der Schwestergesellschaft Timeless Luxury GmbH sind alle sonstigen Aktivitäten der Timeless Luxury Group subsummiert, darunter neuerdings auch die MS Catwalk. An beiden Tochtergesellschaften ist die Timeless Luxury Group mit jeweils 100,0% beteiligt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung 2012-2018e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>
YoY	%	n/a	-57,9%	563,1%	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
<b>Betriebsleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>
in % der Umsatzerlöse	%	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
YoY	%	n/a	-57,9%	563,1%	12,6%	4,5%	4,8%	5,1%
Materialaufwand	EUR Mio.	-1,4	0,0	-3,5	-3,7	-3,8	-3,9	-4,1
in % der Betriebsleistung	%	-77,0%	0,0%	-72,2%	-66,3%	-65,6%	-64,8%	-63,9%
davon Aufwendungen für RHB	EUR Mio.	-1,3	0,0	-3,5	-3,7	-3,8	-3,9	-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	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
in % der Betriebsleistung	%	0,0%	0,0%	-1,1%	-1,4%	-1,8%	-2,2%	-2,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	0,0	-0,5	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0
in % der Betriebsleistung	%	-1,4%	-74,4%	-14,3%	-14,7%	-15,2%	-15,6%	-16,1%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
in % der Betriebsleistung	%	21,6%	25,6%	12,4%	17,6%	17,5%	17,4%	17,3%
YoY	%	n/a	-0,5	2,2	0,6	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>
in % der Betriebsleistung	%	21,6%	24,5%	11,4%	15,8%	15,7%	15,6%	15,5%
YoY	%	n/a	-0,5	2,1	0,6	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
in % der Betriebsleistung	%	0,2%	-4,9%	-3,1%	-2,8%	-2,7%	-2,5%	-2,4%
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
in % der Bruttoverschuldung	%	n/a	-3,4%	-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
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
in % der Betriebsleistung	%	21,8%	19,6%	8,3%	13,0%	13,0%	13,0%	13,1%
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
in % des EBT	%	-32,9%	-33,3%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
in % der Betriebsleistung	%	14,6%	13,1%	5,9%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Minderheitsanteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Gewinn- und Verlustrechnung (Halbjahre)

		2013	H1/2014	2014e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>4,9</b>
YoY	%	-57,9%	157,1%	563,1%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0
<b>Betriebsleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>4,9</b>
in % der Umsatzerlöse	%	1,0	1,0	1,0
YoY	%	-57,9%	157,1%	563,1%
Materialaufwand	EUR Mio.	0,0	-1,9	-3,5
in % der Betriebsleistung	%	0,0%	-97,6%	-72,2%
davon Aufwendungen für RHB	EUR Mio.	0,0	-1,8	-3,5
davon bezogene Leistungen	EUR Mio.	0,0	-37,5	0,0
Personalaufwand	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1
in % der Betriebsleistung	%	0,0%	0,0%	-1,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-0,5	-0,2	-0,7
in % der Betriebsleistung	%	-74,4%	-11,8%	-14,3%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>
in % der Betriebsleistung	%	25,6%	-9,4%	12,4%
YoY	%	-0,5	-1,9	2,2
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>
in % der Betriebsleistung	%	24,5%	-9,7%	11,4%
YoY	%	-0,5	-2,0	2,1
Finanzergebnis	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,2
in % der Betriebsleistung	%	-4,9%	-5,3%	-3,1%
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,2
in % der Bruttoverschuldung	%	-3,4%	n/a	-9,0%
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,4</b>
in % der Betriebsleistung	%	19,6%	-15,0%	8,3%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1
in % des EBT	%	-33,3%	0,0%	-29,0%
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>
in % der Betriebsleistung	%	13,1%	-15,0%	5,9%
Minderheitsanteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz 2012-2018e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
<b>Sachanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>
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
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Firmenwerte	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
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>
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	1,9	2,0	2,3	2,5	2,8	3,0
Forderungen ggü verbundenen Untern.	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
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	0,0	0,6	0,8	1,0	1,3	1,6
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Aktiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>
<b>PASSIVA</b>		<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>
Eigenkapitalquote	%	59,9%	18,7%	24,4%	36,2%	45,2%	52,2%	57,8%
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
Gewinnvortrag	EUR Mio.	0,0	0,3	0,4	0,6	1,2	1,7	2,2
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,3	0,1	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6
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
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	1,1	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
davon Anleihe	EUR Mio.	0,0	1,1	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Langfristige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
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	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Untern.	EUR Mio.	0,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Passiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Normalisierte Fassung) 2012-2018e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>0,0%</b>	<b>3,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>6,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,9%</b>
<b>Sachanlagen</b>	%	<b>0,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,8%</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,1%</b>
Grundstücke und Bauten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geschäfts- und Betriebsausstattung	%	0,0%	0,1%	1,8%	3,1%	4,0%	4,6%	5,1%
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	%	<b>0,0%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,8%</b>
Firmenwerte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	%	0,0%	3,1%	3,2%	3,5%	3,6%	3,7%	3,8%
Latente Steueransprüche	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>96,4%</b>	<b>95,0%</b>	<b>93,4%</b>	<b>92,4%</b>	<b>91,7%</b>	<b>91,1%</b>
Vorräte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lief. & Leist.	%	0,0%	95,3%	74,1%	70,0%	66,7%	63,8%	61,2%
Forderungen ggü verbundenen Untern.	%	58,7%	0,0%	-0,7%	-1,2%	-1,6%	-1,8%	-2,0%
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%	1,1%	21,6%	24,6%	27,3%	29,7%	32,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe Aktiva</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>59,9%</b>	<b>18,7%</b>	<b>24,4%</b>	<b>36,2%</b>	<b>45,2%</b>	<b>52,2%</b>	<b>57,8%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	5,6%	1,2%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%
Nicht eingefordert	%	-2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnvortrag	%	0,0%	12,7%	12,9%	19,7%	30,4%	38,7%	45,4%
Jahresüberschuss	%	57,1%	4,8%	10,5%	15,7%	14,1%	12,9%	11,9%
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%
<b>Langfristige Schulden</b>	%	<b>0,0%</b>	<b>54,5%</b>	<b>62,2%</b>	<b>52,4%</b>	<b>44,9%</b>	<b>39,1%</b>	<b>34,4%</b>
Finanzverbindlichkeiten	%	0,0%	54,5%	62,2%	52,4%	44,9%	39,1%	34,4%
davon Anleihe	%	0,0%	54,5%	62,2%	52,4%	44,9%	39,1%	34,4%
Langfristige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Schulden</b>	%	<b>40,2%</b>	<b>26,8%</b>	<b>13,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>9,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>7,8%</b>
Finanzverbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lief. & Leist.	%	0,0%	0,0%	0,9%	1,5%	2,0%	2,3%	2,5%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Untern.	%	0,0%	17,9%	12,5%	9,9%	7,9%	6,5%	5,3%
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%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	2,3%	8,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe Passiva</b>	%	<b>100,1%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL PROGNOSEN								

## Cashflow-Statement 2012-2018e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	0,3	0,1	0,4	0,7	0,8	0,8	0,8
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	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
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	-1,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Δ Verb. Lief. & Leist./ nahestehenden Untern.	EUR Mio.	0,0	0,4	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	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
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	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Cashflow aus der Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	321,0%	7,0%	7,5%	7,9%
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
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
YoY	%	n/a	n/a	71,5%	41,5%	2,6%	2,8%	3,0%
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
YoY	%	n/a	n/a	-97,4%	n/a	10,7%	11,1%	11,4%
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	1,1	0,6	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
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
YoY	%	n/a	n/a	-46,2%	-100,0%	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	-0,1	0,6	0,2	0,2	0,3	0,3
Cash Beginn Berichtsperiode	EUR Mio.	0,0	0,2	0,0	0,6	0,8	1,0	1,3
<b>Cash Ende Berichtsperiode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Segmente 2012-2018e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>
Homes	EUR Mio.	1,8	0,0	2,4	2,4	2,5	2,6	2,6
Chalets	EUR Mio.	0,0	0,0	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8
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	0,4	0,0	0,3	0,3	0,4	0,5
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>-57,9%</b>	<b>563,1%</b>	<b>12,6%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,1%</b>
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%
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Homes	%	100,0%	0,0%	48,0%	43,9%	43,2%	42,5%	41,6%
Chalets	%	0,0%	0,0%	50,0%	45,7%	45,1%	44,3%	43,4%
Hideaways	%	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	3,6%	3,5%	3,4%
Interior	%	0,0%	40,6%	2,0%	2,3%	2,7%	3,2%	3,8%
Yachts	%	0,0%	59,4%	0,0%	4,5%	5,4%	6,5%	7,7%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick 2012-2018e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	1,8	0,7	4,9	5,5	5,8	6,0	6,4
Rohhertrag	EUR Mio.	0,4	0,7	1,4	1,9	2,0	2,1	2,3
EBITDA	EUR Mio.	0,4	0,2	0,6	1,0	1,0	1,1	1,1
EBIT	EUR Mio.	0,4	0,2	0,6	0,9	0,9	0,9	1,0
EBT	EUR Mio.	0,4	0,1	0,4	0,7	0,8	0,8	0,8
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,3	0,1	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6
Anzahl Mitarbeiter		2	2	2	2	2	2	2
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	21,6%	25,6%	12,4%	17,6%	17,5%	17,4%	17,3%
EBIT-Marge	%	21,6%	24,5%	11,4%	15,8%	15,7%	15,6%	15,5%
EBT-Marge	%	21,8%	19,6%	8,3%	13,0%	13,0%	13,0%	13,1%
Netto-Marge	%	14,6%	13,1%	5,9%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
FCF-Marge	%	n/a	-70,8%	-4,3%	4,3%	4,2%	4,5%	4,8%
ROE	%	95,4%	25,6%	43,2%	43,4%	31,2%	24,7%	20,6%
NWC/Umsatz	%	n/a	0,0%	260,4%	40,8%	40,3%	42,5%	44,3%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	877,5	369,5	2.450,0	2.759,5	2.883,5	3.021,6	3.176,7
Pro-Kopf-EBIT	EURk	189,3	90,5	278,8	436,3	452,2	470,4	491,1
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	n/a	-57,9%	563,1%	12,6%	4,5%	4,8%	5,1%
Rohhertrag	%	n/a	83,0%	84,4%	36,7%	6,5%	7,2%	7,9%
EBITDA	%	n/a	-50,1%	221,4%	60,1%	3,7%	4,1%	4,5%
EBIT	%	n/a	-52,2%	207,9%	56,5%	3,6%	4,0%	4,4%
EBT	%	n/a	-62,0%	178,6%	77,9%	4,4%	4,8%	5,3%
Nettoergebnis	%	n/a	-62,2%	196,5%	77,9%	4,4%	4,8%	5,3%
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Umlaufvermögen	EUR Mio.	0,4	1,9	2,6	3,0	3,5	4,0	4,5
Eigenkapital	EUR Mio.	0,3	0,4	0,7	1,2	1,7	2,3	2,9
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	1,1	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
EK-Quote	%	59,9%	18,7%	24,4%	36,2%	45,2%	52,2%	57,8%
Gearing	x	0,7	4,3	3,1	1,8	1,2	0,9	0,7
Working Capital	EUR Mio.	0,0	1,9	2,0	2,2	2,4	2,7	2,9
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-0,1	1,4	1,5	1,2	1,0	0,7	0,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



## DVFA-Kennzahlen 2012-2018e

		2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Kennzahlen zur Kapitaldienstdeckung</b>								
EBITDA Interest Coverage	x	n/a	5,03	3,97	6,36	6,59	6,86	7,17
EBIT Interest Coverage	x	n/a	4,82	3,64	5,70	5,91	6,15	6,42
<b>Kennzahlen zur Verschuldung</b>								
Total Debt/EBITDA	x	0,12	7,74	3,36	2,08	1,98	1,89	1,79
Total Net Debt/EBITDA	x	-0,28	7,62	2,39	1,26	0,96	0,66	0,35
<b>Kennzahlen zur Kapitalstruktur</b>								
Risk Bearing Capital	x	0,59	0,19	0,24	0,36	0,45	0,52	0,58
Total Debt/Capital	x	0,14	0,79	0,75	0,63	0,54	0,47	0,41
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die

**Sphene capital**

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 Anleihenkursen 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)
13.10.2014	1, 8
02.07.2014	1, 8
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.