

# Traumhaus AG

Deutschland | Immobilien | Marktkapitalisierung EUR 32,7 Mio.

30-Nov-22

UPDATE



## Herausforderndes Marktumfeld führt zur Prognoseanpassung

### What's it all about?

Aufgrund der anhaltenden Herausforderungen in der Baubranche, hat Traumhaus die Prognose für das GJ 22 angepasst. Nachdem die Halbjahresbilanz – und hier insbesondere die deutlich gesteigerte Gesamtleitung – noch Hoffnungen schürten, dass Traumhaus halbwegs passabel die makroökonomischen Herausforderungen meistern würde, zeichnet die neu ausgegebene Prognose nunmehr ein anderes Bild. So erwartet das Unternehmen nun nur noch einen Umsatz zwischen EUR 68-90 Mio., was – im Schnitt der Bandbreite – ein Umsatzrückgang von rund 23% bedeutet (vormals 15% Wachstum). Ebenfalls erwartet das Management, dass das Ergebnis im GJ deutlich leiden sollte. Wir passen dementsprechend auch unsere Erwartungen an, gehen jedoch weiterhin davon aus, dass Traumhaus als Pionier für innovative Siedlungskonzepte und serielles Bauen in Massivbauweise von zukünftig stark steigender Nachfrage profitieren wird. Unsere Einschätzung bleibt daher unverändert KAUFEN, jedoch mit reduziertem Kursziel von EUR 14,00 (alt: EUR 26,00).

### KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel	EUR 14,00 (26,00)
Aktueller Kurs	EUR 6,65
Kurspotenzial	110,5%



### ANALYST

**Harald Hof**

h.hof@alsterresearch.com  
+49 40 309 293-0

# Traumhaus AG

Deutschland | Immobilien | Marktkapitalisierung EUR 32,7 Mio. | EV EUR 71,7 Mio.

**KAUFEN** (KAUFEN)

**Kursziel** EUR 14,00 (26,00)  
**Aktueller Kurs** EUR 6,65  
**Kurspotenzial** 110,5%

**ANALYST**  
**Harald Hof**  
 h.hof@alsterresearch.com  
 +49 40 309 293-0

## Herausforderndes Marktumfeld führt zur Prognoseanpassung

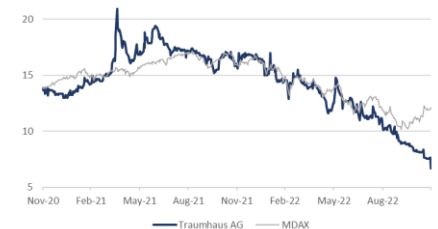
**Anhaltende Herausforderungen in der Baubranche.** Nachdem die Zahlen der Traumhaus AG für das erste Halbjahr 22 noch die Hoffnungen schürten, dass das Unternehmen als Anbieter von kostengünstigen, seriellem Bauen eventuell von den Herausforderungen der Baubranche ein Stück weit verschont bleiben würde, zeigen sich laut Management insbesondere in der zweiten Jahreshälfte nun doch deutliche Bremsspuren. Die Liste der operativen Probleme ist lang und umfasst neben der Zeitverzögerungen in der Fertigstellung aufgrund Unterbrechungen der globalen Lieferketten (insb. elektronische Bauteile), weiterhin stark unterbesetzte Bauämter, die zu fehlenden Baugenehmigungen und Grundbucheintragungen führen, so dass Projekte sich ins Jahr 2023 verschieben. Zudem führen hohe Energiekosten sowie die Entwicklung der Bauzinsen zu deutlicher Verunsicherung der Kunden.

**Prognoseanpassung für das GJ 2022** In der Konsequenz hat das Management die Gesamtjahresprognose – trotz starker Entwicklung der Gesamtleistung in H1 22 - gesenkt. So erwartet der Konzern nun lediglich einen Umsatz in der Bandbreite zwischen EUR 68-90 Mio., was einen Umsatzrückgang von ca. 23% (Mittelwert) entspricht. Ursprünglich lag die Erwartung bei ca. 15% Wachstum. Ergebnisseitig erwartet Traumhaus nun lediglich „ein ausgeglichenes bis leicht negatives Jahresergebnis“ sowie ein EBITDA „im niedrigen einstelligen Millionenbereich“ (ursprünglich 10-15% der Gesamtleistung). Zwar erwartet das Unternehmen eine Verbesserung der äußeren Umstände in 2023, dämpft hingegen die Erwartungen auf eine schnelle Erholung, da auch in 2023 weiterhin mit anspruchsvollen Marktbedingungen zu rechnen sei.

**Fazit.** Die Prognosesenkung kommt für uns – insbesondere in der Ausprägung – unverhofft, weshalb wir unsere Schätzungen für 2022 im Einklang mit der neuen Prognose senken. Zudem bleiben wir bis auf weiteres mit unseren Schätzungen eher auf der konservativen Seite, weshalb wir unsere Erwartungen auch in den Folgejahren reduzieren. Langfristig bleiben wir jedoch optimistisch, dass Traumhaus als Pionier für innovative Siedlungskonzepte und serielles Bauen in Massivbauweise von zukünftig stark steigender Nachfrage überproportional profitieren wird. Unsere Einschätzung bleibt daher unverändert KAUFEN, jedoch mit reduziertem Kursziel von EUR 14,00 (alt EUR 26,00).

Traumhaus AG	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Umsatz	86,4	85,8	102,1	79,0	94,8	109,0
Wachstum yoy	58,6%	-0,7%	19,0%	-22,7%	20,0%	15,0%
EBITDA	7,4	9,9	13,1	3,1	6,9	8,5
EBIT	6,5	8,6	11,6	1,6	5,3	6,9
Jahresüberschuss	3,5	3,5	6,5	0,1	2,3	3,4
Nettoverschuldung	46,2	54,0	39,0	57,6	66,6	74,6
Nettoversch./EBITDA	6,2x	5,4x	3,0x	18,7x	9,6x	8,8x
Gewinn pro Aktie	0,70	0,74	1,32	0,01	0,47	0,69
Dividende pro Aktie	0,50	0,50	0,60	0,65	0,70	0,75
Dividendenrendite	7,5%	7,5%	9,0%	9,8%	10,5%	11,3%
Rohertagsmarge	19,5%	24,7%	26,0%	18,0%	21,0%	23,0%
EBITDA-Marge	8,6%	11,6%	12,8%	3,9%	7,3%	7,8%
EBIT-Marge	7,6%	10,0%	11,4%	2,0%	5,6%	6,3%
ROCE	8,1%	9,1%	12,1%	1,5%	4,6%	5,8%
EV/EBITDA	10,6x	8,7x	5,5x	29,3x	14,4x	12,6x
EV/EBIT	12,1x	10,1x	6,2x	57,1x	18,7x	15,6x
KGV	8,7x	8,9x	5,0x	577,5x	14,1x	9,6x
FCF-Rendite	-22,4%	-3,2%	19,0%	-46,8%	-17,5%	-14,6%

Quelle: Unternehmensdaten, AlsterResearch



Quelle: Unternehmensdaten, AlsterResearch

**Hoch/Tief 52 W.** 17,00 / 5,80  
**Kurs/Buchwert** 0,9x

### Ticker / Symbols

ISIN DE000A2NB7S2  
 WKN A2NB7S  
 Bloomberg TRU:GR

### Änderung der Prognosen

		Sales	EBIT	EPS
2022E	old	118	11,9	1,48
	Δ	-33,2%	-86,7%	-99,2%
2023E	old	136	14,3	1,75
	Δ	-30,3%	-63,0%	-73,2%
2024E	old	150	13,5	1,63
	Δ	-27,1%	-48,9%	-57,5%

### Aktienkennzahlen

Aktienanzahl (in Mio. Stück) 4,92  
 Buchwert p.A.: (in EUR) 7,50  
 Ø Handelsvolumen: (52 W.) 1.500

### Aktionärsstruktur

Otfried Sinner 69,0%  
 Markus Wenner 5,1%  
 Streubesitz 25,9%

### Unternehmensbeschreibung

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.

# Investment case in sechs Grafiken

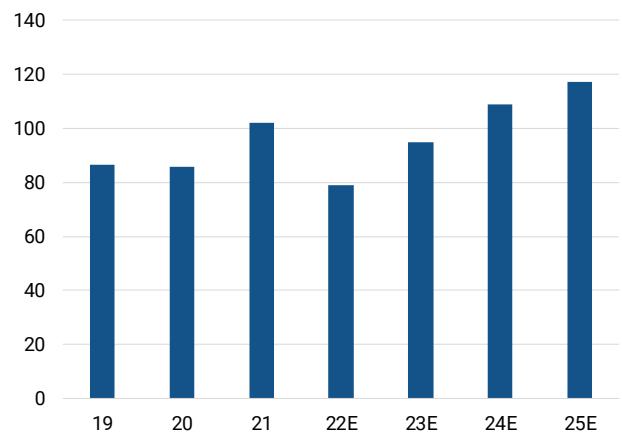
## Agenda bis 2025: Steigerung der jährlich fertiggestellten Einheiten auf bis zu 600

 <b>PRÄSENZ AUSBAUEN</b>	 <b>ZIELGRUPPEN DIVERSIFIZIEREN</b>	 <b>INNOVATIV PRODUZIEREN</b>	 <b>INNOVATIV BETREIBEN</b>	 ● Projekt aktuell/verliegt ● Expansions-Standort
<b>BUNDESWEITES ANGEBOT</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Vertiefung in NRW, Baden-Württemberg, Niedersachsen, Bremen und Hamburg</li> <li>Expansion in Bayern und Berlin-Brandenburg</li> </ul>	<b>ATTRAKTIVE MEHRFAMILIENHÄUSER</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Angebot für Käufer von Eigentumswohnungen, Reihen- und Doppelhäusern</li> <li>Globalverkäufe an institutionelle und private Investoren</li> </ul>	<b>BAUKOMPETENZ-ZENTRUM</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Investition in eine Fertigteilproduktion (Mauerwerksbau)</li> <li>Einsatz innovativer und ökologischer Baumaterialien</li> <li>Optimierung und Digitalisierung von Prozessabläufen</li> </ul>	<b>HAUSTECHNIK IM WANDEL</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Ziel: Energieautonomie</li> <li>Günstige CO<sub>2</sub>-Bilanz</li> <li>Günstige Betriebskosten</li> </ul>	

### Standardisierung in allen Prozessen

<b>PHASE I: SCOUTING</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Areale ab 3.500 m<sup>2</sup></li> <li>Lagen A, B und C</li> </ul>	<b>PHASE II: VORBEREITUNG</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Prüfung Baurecht</li> <li>Prüfung Baugrund</li> <li>Vorplanung, Kalkulation</li> <li>Vertriebstest</li> </ul>
<b>PHASE III: ENTWICKLUNG</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Ankauf</li> <li>Planung</li> <li>Vertrieb</li> </ul>	<b>PHASE IV: REALISIERUNG</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Baukastensystem</li> <li>Geringe Fehlerquoten</li> <li>Preisführerschaft</li> </ul>

### Mittelfristige Umsatzplanung in Mio. EUR (eAR)



### Produktportfolio



### Mauerfertigungsteilewerk Kruft



# SWOT - Analyse

## Stärken

- Mehr als 25 Jahre Erfahrung mit dem Kernprodukt Reihenhaus
- Pionier im seriellen Modulbau
- Reihenhaus als erfolgreiches Serienprodukt
- Angebotspreise unter Marktpreisen
- Serielle Bauweise reduziert Fehlerquellen und schützt vor Ressourcenansprüchen
- Starke Verankerung in der Wachstumsregion Rhein-Main

## Schwächen

- Bislang noch geringe Eigenkapitalquote im Vergleich zu börsennotierten Wettbewerbern
- Geringer Streubesitz und geringe Aktienanzahl schränken die Handelbarkeit der Aktie für Großanleger ein

## Chancen

- Kosten- und Akquisitionssynergien durch Ausbau des Wohnungssegments
- Besondere Expertise bei städtebaulichen Großprojekten schafft hohe Akzeptanz als Baupartner für Kommunen
- Hohe Skalierbarkeit, zum Beispiel durch Expansion in weitere deutsche Wachstumsregionen
- Steigerung des Umsatz- und Gewinnwachstums durch automatisierte Vorfertigung
- Unternehmenswachstum und Kapitalmaßnahmen könnten die Fungibilität der Aktie erhöhen

## Risiken

- Verzögerungen bei der Genehmigung von Bebauungsplänen, insbesondere beim Kauf von großen Grundstücken
- Klumpenrisiko aufgrund von größeren Projekten
- Ungewissheit über den Erfolg der automatisierten Vorfertigung bei neuem Mauerwerk
- Der Erfolg des Unternehmens war bisher eng an eine einzige Person, den CEO und Großaktionär Sinner, geknüpft

# Bewertung

Das DCF-Modell errechnet ein Kursziel von **EUR 14,00**. Unsere Kernannahmen sind:

**Umsatzwachstum:** Wir gehen davon aus, dass Traumhaus AG weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2022-29E bei 7,7% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 2,0%. Dabei erwarten wir einen anhaltenden Trend zum „Wohnen in der grünen Vorstadt“ sowie eine erfolgreiche Erschließung neuer Märkte, die langfristig eine Verdoppelung des Umsatzes ermöglichen.

**EBIT-Margen.** Das skalierbare Geschäftsmodell sollte langfristig EBIT-Margen von rund 8% ermöglichen, die angesichts der hohen Wettbewerbsqualität aufgrund der geografischen Größe und des Know-hows vertretbar erscheinen. Dementsprechend modellieren wir langfristig EBIT-Margen in ähnlicher Größenordnung.

**WACC.** Das durchschnittliche historische 1-, 3- und 5-Jahres-Aktienbeta beträgt 1,50. Ohne Berücksichtigung des Mean Reversion ergibt sich ein Asset-Beta von 0,74. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und eine Risikoprämie von 6,0% ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 8,0%. Bei Fremdkapitalkosten vor Steuern von 5,0%, einer Steuerquote von 30,0% und einer Zielverschuldung/Eigenkapital von 0,5, ergibt sich ein langfristiges WACC von 6,5%.

DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Endwert
NOPAT	1,1	3,7	4,8	6,1	6,8	7,0	7,2	7,3	
Abschreibung & Amortis.	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	
Änderung des w/c	-7,4	-9,5	-9,0	-5,1	-4,5	-0,5	-0,5	0,4	
Änderung Rückstellungen	-8,4	1,4	1,3	0,7	0,5	0,3	0,3	0,2	
Capex	-1,4	-1,7	-1,9	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	
Cash flow	-14,6	-4,4	-3,2	1,3	2,4	6,3	6,6	7,4	167,5
Barwert (Gegenwartswert)	-14,5	-4,1	-2,8	1,1	1,8	4,6	4,5	4,7	107,1
WACC	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%

DCF pro Aktie abgeleitet aus	
Gesamter Barwert	102,3
Adj. Halbjahres-Barwert	105,6
Nettoverschuldung	39,0
Finanzanlagen	2,3
Rückstellungen	na
Wert des Eigenkapitals	68,9
Anzahl ausstehender Aktien	4,9
<b>Discountierter Cash Flow / Aktie</b>	<b>14,00</b>
<b>Discount / (Prämie)</b>	<b>110,5%</b>
<b>Aktienkurs</b>	<b>6,65</b>

DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Planungshorizont durchsch. Wachstum (2022E - 2029E)	7,7%
Endwert Wachstum (2029E - Unendlichkeit)	2,0%
Endwert ROCE	7,7%
Endwert WACC	6,5%

WACC abgeleitet aus	
Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	5,0%
Steuersatz	30,0%
Beta	1,50
Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen)	0,74
Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	0,5
Relevered beta	1,00
Risikoloser Zins	2,0%
Risikoprämie	6,0%
Eigenkapitalkosten	8,0%

Sensitivitätsanalyse DCF									
		Langfristige Wachstumsrate					Anteil Endwert		
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%			
WACC	2,0%	3,0	3,9	5,0	6,2	7,6	2022E - 2025E	-19,9%	
	1,0%	5,9	7,1	8,7	10,5	12,7	2026E - 2029E	15,2%	
	0,0%	9,7	11,7	14,0	16,9	20,7	Endwert	104,7%	
	-1,0%	15,4	18,5	22,4	27,7	35,1			
	-2,0%	24,3	29,8	37,6	49,2	68,6			



Aufgrund der Tatsache, dass Unternehmen in Bezug auf geografische Exposition, Größe oder Wettbewerbsstärke selten genügend Ähnlichkeit mit Konkurrenten aufweisen, und um die Fallstricke einer schwachen langfristigen Sichtbarkeit auszugleichen, wurde eine Analyse des bereinigten freien Cashflows (bereinigter FCF) durchgeführt.

**Die bereinigte Free Cash Flow Rendite ergibt einen fairen Wert von EUR -3,85 pro Aktie auf der Basis von 2022E und EUR 12,45 pro Aktie auf der Basis von 2026E.**

Die Hauptstellschraube dieses Modells ist die Höhe der Rendite, die einem kontrollierenden Investor zur Verfügung steht, beeinflusst durch die Kapitalkosten dieses Investors (Opportunitätskosten) und dem Kaufpreis - in diesem Fall dem Unternehmenswert des Unternehmens. Hier wird die bereinigte FCF-Rendite als Proxy für die erforderliche Rendite verwendet und ist definiert als EBITDA abzüglich Minderheitsbeteiligungen, Steuern und Investitionen, die zur Erhaltung des vorhandenen Vermögens erforderlich sind (Erhaltungsinvestitionen).

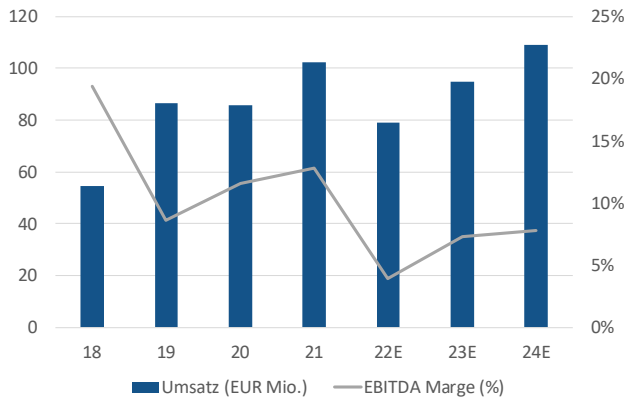
FCF Rendite EUR Mio.	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>EBITDA</b>	<b>3,1</b>	<b>6,9</b>	<b>8,5</b>	<b>10,3</b>	<b>11,4</b>
- Erhaltungsinvestitionen	1,1	1,6	2,1	2,2	1,7
- Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Steuerzahlungen	0,0	1,0	1,5	2,0	2,3
<b>= Adjustierter FCF</b>	<b>2,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>	<b>6,1</b>	<b>7,4</b>
<b>Aktuelle MarketCap</b>	<b>32,7</b>	<b>32,7</b>	<b>32,7</b>	<b>32,7</b>	<b>32,7</b>
+ Nettoversch. (-cash)	57,6	66,6	74,6	78,4	81,4
+ Pensionsverpfl.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Off-B/S Finanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Fin. Vermögensgegenstände	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
- Kumulierte Dividenden	3,0	6,2	9,6	13,3	17,2
<i>EV Adjustierungen</i>	52,4	58,2	62,8	62,9	61,9
<b>= Richtiger EV</b>	<b>85,1</b>	<b>90,9</b>	<b>95,5</b>	<b>95,6</b>	<b>94,7</b>
<b>Adjustierte FCF-Rendite</b>	<b>2,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,4%</b>	<b>7,8%</b>
Basis Hurdle Rate	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
ESG Adjustierung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Adj. Hurdle Rate	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
<b>Fairer EV</b>	<b>33,4</b>	<b>72,1</b>	<b>82,4</b>	<b>101,8</b>	<b>123,2</b>
- EV Adjustierung	52,4	58,2	62,8	62,9	61,9
<b>Faire MarketCap</b>	<b>-18,9</b>	<b>13,9</b>	<b>19,6</b>	<b>38,9</b>	<b>61,3</b>
Anzahl Aktien (Mio.)	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
<b>Fairer Wert je Aktie EUR</b>	<b>-3,85</b>	<b>2,83</b>	<b>3,98</b>	<b>7,90</b>	<b>12,45</b>
<b>Prämie (-) / Discount (+)</b>	<b>-157,8%</b>	<b>-57,5%</b>	<b>-40,2%</b>	<b>18,8%</b>	<b>87,2%</b>

Sensitivitätsanalyse fairer Wert						
	4,0%	-0,5	10,1	12,3	18,2	25,0
	5,0%	-2,5	5,8	7,3	12,0	17,5
<b>Adj. Hurdle Rate</b>	<b>6,0%</b>	<b>-3,8</b>	<b>2,8</b>	<b>4,0</b>	<b>7,9</b>	<b>12,4</b>
	7,0%	-4,8	0,7	1,6	4,9	8,9
	8,0%	-5,5	-0,8	-0,2	2,7	6,2

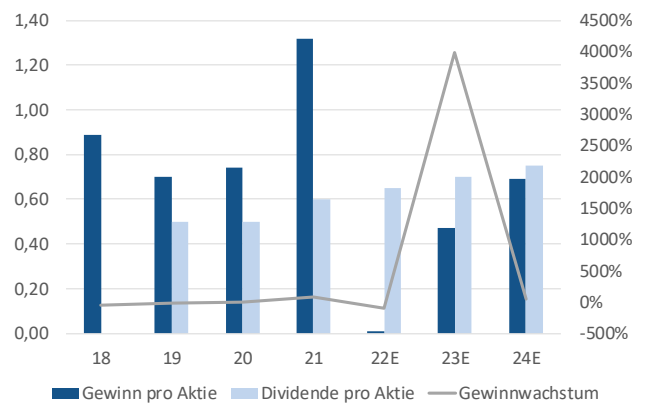
Einfach ausgedrückt geht das Modell davon aus, dass die Investoren von den Unternehmen eine Mindestrendite auf den Kaufpreis des Investors verlangen. Die geforderte Rendite nach Steuern entspricht der Hürde des Modells von 6,0%. Eine geringere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie teuer ist; eine höhere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie günstig ist. **Basierend auf dem gesamten Leeway ESG-Score können ESG-Anpassungen anwendbar sein. Eine hohe Punktzahl deutet auf ein hohes Bewusstsein für ökologische, soziale oder Governance-Themen hin und kann daher das Gesamtrisiko einer Investition in das Unternehmen senken. Eine niedrige Punktzahl hingegen kann das Risiko einer Investition erhöhen und somit eine höhere erforderliche Hurdle Rate auslösen.**

# Finanzen in sechs Grafiken

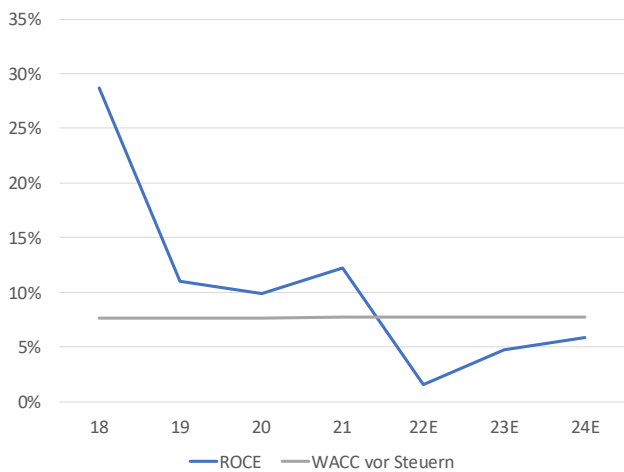
**Umsatz vs. EBITDA-Margen-Entwicklung**



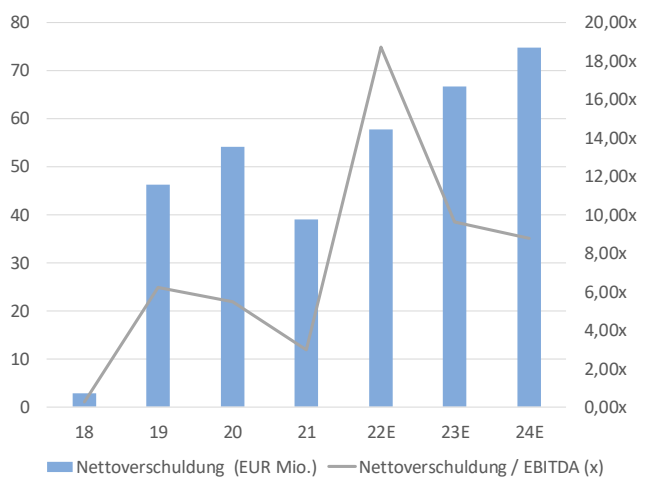
**Gewinn & Dividende pro Aktie in EUR**



**ROCE vs. WACC (vor Steuern)**



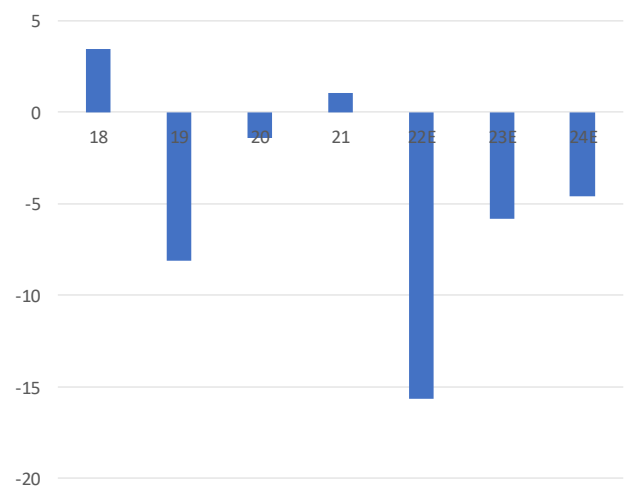
**Nettoverschuldung und Nettoverschuldung/EBITDA**



**Capex & Veränd. Working Capital in EUR Mio.**



**Free Cash Flow in EUR Mio.**



Quelle: Unternehmensdaten, AlsterResearch

## Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>86,4</b>	<b>85,8</b>	<b>102,1</b>	<b>79,0</b>	<b>94,8</b>	<b>109,0</b>
Umsatzwachstum	58,6%	-0,7%	19,0%	-22,7%	20,0%	15,0%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	-13,0	15,4	12,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamumsatz</b>	<b>73,4</b>	<b>101,2</b>	<b>114,2</b>	<b>79,0</b>	<b>94,8</b>	<b>109,0</b>
Materialaufwendungen	56,5	80,0	87,6	64,8	74,9	83,9
<b>Bruttogewinn</b>	<b>16,9</b>	<b>21,2</b>	<b>26,6</b>	<b>14,2</b>	<b>19,9</b>	<b>25,1</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,6	1,5	2,3	0,4	0,5	0,5
Personalaufwendungen	4,1	4,6	6,1	4,0	4,5	5,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,0	8,1	9,7	7,5	9,0	12,0
<b>EBITDA</b>	<b>7,4</b>	<b>9,9</b>	<b>13,1</b>	<b>3,1</b>	<b>6,9</b>	<b>8,5</b>
Abschreibung	0,9	0,7	0,7	1,5	1,6	1,6
EBITA	6,5	9,3	12,3	1,6	5,3	6,9
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0,0	0,7	0,7	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>6,5</b>	<b>8,6</b>	<b>11,6</b>	<b>1,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,9</b>
Finanzergebnis	-2,0	-2,5	-2,0	-1,5	-2,0	-2,0
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	4,5	6,0	9,6	0,1	3,3	4,9
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	4,5	6,0	9,6	0,1	3,3	4,9
Steuern	1,7	1,7	3,1	0,0	1,0	1,5
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	2,8	4,3	6,5	0,1	2,3	3,4
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,8</b>	<b>4,3</b>	<b>6,5</b>	<b>0,1</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>
Minderheitsbeteiligung	0,7	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	3,5	3,5	6,5	0,1	2,3	3,4
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	4,61	4,75	4,92	4,92	4,92	4,92
<b>Gewinn pro Aktie (berichtet)</b>	<b>0,70</b>	<b>0,74</b>	<b>1,32</b>	<b>0,01</b>	<b>0,47</b>	<b>0,69</b>

Profit and loss (common size)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	-15%	18%	12%	0%	0%	0%
<b>Gesamumsatz</b>	<b>85%</b>	<b>118%</b>	<b>112%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Materialaufwendungen	65%	93%	86%	82%	79%	77%
<b>Bruttogewinn</b>	<b>20%</b>	<b>25%</b>	<b>26%</b>	<b>18%</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1%	2%	2%	1%	1%	1%
Personalaufwendungen	5%	5%	6%	5%	5%	5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7%	9%	9%	10%	10%	11%
<b>EBITDA</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>4%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>
Abschreibung	1%	1%	1%	2%	2%	1%
EBITA	8%	11%	12%	2%	6%	6%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0%	1%	1%	0%	0%	0%
<b>EBIT</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>2%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>
Finanzergebnis	-2%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	5%	7%	9%	0%	3%	4%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	5%	7%	9%	0%	3%	4%
Steuern	2%	2%	3%	0%	1%	1%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	3%	5%	6%	0%	2%	3%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>0%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>
Minderheitsbeteiligung	1%	-1%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss (berichtet)</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>	<b>0%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch



Bilanz (in EUR Mio.)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Goodwill	5,1	3,9	2,8	2,8	2,8	2,8
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	2,8	3,7	9,3	9,2	9,2	9,5
Finanzielle Vermögenswerte	2,1	1,3	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>10,1</b>	<b>9,0</b>	<b>14,4</b>	<b>14,2</b>	<b>14,3</b>	<b>14,6</b>
Vorräte	98,3	72,7	59,9	79,8	87,3	94,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,8	28,3	36,0	21,2	24,9	28,1
Sonstiges Umlaufvermögen	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Barmittel	5,3	3,1	4,2	9,8	5,9	1,5
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	7,3	4,9	1,7	1,2	1,4	1,6
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>129,6</b>	<b>110,2</b>	<b>103,2</b>	<b>113,4</b>	<b>120,9</b>	<b>127,3</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>139,7</b>	<b>119,3</b>	<b>117,5</b>	<b>127,6</b>	<b>135,2</b>	<b>141,9</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>23,2</b>	<b>28,4</b>	<b>36,9</b>	<b>34,0</b>	<b>33,2</b>	<b>33,1</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Schulden	51,5	57,1	43,2	61,5	66,1	69,4
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Rückstellungen	5,5	8,2	15,6	7,2	8,6	9,9
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>57,0</b>	<b>65,3</b>	<b>58,8</b>	<b>68,6</b>	<b>74,7</b>	<b>79,3</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	0,0	0,0	0,0	6,0	6,4	6,7
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	48,3	20,8	13,2	14,2	15,2	16,2
Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	11,1	4,7	8,5	4,7	5,7	6,5
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive Rechnungsabgrenzung	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>59,5</b>	<b>25,6</b>	<b>21,8</b>	<b>24,9</b>	<b>27,3</b>	<b>29,5</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>139,7</b>	<b>119,3</b>	<b>117,5</b>	<b>127,6</b>	<b>135,2</b>	<b>141,9</b>

Bilanz (common size)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Goodwill	4%	3%	2%	2%	2%	2%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	2%	3%	8%	7%	7%	7%
Finanzielle Vermögenswerte	2%	1%	2%	2%	2%	2%
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>
Vorräte	70%	61%	51%	63%	65%	67%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13%	24%	31%	17%	18%	20%
Sonstiges Umlaufvermögen	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Barmittel	4%	3%	4%	8%	4%	1%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	5%	4%	1%	1%	1%	1%
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>93%</b>	<b>92%</b>	<b>88%</b>	<b>89%</b>	<b>89%</b>	<b>90%</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>17%</b>	<b>24%</b>	<b>31%</b>	<b>27%</b>	<b>25%</b>	<b>23%</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	37%	48%	37%	48%	49%	49%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	4%	7%	13%	6%	6%	7%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>41%</b>	<b>55%</b>	<b>50%</b>	<b>54%</b>	<b>55%</b>	<b>56%</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	0%	0%	0%	5%	5%	5%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	35%	17%	11%	11%	11%	11%
Anzahlungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Verbindlichkeiten	8%	4%	7%	4%	4%	5%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Passive Rechnungsabgrenzung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>43%</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Cash flow statement (EUR Mio.)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Jahresüberschuss/Verlust	3,2	3,5	6,5	0,1	2,3	3,4
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	1,2	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6
Abschreibung von Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	3,0	6,9	10,2	-8,4	1,4	1,3
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	7,5	11,8	18,1	-6,9	5,4	6,3
Veränderung des Bestands	0,0	0,0	0,0	-19,9	-7,5	-7,5
Veränderung der Lieferung und Leistungen	0,0	0,0	0,0	14,8	-3,7	-3,1
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	-13,4	-12,1	-11,2	-3,3	0,7	0,6
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	-13,4	-12,1	-11,2	-7,4	-9,5	-9,0
<b>Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten</b>	<b>-6,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>6,9</b>	<b>-14,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>-2,7</b>
CAPEX	-2,2	-1,1	-5,9	-1,4	-1,7	-1,9
Zahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-5,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,9</b>
Mittelfluss vor Finanzierung	-8,5	-1,3	1,1	-15,7	-5,8	-4,6
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	0,0	0,0	0,0	24,2	5,1	3,6
Kauf eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	4,1	2,0	2,9	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	0,0	-0,3	-0,9	-3,0	-3,2	-3,4
Sonstige	-2,2	-2,5	-2,0	0,0	0,0	0,0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,0</b>	<b>21,3</b>	<b>1,9</b>	<b>0,2</b>
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	-6,6	-2,2	1,1	5,6	-4,0	-4,4
<b>Flüssige Mittel am Ende der Periode</b>	<b>5,3</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>9,8</b>	<b>5,9</b>	<b>1,5</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Deutschland	54,4	86,4	85,8	102,1	79,0	94,8
Europa (ex Deutschland)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amerika	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Asien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rest der Welt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>86,4</b>	<b>85,8</b>	<b>102,1</b>	<b>79,0</b>	<b>94,8</b>	<b>109,0</b>

Regionale Umsatzverteilung (common size)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Deutschland	63,0%	100,7%	84,0%	129,3%	83,3%	87,0%
Europa (ex Deutschland)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Amerika	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Asien	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rest der Welt	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Kennzahlen	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Daten pro Aktie</b>						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	0,76	0,74	1,32	0,01	0,47	0,69
Cash Flow pro Aktie	-1,49	-0,21	1,26	-3,11	-1,17	-0,97
Buchwert pro Aktie	5,04	5,98	7,50	6,91	6,73	6,73
Dividende pro Aktie	0,50	0,50	0,60	0,65	0,70	0,75
<b>Bewertung</b>						
KGV	8,7x	8,9x	5,0x	577,5x	14,1x	9,6x
Kurs/CF	-4,5x	-31,0x	5,3x	-2,1x	-5,7x	-6,9x
Preis/Buchwert	1,3x	1,1x	0,9x	1,0x	1,0x	1,0x
Dividendenrendite (%)	7,5%	7,5%	9,0%	9,8%	10,5%	11,3%
FCF-Rendite (%)	-22,4%	-3,2%	19,0%	-46,8%	-17,5%	-14,6%
Unternehmenswert/Umsatz	0,9x	1,0x	0,7x	1,1x	1,0x	1,0x
Unternehmenswert/EBITDA	10,6x	8,7x	5,5x	29,3x	14,4x	12,6x
Unternehmenswert/EBIT	12,1x	10,1x	6,2x	57,1x	18,7x	15,6x
<b>G&amp;V (EUR Mio.)</b>						
Umsatz	86,4	85,8	102,1	79,0	94,8	109,0
Wachstum Veränderung (%)	58,6%	-0,7%	19,0%	-22,7%	20,0%	15,0%
Rohertrag	16,9	21,2	26,6	14,2	19,9	25,1
Rohertragsmarge (%)	19,5%	24,7%	26,0%	18,0%	21,0%	23,0%
EBITDA	7,4	9,9	13,1	3,1	6,9	8,5
EBITDA Marge (%)	8,6%	11,6%	12,8%	3,9%	7,3%	7,8%
EBIT	6,5	8,6	11,6	1,6	5,3	6,9
EBIT Marge (%)	7,6%	10,0%	11,4%	2,0%	5,6%	6,3%
Jahresüberschuss	3,5	3,5	6,5	0,1	2,3	3,4
<b>Kapitalflussrechnung</b>						
Operativer Cashflow	-6,0	-0,3	6,9	-14,3	-4,1	-2,7
Investitionen	-2,2	-1,1	-5,9	-1,4	-1,7	-1,9
Erhaltungsinvestitionen	0,9	0,7	0,7	1,1	1,6	2,1
Freier Cash Flow	-8,1	-1,4	1,0	-15,7	-5,8	-4,6
<b>Bilanz (EUR Mio.)</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	5,2	4,0	2,8	2,8	2,8	2,8
Materielle Vermögensgegenstände	2,8	3,7	9,3	9,2	9,2	9,5
Eigenkapital	23,2	28,4	36,9	34,0	33,2	33,1
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	57,0	65,3	58,8	74,6	81,1	86,0
Netto-Finanzverbindlichkeiten	46,2	54,0	39,0	57,6	66,6	74,6
w/c Anforderungen	67,8	80,1	82,7	86,8	97,0	106,7
<b>Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite (ROE)	12,1%	15,1%	17,5%	0,2%	7,0%	10,3%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	8,1%	9,1%	12,1%	1,5%	4,6%	5,8%
Nettoverschuldung	198,9%	189,8%	105,5%	169,2%	200,9%	225,4%
Nettoverschuldung / EBITDA	6,2x	5,4x	3,0x	18,7x	9,6x	8,8x

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

## Interessenskonflikt

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	Disclosure
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. Organisatorische Vorkehrungen** 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 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. Ausführliche Informationen zu den verwendeten Bewertungsgrundlagen bzw. Methoden und den zugrunde gelegten Annahmen finden Sie unter <https://www.alsterresearch.com>.

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. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung dieser Finanzanalyse:**  
30-Nov-22 11:13:03

## 6. Risikohinweise

- Börsenanlagen und Anlagen in Unternehmen (Aktien) sind immer spekulativ und beinhalten das Risiko des Totalverlustes.
- Dies gilt insbesondere in Bezug auf Anlagen in Unternehmen, die nicht etabliert sind und/oder klein sind und keinen etablierten Geschäftsbetrieb und Firmenvermögen haben.
- Aktienkurse können erheblich schwanken. Dies gilt insbesondere bei Aktien, die nur über eine geringe Liquidität (Marktbreite) verfügen. Hier können auch nur geringe Aufträge erheblichen Einfluss auf den Aktienkurs haben.
- Bei Aktien in engen Märkten kann es auch dazu kommen, dass dort überhaupt kein oder nur sehr geringer tatsächlicher Handel besteht und veröffentlichte Kurse nicht auf einem tatsächlichen Handel beruhen, sondern nur von einem Börsenmakler gestellt worden sind.
- Ein Aktionär kann bei solchen Märkten nicht damit rechnen, dass er für seine Aktien einen Käufer überhaupt und/oder zu angemessenen Preisen findet.
- In solchen engen Märkten besteht eine sehr hohe Möglichkeit zur Manipulation der Kurse und der Preise in solchen Märkten kommt es oft auch zu erheblichen Preisschwankungen.
- Eine Investition in Wertpapiere mit geringer Liquidität, sowie niedriger Börsenkapitalisierung ist daher höchst spekulativ und stellt ein sehr hohes Risiko dar.
- Bei nicht börsennotierten Aktien und Papieren besteht kein geregelter Markt und ein Verkauf ist nicht oder nur auf individueller Basis möglich.

**7. 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.

**8. 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.

**9. 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.

**10. 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 kostenfrei veröffentlicht unter: <https://www.alsterresearch.com>.

## Kontakt

**SRH AlsterResearch AG**  
Himmelstr. 9  
22299 Hamburg

Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [info@alsterresearch.com](mailto:info@alsterresearch.com)

### Sales

**MARKUS KÖNIG-WEISS**  
Head of Sales  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [mkw@alsterresearch.com](mailto:mkw@alsterresearch.com)

### Team Assistant

**HANNAH GABERT**  
Team Assistant  
Tel: +49 40 309 293-53  
E-Mail: [h.gabert@alsterresearch.com](mailto:h.gabert@alsterresearch.com)

**mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG**  
Rottenbucher Straße 28  
82166 Gräfelfing

Tel: +49 89 85852-0  
Fax: +49 89 85852-505  
E-Mail: [info@mwbfairtrade.com](mailto:info@mwbfairtrade.com)

Unser Research ist ebenfalls abrufbar unter

## Research

**HARALD HOF**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [h.hof@alsterresearch.com](mailto:h.hof@alsterresearch.com)

**LEVENT YILMAZ**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [l.yilmaz@alsterresearch.com](mailto:l.yilmaz@alsterresearch.com)

**KATHARINA SCHLÖTER**  
Analyst  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [k.schloeter@alsterresearch.com](mailto:k.schloeter@alsterresearch.com)

**THOMAS WISSLER**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-58  
E-Mail: [t.wissler@alsterresearch.com](mailto:t.wissler@alsterresearch.com)

**DR. OLIVER WOJAHN, CFA**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-55  
E-Mail: [o.wojahn@alsterresearch.com](mailto:o.wojahn@alsterresearch.com)

**ALEXANDER ZIENKOWICZ**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-56  
E-Mail: [a.zienkowicz@alsterresearch.com](mailto:a.zienkowicz@alsterresearch.com)

## Equity Capital Markets / Trading

**KAI JORDAN**  
Member of the Board  
Tel: +49 40 36 0995-22  
E-Mail: [kjordan@mwbfairtrade.com](mailto:kjordan@mwbfairtrade.com)

**ALEXANDER DEUSS**  
Head of Institutional Sales  
Tel: +49 40 36 0995-22  
E-Mail: [adeuss@mwbfairtrade.com](mailto:adeuss@mwbfairtrade.com)

**SASCHA GUENON**  
Head of Designated Sponsoring  
Tel: +49 40 360 995 - 23  
E-Mail: [sguenon@mwbfairtrade.com](mailto:sguenon@mwbfairtrade.com)

**RESEARCH HUB** [www.research-hub.de](http://www.research-hub.de)

**BLOOMBERG** [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

**FACTSET** [www.factset.com](http://www.factset.com)

**THOMSON REUTERS / REFINITIV** [www.refinitiv.com](http://www.refinitiv.com)

**CAPITALIQ** [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)