

Traumhaus AG

Deutschland | Persönliche- und Haushaltsgegenstände | Marktkapitalisierung EUR 68m

03 August 2020

UPDATE



Profitabilität enttäuschte ‘19, Ausblick ‘21 angehoben – Kaufempfehlung bestätigt

Traumhaus berichtete von niedrigeren Ergebnissen für 2019, denen verzögerungsbedingte Einmalbelastungen zugrunde lagen, nachdem Kapazitätsengpässe auf den Grundbuchämtern dreier Projektverbuchungen entgegenstanden. Eine Heilung durch im Frühjahr 2020 nachzuholende Behördenabläufe blieb dann pandemiebedingt aus. Damit erklärt sich das Verfehlen unserer Schätzungen für 2019; positiv ist, dass sich mit den Verschiebungen wiederum für die kommenden Jahren entsprechend großes Aufwärtspotenzial einstellt. Da die Aktienstory weitgehend intakt bleibt (günstige Wachstumsaussichten über 2020E hinaus) und wir die Bewertung als attraktiv einstufen, wiederholen wir bei etwas niedrigerem Kursziel von EUR 21,30 (alt: EUR 22,00) unsere Kaufempfehlung.

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	EUR 21,30 (22,00)
Aktueller Kurs	EUR 14,70
Kurspotential	+45%

ANALYST

Karsten Rahlf, CFA
Equity Research Analyst
k.rahlf@alsterresearch.com
+49 40 309 293-54

Wichtiger Hinweis. Bitte lesen Sie auch die letzten Seiten dieser Studie "Pflichtangaben" und "Interessenkonflikte".

[alsterresearch.com](https://www.alsterresearch.com)

Dieser Bericht wurde von der SRH AlsterResearch AG erstellt. Die Gesellschaft untersteht der regulatorischen Aufsicht der BaFin.

Traumhaus AG

Deutschland | Persönliche- und Haushaltsgegenstände | Marktkapitalisierung EUR 68 Mio.

Kaufen (Kaufen)

Kursziel EUR 21,30 (22,00)
Aktueller Kurs EUR 14,70
Kurspotential +45%

ANALYST

Karsten Rahlf, CFA
 Equity Research Analyst
 k.rahlf@alsterresearch.com
 +49 40 309 293-54

Profitabilität '19 enttäuschte; Ausblick '21 angehoben – Kaufempfehlung bestätigt

Im Geschäftsjahr 2019 erzielte Traumhaus einen Gesamtumsatz von EUR 74 Mio. (+12 % yoy), rund EUR 6 Mio. weniger als bisher erwartet. Die Gesamtleistung (d. h. inkl. Änderungen bei fertigen und unfertigen Erzeugnissen) stieg um 60% auf EUR 86 Mio., ebenfalls unter der Planzahl (EUR 90 Mio.). Dies war vor allem auf buchhalterische Effekte zurückzuführen, da sich die Beurkundung von Grundstücksverkäufen bei drei Projekten aufgrund des Personalmangels in Grundbuchämtern erheblich verzögerte.

Die Beschränkungen, die im Zuge von Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie auferlegt wurden, haben diese Engpässe weiter ausgedehnt. So konnten Erlöse aus Grundstücksverkäufen, für die bereits Vorverträge in Höhe von EUR 16 Mio. abgeschlossen wurden, für 2019 nicht mehr verbucht werden, ebenso wenig wie Erlös von EUR 12 Mio. aus Bauleistungen. Bereinigt schätzen wir, dass das Ergebnis um ca. EUR 4 Mio. höher ausgefallen wäre. Die Verschiebung dieser Geschäfte legt aus unserer Sicht für die kommenden Jahre das Fundament für zusätzliches Aufwärtspotenzial.

Das EBITDA lag mit rund EUR 8 Mio. auf Vorjahresniveau und verfehlte die Unternehmensprognose von EUR 13 Mio. Neben den ausgebliebenen margenstarken Umsätzen belasteten Mehrkosten das Ergebnis 2019. Bei einem Mehrfamilienhausprojekt fiel beim Bau der Tiefgarage mehr Bodenaushub an als geplant. Angesichts des starken Anstiegs der Deponiekosten wurde das EBITDA nach unserer Schätzung mit rund EUR 0,8 Mio. belastet. Insgesamt engte sich die EBITDA-Marge 2019 um rund 500 Basispunkte ein. In den kommenden Jahren erwarten wir schrittweise eine Umkehrung, die EBITDA-Margen sollte sich 19-22E trotz weiterer wachstumsbedingter Belastungen um ca. 300 Basispunkte verbessern.

- Fortsetzung -

Traumhaus AG	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoumsatz	72,1	54,4	86,4	88,1	114,5	137,4
Wachstum y/y	na	-24%	58,6%	2,0%	30,0%	20,0%
EBITDA	11,1	7,5	7,4	7,9	12,2	15,8
EBIT	10,1	6,4	6,3	6,6	10,8	14,3
Jahresüberschuss	6,0	3,9	3,2	3,5	6,3	8,6
Nettoverschuldung	3	3	46	64	48	44
Nettoverschuldung/EBITDA	0,3	0,4	6,2	8,1	3,9	2,8
Bereinigter Gewinn pro Aktie	1,38	0,89	0,70	0,77	1,36	1,86
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,50	0,50	0,54	0,65
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	3,4%	3,4%	3,7%	4,4%
Bruttogewinnmarge	29,3%	24,8%	23,0%	23,0%	24,5%	24,6%
EBITDA-Marge	15,4%	13,8%	8,6%	9,0%	10,7%	11,5%
EBIT-Marge	14,1%	11,7%	7,3%	7,5%	9,4%	10,4%
ROCE	na	21,4%	10,8%	7,6%	12,6%	17,9%
EV/EBITDA	6,0	8,9	15,3	16,7	9,5	7,1
EV/EBIT	6,6	10,5	18,2	20,0	10,7	7,8
KGV	10,6	16,5	21,0	19,2	10,8	7,9
FCF-Rendite	10,2%	5,8%	4,8%	3,9%	7,1%	9,6%

Quelle: Unternehmensdaten, AlsterResearch; 2017 und 2018 adj. Um einen Aktiensplit im Verhältnis 1:4



Source: Company data, AlsterResearch

Hoch/Tief 52 Wochen 16,30 / 10,90
Kurs/Buchwert 3,24x

Ticker / Symbol

ISIN DE000A2NB7S2
WKN A2NB7S
Bloomberg TRU:GR

Aktienkennzahlen

Aktienzahl (in Mio.) 4,61
Buchwert je Aktie (in EUR) 5,04
Ø Handelsvolumen (12 Monate) 1.500

Aktionärsstruktur

Otfried Sinner (CEO) 73,7%
Markus Wenner (AR-Vorsitz) 13,0%
Free Float 13,3%

Firmenbeschreibung

Die Traumhaus AG ist ein in Deutschland ansässiges Unternehmen der Immobilienbranche. Es konzentriert sich auf Gestaltung, Projektierung und den Bau standardisierter Häuser (Doppelhaushälften, Reihen- und Mehrfamilienhäuser). Die Gesellschaft erwirbt und überplant Grundstücke von mehr als 3.500 Quadratmeter für jeweils mindestens 15 Reihenhäuser

Ausblick: Aus unserer Sicht bleiben die strukturellen Auftriebskräfte am deutschen Wohnungsmarkt intakt und verbessern sich sogar. Daher erwarten wir, dass sich die Wachstumschancen von Traumhaus mittelfristig deutlich verbessern werden.

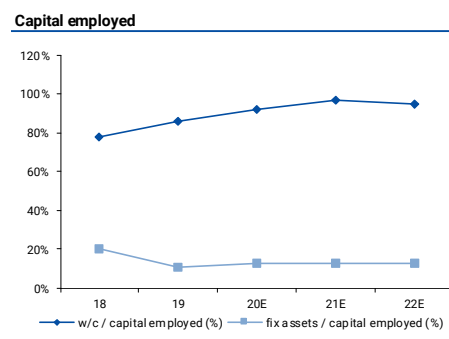
Ergänzende Argumentation:

- **Hoher Auftragsbestand:** Traumhaus will 2020 rund 250 Wohneinheiten fertigstellen, davon rund 85 im jüngsten Geschäftsfeld **Mehrfamilienhäuser**. Der Auftragsbestand schafft eine gute Prognosegrundlage für die Umsatzentwicklung von Traumhaus 2020E, weshalb wir uns mit unserer neuen Erlösprognose von EUR 88 Mio. im Jahr 2020E und einem **hervorragenden Umsatz-CAGR von 17%** zwischen 2019 und 2022E wohlfühlen.
- **Wettbewerbsvorteil:** Bezahlbare Häuser, wie von Traumhaus gebaut, sind bei Erstkäufern wie jungen Familien als Zielgruppe nach wie vor sehr begehrt. In einem wirtschaftlichen Abschwung gewinnt der Preis als wichtiges Verkaufsargument an Bedeutung. Traumhaus kann auf eine langjährige Erfolgsbilanz beim Bau standardisierter Immobilien zu **wettbewerbsfähigen Preisen** setzen. Die Vermarktung von Großprojekten zeigt bereits Erfolge, es gibt Vorreservierungen für 700 Objekte in der Stadt Mannheim.
- **Aufwärtstrend bei den Grundstückspreisen:** Die Knappheit und damit der weitere Aufwärtstrend bei den Bodenpreisen garantieren weiterhin eine hohe Profitabilität. Wir erwarten, dass sich auf dem Immobilienmarkt in Deutschland ein ähnlicher Trend wie in den USA etabliert. Viele junge Familien ziehen wieder in Vororte und weiter entfernte Kleinstädte, wenn diese über eine gute Verkehrsanbindung an die Innenstädte der Metropolregionen verfügen. Genau dort hat Traumhaus bereits ein **umfangreiches Grundstücksportfolio** aufgebaut.
- **Regeländerung:** Eine Änderung des Baurechts sorgt zusätzlich für Rückenwind. Die "Modelltypgenehmigung", die bereits von zwei Bundesländern (Hamburg und Nordrhein-Westfalen) eingeführt wurde, passt wie maßgeschneidert zum "Traumhaus-Konzept". Damit können Bauanträge für standardisierte Wohneinheiten bald bundesweit schneller genehmigt werden.

Auf der anderen Seite bleiben wir skeptisch bezüglich der geplanten Aufnahme einer maschinellen Komponentenfertigung (**Roboterproduktion**). Bei den betreffenden Projekten stehen ebenfalls noch Baugenehmigungen aus. Darüber hinaus wird es angesichts der derzeit vollen Auslastung der Kapazitäten wahrscheinlich länger dauern, bis diese Innovation in den Produktionsprozess integriert wird und dem Konzernabschluss Impulse geben kann. Aus unserer Sicht erscheint ein Break-even für diese Produktionslinie frühestens ab 2022E realistisch.

Detailanalyse und Bewertungsmodell

Typisch für das Traumhaus-Geschäftsmodell ist, dass ein relativ hoher Anteil der Bilanz im Nettoumlaufvermögen gebunden ist. Andererseits benötigt der Konzern nur wenig Anlagevermögen für das operative Geschäft. Die nachstehende Graphik zeigt, dass ca. 80% des eingesetzten Kapitals in Form von Working-Capital gebunden ist, hauptsächlich Vorräte (zum Verkauf bestimmte Grundstücke, teils auch Immobilien) sowie Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (aus dem bereits vertraglich vereinbarten Verkauf von Grundstücken bzw. von Häusern und Wohnungen).



Source: Company data; AlsterReserarch

Im Gegensatz zu Unternehmen, bei denen ein höheres Working-Capital auf eine Kapitalbindung im laufenden Geschäft hindeutet, sollte dies bei Traumhaus als gute Nachricht angesehen werden.

- a) Immobilien und Grundstücke haben Werte, die im Laufe der Zeit steigen (statt abzunehmen).
- b) Höhere Grundstücksbestände sind ein guter Indikator für künftige Umsätze und Erträge

2019 erwarb Traumhaus in der Metropolregion Frankfurt/Main baureife Flächen im Wert von EUR 32 Mio. Darüber hinaus wurde der Kauf weiterer Grundstücke im Wert von EUR 11 Mio. vorvertraglich gesichert. Diese Werte werden erst 2020 in der Bilanz erscheinen.

Auf der anderen Seite stiegen die Forderungen aufgrund von Verzögerungen bei der Beurkundung von Grundstücksgeschäften sowie als Folge bei der Übergabe von Häusern. Daher gehen Zahlungen später ein als zuvor angenommen.

Schlussfolgerung

Insgesamt haben die Zahlen für 2019 teilweise etwas enttäuscht. Die Wachstumsaussichten und die Wettbewerbsposition des Unternehmens als Anbieter von standardisiertem bezahlbarem Wohnraum bleiben unserer Ansicht nach intakt. Die Bilanz ist vor allem wegen umfangreicher Investitionen in Immobilien und Grundstücke als Grundlage zukünftigen Wachstum verlängert. Angesichts eines Verhältnisses der Nettoverschuldung zum EBITDA von 6x bis 8x (2019/2020E) ist die Finanzierung solide. Um weitere Wachstumschancen zu verfolgen, **halten wir zusätzlich eine Kapitalerhöhung für sinnvoll und vertretbar**. Ein höherer Streubesitz durch Verwässerung des Anteils von Großaktionär Otfried Sinner würde der Aktienstory darüber hinaus weitere Dynamik verleihen, da die Aktie dann fungibler wäre. Positiv zu sehen ist, dass Traumhaus begonnen hat, einen Teil des Gewinns auszuschütten. Die Aktie hat nun 2020 und 2022E eine attraktive Dividendenrendite zwischen 3% und 5%.

Bei angepassten Schätzungen bestätigen wir unsere KAUF-Empfehlung („Buy“) mit neuem Kursziel von EUR 21,30, basierend auf unseres adj. FCF-Renditemodells 2022E.

Bewertung

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 20,40 pro Aktie und unterstützt damit unser adj. FCF-Renditemodell. Wichtige Modellannahmen:

- Top-Line-Wachstum:** Wir gehen davon aus, dass Traumhaus weiterhin vom strukturellen Wachstum profitieren wird. Daher liegen unsere Wachstumsschätzungen für 2019-22E im Bereich von 17% p.a. Mittelfristig modellieren wir ca. 8% p.a.
- Die **langfristige Wachstumsrate** wird auf 2% p.a. festgesetzt.
- EBIT-Marge:** Das skalierbare Geschäftsmodell soll bis 2022 eine EBIT-Marge von 11-12% ermöglichen, die angesichts hoher Wettbewerbsqualität auf der Grundlage von Skaleneffekten und der langjährigen Erfahrung nachhaltig erreichbar sein sollte. Dementsprechend modellieren wir die EBIT-Marge von ca. 10% langfristig bescheiden.
 - WACC:** Wir modellieren gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten von 6,6% - 8,0%, um die reife Phase des Geschäftsmodells widerzuspiegeln, bestehend aus einer Risikoprämie von 5%, einem Beta von 1,0x und einer risikofreien Rendite von 2,0%.

DCF (EUR Mio.) (bis auf "pro Aktie" und "Beta" Daten)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Endwert
NOPAT	4,5	7,3	9,7	11,8	13,1	14,4	15,1	15,9	14,4
Abschreibungen	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	2,1	2,1	2,1	2,1
Änderung des Nettoumlaufvermögens	-20,5	13,0	-1,4	-3,4	11,8	-6,8	-3,8	-4,0	-4,1
Änderung der langf. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capex	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
Zukäufe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalerhöhungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow	-16,8	19,6	7,7	7,8	24,3	7,6	11,4	11,9	10,3
Barwert (Gegenwartswert)	-16,5	18,1	6,8	6,4	18,6	5,4	7,6	7,4	91,3
WACC	5,6%	5,8%	5,9%	5,9%	6,3%	6,4%	6,5%	6,7%	8,0%

DCF pro Aktie abgeleitet aus		DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Total present value	145	Kurzfristiges Wachstum 2019 - 2022	16,7%
thereof terminal value	63%	Mittelfristiges Wachstum 2022 - 2027	8,0%
Net debt (net cash) at start of year	46	Endwert Wachstum 2027 - unendlich	2,0%
Financial assets	1	Endwert EBIT Marge	10,0%
Provisions and off balance sheet debt	6		
Equity value	94	WACC abgeleitet aus	
Total present value	50,9	Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	6,0%
Discounted cash flow per share	20,4	Steuersatz	32,0%
upside/(downside)	39%	Kosten der Kreditaufnahme nach Steuern	4,1%
		Erforderliche Rendite auf das investierte Kapital	7,0%
		Risikoprämie	5,0%
		Risikofreier Zinssatz	2,0%
Aktienkurs	14,70	Beta	1,0

Sensitivitätsanalyse DCF						Sensitivitätsanalyse DCF							
		Langfristige Wachstumsrate						EBIT Marge Endwert					
		1%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%			8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%
WACC	10,0%	11,8	12,5	13,3	14,2	15,3	WACC	10,0%	9,7	11,5	13,3	15,1	16,9
	9,0%	14,2	15,2	16,3	17,6	19,1		9,0%	11,9	14,1	16,3	18,5	20,7
	8,0%	17,4	18,8	20,4	22,3	24,6		8,0%	14,8	17,6	20,4	23,2	25,9
	7,0%	21,8	23,8	26,3	29,3	33,0		7,0%	19,0	22,7	26,3	29,9	33,5
	6,0%	28,1	31,3	35,3	40,5	47,4		6,0%	25,6	30,4	35,3	40,2	45,1

Die bereinigte Free Cash Flow Yield ergibt einen beizulegenden Zeitwert von EUR 21,30 je Aktie auf der Grundlage von 2022E.

Aufgrund der Tatsache, dass Unternehmen in einer Vergleichsgruppe selten ausreichend ähnlich sind bezüglich wichtiger Merkmale wie Alter, geografischer Ausrichtung, Größe oder Wettbewerbsstärke und angesichts der Unsicherheiten einer Langfristprognose wurde eine Adjusted Free Cash Flow-Analyse (Adjusted FCF) durchgeführt.

Der Haupttreiber dieses Modells ist die Mindestrendite, die ein Ankeraktionär aufgrund seiner Kapitalkosten fordert, im Vergleich zum Unternehmenswert. Hierbei wird als Proxy für die erforderliche Rendite das EBITDA abzüglich Minderheitsanteilen, Steuern und Erhaltungsinvestitionen definiert.

Einfach ausgedrückt geht das Modell davon aus, dass Investoren von Unternehmen eine Mindestrendite auf den Kaufpreis verlangen. In dem vorliegenden Modell wird als Schwellenwert eine Nachsteuerrendite von 7,5% angesetzt. Ein niedrigerer Mittelrückfluss deutet darauf hin, dass die Aktie zu teuer ist, ein höherer, dass die Aktie billig ist.

FCF yield	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
EBITDA	7,5	7,4	7,9	12,2	15,8	
- Erhaltungsinvestitionen	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	
- Minderheiten	-0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	
- Steuerzahlungen	1,7	1,6	1,7	2,9	4,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	4,9	5,5	5,1	8,0	10,4	
Aktuelle Marktkapitalisierung	64,0	67,8	67,8	67,8	67,8	
+ Nettoverschuldung (-barmittel)	2,9	46,2	64,4	48,1	44,0	
+ Pensionsverpflichtungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Off balance sheet Finanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Vorauszahlungen	17,8	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Finanzielle Vermögensgegenstände	-0,1	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
- Kumulierte Dividendenzahlungen	0,0	0,0	-0,3	-2,3	-2,5	
Unternehmenswert (EV) Adjustierungen	20,6	45,7	63,5	45,3	41,0	
= Richtiger Unternehmenswert (EV)	84,6	113,5	131,3	113,1	108,8	
Adjustierter Free Cash Flow yield	5,8%	4,8%	3,9%	7,1%	9,6%	
Umsatz	54,4	86,4	88,1	114,5	137,4	
Richtiger EV/Umsatz	1,6x	1,3x	1,5x	1,0x	0,8x	
Hurdle Rate	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	
FCF Marge	9,0%	6,3%	5,8%	7,0%	7,6%	
Fairer EV/Umsatz	1,2x	0,8x	0,8x	0,9x	1,0x	
Fair EV	65,1	72,8	67,9	107,0	139,2	
- EV Adjustierungen	20,6	45,7	63,5	45,3	41,0	
Faire Marktkapitalisierung	44,5	27,1	4,4	61,7	98,2	
Anzahl Aktien (Mio.)	4,4	4,6	4,6	4,6	4,6	
Fairer Wert pro Aktie	10,2	5,9	1,0	13,4	21,3	
Prämie (-) / Discount (+) in %	-30,5%	-60,0%	-93,5%	-8,9%	44,9%	
Sensitivitätsanalyse fairer Wert						
	5,0%	17,7	13,8	8,3	25,0	36,4
Hurdle Rate	7,5%	10,2	5,9	1,0	13,4	21,3
	10,0%	6,5	1,9	-2,7	7,6	13,8
	12,5%	4,2	-0,4	-4,9	4,1	9,2

Quelle: AlsterResearch

Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoumsatz	54,4	86,4	88,1	114,5	137,4
Umsatzwachstum	na	59%	2%	30%	20%
Zunahme/Abnahme der Fertigerzeugnisse und unfertigen Erzeugnisse	10,1	-13,0	-11,0	-17,0	-12,0
Gesamtumsatz	64,5	73,4	77,1	97,5	125,4
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	0,6	0,5	0,5	0,5
Materialaufwand	48,5	56,5	59,4	73,6	94,6
Personalaufwand	3,5	4,1	4,2	4,9	6,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,3	6,0	6,2	7,3	9,4
Gesamte Betriebsausgaben	57,0	65,9	69,2	85,3	109,6
EBITDA	7,5	7,4	7,9	12,2	15,8
Abschreibung	1,2	1,2	1,3	1,4	1,5
EBITA	6,4	6,3	6,6	10,8	14,3
Goodwill Abschreibung und immaterielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertminderungsaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	6,4	6,3	6,6	10,8	14,3
Finanzergebnis	-0,8	-2,0	-1,4	-1,6	-1,7
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern aus fortgeführten Geschäften	5,5	4,2	5,2	9,2	12,6
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	5,5	4,2	5,2	9,2	12,6
Steuern	1,8	1,7	1,7	2,9	4,0
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	3,8	2,6	3,5	6,3	8,6
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	3,8	2,6	3,5	6,3	8,6
Minderheitsbeteiligung	-0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	3,9	3,2	3,5	6,3	8,6
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	4,4	4,6	4,6	4,6	4,6
Gewinn pro Aktie (berichtet)	0,89	0,70	0,77	1,36	1,86

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Gewinn und Verlustrechnung (common size)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoumsatz	100%	100%	100%	100%	100%
Zunahme/Abnahme der Fertigerzeugnisse und unfertigen Erzeugnisse	18%	-15%	-12%	-15%	-9%
Gesamtumsatz	118%	85%	88%	85%	91%
Sonstige betriebliche Erträge	3%	1%	1%	0%	0%
Materialaufwand	89%	65%	67%	64%	69%
Personalaufwand	7%	5%	5%	4%	4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	11%	7%	7%	6%	7%
Gesamte Betriebsausgaben	105%	76%	79%	75%	80%
EBITDA	14%	9%	9%	11%	11%
Abschreibung	2%	1%	1%	1%	1%
EBITA	12%	7%	7%	9%	10%
Goodwill Abschreibung und immaterielle Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%
Wertminderungsaufwand	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	12%	7%	7%	9%	10%
Finanzergebnis	-1%	-2%	-2%	-1%	-1%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern aus fortgeführten Geschäften	10%	5%	6%	8%	9%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	10%	5%	6%	8%	9%
Steuern	3%	2%	2%	3%	3%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	7%	3%	4%	5%	6%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss	7%	3%	4%	5%	6%
Minderheitsbeteiligung	0%	-1%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss (berichtet)	7%	4%	4%	5%	6%

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Bilanz (EUR Mio.)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Immaterielle Vermögenswerte	6	5	5	5	5
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	1	3	4	4	5
Finanzielle Vermögenswerte	0	1	1	1	1
ANLAGEVERMÖGENEN	7	9	9	10	11
Vorräte	96	98	121	121	135
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2	18	17	19	19
Sonstiges Umlaufvermögen	4	8	0	0	0
Barmittel	12	5	7	3	1
Latente Steuern	1	1	0	0	0
Rechnungsabgrenzungsposten	0	1	0	0	0
UMLAUFVERMÖGEN	115	131	145	143	155
AKTIVA	122	140	154	153	165
EIGENKAPITAL	16	23	17	21	32
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0	0	0	0	0
Langfristige Schulden	15	52	52	52	45
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0	0	0	0	0
Andere Rückstellungen	5	6	6	6	6
Langfristige Verbindlichkeiten	19	57	57	57	51
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	56	48	49	64	77
Anzahlungen	18	0	0	0	0
Sonstige Verbindlichkeiten (inkl. aus Leasing- und Mietverträgen)	10	11	11	11	6
Latente Steuern	3	0	0	0	0
Passive Rechnungsabgrenzung	0	0	0	0	0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	84	59	60	75	83
PASSIVA	122	140	154	153	165

Bilanz (common size)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Immaterielle Vermögenswerte	5%	4%	3%	3%	3%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	1%	2%	2%	3%	3%
Finanzielle Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%
ANLAGEVERMÖGENEN	6%	6%	6%	7%	6%
Vorräte	79%	70%	78%	79%	82%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2%	13%	11%	12%	11%
Sonstiges Umlaufvermögen	4%	6%	0%	0%	0%
Barmittel	10%	4%	5%	2%	1%
Latente Steuern	0%	1%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0%	0%	0%	0%	0%
UMLAUFVERMÖGEN	94%	94%	94%	93%	94%
AKTIVA	100%	100%	100%	100%	100%
EIGENKAPITAL	13%	17%	11%	13%	19%
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	12%	37%	33%	34%	27%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	4%	4%	4%	4%	3%
Langfristige Verbindlichkeiten	16%	41%	37%	37%	31%
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	46%	35%	32%	42%	46%
Anzahlungen	15%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Verbindlichkeiten (inkl. aus Leasing- und Mietverträgen)	8%	8%	7%	7%	4%
Latente Steuern	3%	0%	0%	0%	0%
Passive Rechnungsabgrenzung	0%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	69%	42%	39%	49%	50%
PASSIVA	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Jahresüberschuss/Verlust	4	3	4	6	9
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	1	1	1	1	2
Abschreibung von Goodwill	0	0	0	0	0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0	0	0	0	0
Sonstige	7	0	0	0	0
Mittelfluss aus Geschäftstätigkeit vor Veränderungen des w/c	12	4	5	8	10
Erhöhung/Verminderung des Bestands	-10	-40	-22	0	-14
Erhöhung/Verminderung der LuL	0	0	1	-2	0
Erhöhung/Verminderung der Verbindlichkeiten aus LuL	7	30	1	15	13
Zunahme/Abnahme anderer Positionen des Working Capital	0	0	0	0	0
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	-3	-10	-21	13	-1
Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten	9	-6	-16	21	9
CAPEX	5	2	2	2	2
Zahlungen für Akquisitionen	0	0	0	0	0
Finanzielle Investitionen	0	0	0	0	0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0	0	0	0	0
Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten	-5	-3	-2	-2	-2
Mittelfluss vor Finanzierung	4	-8	-18	19	7
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	0	0	20	-20	-7
Kauf eigener Aktien	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	5	4	0	0	0
Dividendenzahlungen	0	0	0	2	3
Sonstige	-1	-2	0	0	0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0
Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten	4	2	20	-22	-9
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	7	-7	2	-4	-2
Flüssige Mittel am Ende der Periode	12	5	7	3	1

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Kennzahlen	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Daten pro Aktie					
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	0,89	0,70	0,77	1,36	1,86
Cash Flow pro Aktie	1,74	-1,52	-3,65	4,21	1,60
Buchwert pro Aktie	3,64	5,04	3,61	4,47	6,87
Dividende pro Aktie	0,00	0,50	0,50	0,54	0,65
Bewertung					
KGV	16x	21x	19x	11x	8x
Kurs/CF	8x	-10x	-4x	3x	9x
Preis/Buchwert	4x	3x	4x	3x	2x
Dividendenrendite (%)	0,0%	3,4%	3,4%	3,7%	4,4%
FCF-Rendite (%)	6%	5%	4%	7%	10%
Unternehmenswert/Umsatz	1,2	1,3	1,5	1,0	0,8
Unternehmenswert/EBITDA	8,9	15,3	16,7	9,5	7,1
Unternehmenswert/EBIT	10,5	18,2	20,0	10,7	7,8
G&V (EUR Mio.)					
Umsatz	54	86	88	115	137
Wachstum Veränderung (%)	na	59%	2%	30%	20%
Rohertrag	6	30	29	41	43
Rohertragsmarge (%)	11%	35%	33%	36%	31%
EBITDA	8	7	8	12	16
EBITDA Marge (%)	14%	9%	9%	11%	11%
EBIT	6	6	7	11	14
EBIT Marge (%)	12%	7%	7%	9%	10%
Jahresüberschuss	4	3	4	6	9
Kapitalflussrechnung					
Operativer Cashflow	9	-6	-16	21	9
Investitionen	5	2	2	2	2
Erhaltungsinvestitionen	1	1	1	1	1
Freier Cash Flow	3	-8	-18	19	7
Bilanz (EUR Mio.)					
Immaterielle Vermögenswerte	6	5	5	5	5
Materielle Vermögensgegenstände	1	3	4	4	5
Eigenkapital	16	23	17	21	32
Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	19	57	77	57	51
Netto-Finanzverbindlichkeiten	3	46	64	48	44
w/c Anforderungen	27	69	88	75	77
Kennzahlen					
Eigenkapitalrendite (ROE)	25%	14%	21%	30%	27%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	21%	11%	8%	13%	18%
Nettoverschuldung	18%	199%	386%	233%	139%
Nettoverschuldung / EBITDA	0,38	6,22	8,14	3,94	2,79

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Interessenskonflikte

Gemäß § 85 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) muss ein Analysebericht auf mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit dem analysierten Unternehmen hinweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere dann vermutet, wenn die SRH AlsterResearch AG:

- (1) oder ihre Tochtergesellschaft(en) (entweder als eigene Einheit oder als Teil eines Konsortiums) innerhalb der letzten zwölf Monate die Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens erworben hat,
- (2) mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung des Rechercheberichts getroffen hat,
- (3) oder ihre Tochtergesellschaft(en) innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Investment-Banking-Dienstleistungen getroffen oder Dienstleistungen oder ein Leistungsversprechen im Rahmen der Laufzeit einer solchen Vereinbarung erhalten haben,
- (4) oder deren Tochtergesellschaft(en) a) 5% oder mehr des Aktienkapitals des analysierten Unternehmens hält oder b) das analysierte Unternehmen 5% oder mehr des Aktienkapitals der SRH AlsterResearch AG oder deren Tochtergesellschaft(en) hält,
- (5) oder seine Tochtergesellschaft(en) eine Netto-Long (a)- oder eine Netto-Short (b)-Position von mindestens 0,5% des ausstehenden Aktienkapitals des analysierten Unternehmens oder seiner Derivate hält,
- (6) oder ihre verbundene(n) Gesellschaft(en) ein Market Maker oder Liquiditätsanbieter in den Finanzinstrumenten des Emittenten ist,
- (7) oder der Analyst andere bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie z.B. die Ausübung von Mandaten im Interesse des analysierten Unternehmens oder einen bedeutenden Interessenkonflikt in Bezug auf den Emittenten,
- (8) Der Recherchebericht wurde dem Unternehmen vor seiner Veröffentlichung zur Verfügung gestellt. Danach wurden nur noch faktische Änderungen an dem Bericht vorgenommen.

Interessenkonflikte, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Research-Berichts bestanden:

Unternehmen	Offenlegung
Traumhaus AG	2, 8

Haftungsausschluss

1. Allgemeine Informationen/Haftung Dieses Dokument wurde von der SRH AlsterResearch AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverarbeitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von SRH AlsterResearch zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch SRH AlsterResearch erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrungen mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des „Financial Services and Markets Act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)“ in der jeweils gültigen Fassung fallen: oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und dies zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebots für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potentielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

2. Verantwortlichkeiten Dieser Recherchebericht wurde von dem auf der Titelseite genannten Rechercheanalysten (der Produzent) erstellt. Der Produzent ist allein verantwortlich für die in diesem Bericht geäußerten Ansichten und Einschätzungen. Der Bericht wurde unabhängig erstellt. Der Inhalt des Rechercheberichts wurde zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten des analysierten Finanzinstruments beeinflusst. Es ist möglich, dass Teile des Rechercheberichts dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken ausgehändigt wurden, ohne dass danach wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

3. Organisational Requirements Die SRH AlsterResearch AG hat interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung und Verteilung des Rechercheberichts zu vermeiden oder entsprechend offen zu legen. Alle Mitglieder der AlsterResearch AG, die an der Erstellung des Rechercheberichts beteiligt sind, unterliegen den internen Compliance-Vorschriften. Kein Teil der Vergütung des Produzenten steht in direktem oder indirektem Zusammenhang mit der Erstellung dieser Finanzanalyse. Für den Fall, dass ein Research-Analyst oder eine nahestehende Person in einen Interessenkonflikt gerät, ist der Research-Analyst von der Berichterstattung über dieses Unternehmen ausgeschlossen.

4. Informationen bezüglich der Bewertungsmethoden/Aktualisierung Die Bestimmung des fairen Wertes pro Aktie, d.h. des Kursziels, und des daraus resultierenden Ratings erfolgt auf der Grundlage der Methode des bereinigten freien Cashflows (adj. FCF) und auf der Grundlage des Discounted-Cashflow - DCF-Modells. Darüber hinaus wird ein Peer-Group-Vergleich durchgeführt. Die adj. FCF-Methode basiert auf der Annahme, dass Investoren Vermögenswerte nur zu einem Preis (Unternehmenswert) erwerben, bei dem die operative Cashflow-Rendite nach Steuern auf diese Investition ihre Opportunitätskosten in Form einer Hurdle Rate von i.d.R. 7,5% übersteigt. Der Betriebs-Cashflow wird als EBITDA abzüglich Erhaltungsinvestitionen und Steuern berechnet. Im Rahmen des DCF-Ansatzes werden die zukünftigen freien Cashflows zunächst auf der Basis einer fiktiven Kapitalstruktur von 100% Eigenkapital berechnet, d.h. Zinsen und Tilgungen auf Fremdkapital werden zunächst nicht berücksichtigt. Die Anpassung an die tatsächliche Kapitalstruktur erfolgt durch Diskontierung der berechneten freien Cashflows mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC), der sowohl die Kosten für Eigenkapital als auch die Kosten für Fremdkapital berücksichtigt. Nach der Diskontierung wird der berechnete Gesamtunternehmenswert um das verzinsliche Fremdkapital verringert, um den Eigenkapitalwert zu erhalten.

Die SRH AlsterResearch AG verwendet für die analysierten Unternehmen das folgende dreistufige Ratingsystem:

Kaufen: Nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten

Verkaufen: Nachhaltiges Abwärtspotential von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten.

Halten: Das Aufwärts-/Abwärtspotential ist begrenzt. Kein unmittelbarer Katalysator sichtbar.

NB: Die Ratings der SRH AlsterResearch AG basieren nicht auf einer Leistung, die "relativ" zum Markt sein wird.

Die Entscheidung über die Wahl der in diesem Dokument analysierten Finanzinstrumente wurde ausschliesslich von der SRH AlsterResearch AG getroffen. Die Meinungen und Einschätzungen in diesem Recherchebericht können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es liegt im Ermessen der SRH AlsterResearch AG, ob und wann sie eine Aktualisierung dieses Rechercheberichts veröffentlicht, aber im Allgemeinen werden Aktualisierungen regelmässig, spätestens nach 6 Monaten, erstellt. Eine Sensitivitätsanalyse ist in den ersten Studien des Unternehmens enthalten und wird veröffentlicht.

5. Wichtigste Informationsquellen Ein Teil der für diesen Recherchebericht erforderlichen Informationen wurde vom Emittenten des Finanzinstruments zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich dieser Bericht auf öffentlich zugängliche Quellen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und die einschlägige Tagespresse), die als zuverlässig erachtet werden. Die SRH AlsterResearch AG hat die Informationen auf Plausibilität, aber nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft.

6. Zuständige Aufsichtsbehörde Die SRH AlsterResearch AG steht unter Aufsicht der BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24 - 28, 60439 Frankfurt a.M. Dieses Dokument wird im Vereinigten Königreich mit einem MiFID-Zweigstellenpass für den EWR und in Übereinstimmung mit den geltenden Anforderungen der FCA verteilt.

7. Besondere Anmerkungen für Empfänger außerhalb Deutschlands Dieser Recherchebericht unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Die Verbreitung dieser Informationen in andere Staaten, insbesondere in die USA, Kanada, Australien und Japan, kann durch die in diesem Staat geltenden Gesetze eingeschränkt oder verboten sein.

8. Sonstiges Gemäß Artikel 4 Absatz 1 Nr. i der delegierten Verordnung 2016/958 zur Ergänzung der Verordnung 596/2014 des Europäischen Parlaments, weitere Informationen zu Anlageempfehlungen der letzten 12 Monate werden veröffentlicht unter: <https://www.alsterresearch.com>.

Kontakt

SRH AlsterResearch AG
Himmelstr. 9
22299 Hamburg

Tel: +49 40 309 293-52
Fax: +49 40 556 330-54
E-Mail: info@alsterresearch.com

Schlöter, Reidock & Hertrich GmbH
Leinpfad 100
22299 Hamburg

Tel: +49 40 3785 52- 0
Fax: +49 40 3785 52- 19
E-Mail: info@srh-research.de

mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG
Rottenbacher Straße 28
82166 Gräfelfing

Tel: +49 89 85852-0
Fax: +49 89 85852-505
E-Mail: info@mwbfairtrade.com

Research

OLIVER DREBING
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-57
E-Mail: o.drebing@alsterresearch.com

KARSTEN RAHLF ,CFA
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-54
E-Mail: k.rahlf@alsterresearch.com

ANDREAS SCHÜLER
Analyst
Tel: +49 40 309 293-55
E-Mail: a.schueler@alsterresearch.com

THOMAS WISSLER
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-58
E-Mail: t.wissler@alsterresearch.com

ALEXANDER ZIENKOWICZ
Analyst
Tel: +49 40 309 293-56
E-Mail: a.zienkowicz@alsterresearch.com

Sales

CLEMENS SCHLÖTER
Senior Sales
Tel: +49 40 378 55 211
E-Mail: c.schloeter@srh-research.de

HANS SÜLWALD
Sales
Tel: +49 40 378 55 235
E-Mail: h.suelwald@srh-research.de

Equity Capital Markets / Trading

KAI JORDAN
Function
Tel: +49 40 36 0995-22
E-Mail: kjordan@mwbfairtrade.com

ALEXANDER DEUSS
Institutionelle Kundenbetreuung
Tel: +49 40 36 0995- 22
E-Mail: adeuss@mwbfairtrade.com

SASCHA GUENON
Head of Designated Sponsoring
Tel: +49 40 360 995 - 23
E-Mail: sguenon@mwbfairtrade.com