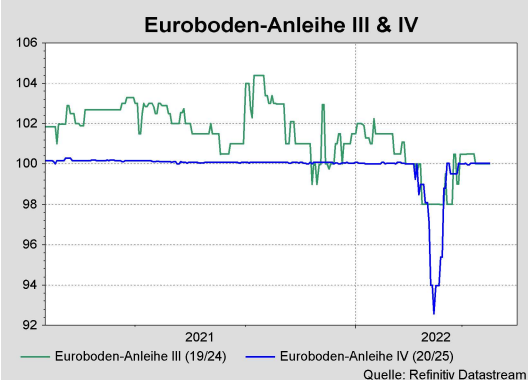


Euroboden GmbH

Attraktiv (Attraktiv)

Mitte Bid-Ask (14.04.2022)	99,5 %
Yield-to-Maturity	5,7%
Kupon	5,50% p.a.
Emissionsvolumen	bis zu 75 Mio. €
davon platziert	>50 Mio. €
Nennbetrag/Stückelung	1.000 €
Zinszahlung	halbjährlich
Fälligkeit	18.11.2025
ISIN	DE000A289EM6
Marktsegment	Freiverkehr Frankfurt
Homepage	www.euroboden.de

Kennzahlen und Prognosen		Gj. Ende: 30.09.			
in Mio. €	20/21	21/22e	22/23e	23/24e	
Umsatz	81,3	85,1	115,8	133,2	
Gesamtleistung	136,3	132,0	146,9	155,9	
EBITDA	35,8	34,1	37,2	39,7	
EBITDA-Marge	44,1%	40,1%	32,2%	29,2%	
EBIT	34,9	33,1	36,3	38,9	
EBIT-Marge	42,9%	38,9%	31,4%	29,2%	
Konzernjahresüberschuss	18,6	17,5	19,1	19,8	
Nettofinanzschulden	266,9	319,2	333,8	339,1	
EK-Quote	19,8%	20,1%	21,5%	21,4%	
Verschuldungsgrad	7,4	9,4	9,0	8,5	
Zinsdeckungsgrad	3,5	3,3	3,3	3,1	



Finanzkalender

- Juli 2022 Halbjahresbericht 2021/22
- 03.10.2022 Zinszahlung Anleihe 2019/2024
- 18.11.2022 Zinszahlung Anleihe 2020/2025

Analysten

Nico Löchner
 Tel.: +49 (0) 6131 – 48 60 653
 nloechner@solventis.de

Euroboden schließt 2020/21 erfolgreich ab

2020/21 geht bei Euroboden als zweitbestes Jahr der Unternehmensgeschichte ein. Der auf architektonisch anspruchsvolle Immobilien spezialisierte Projektentwickler steigerte den Umsatz um 22,9% auf 81,3 Mio. € (Vj. 66,1 Mio. €). Die Gesamtleistung legte ebenfalls deutlich auf 136,3 Mio. € (Vj. 123,2 Mio. €) zu. Die bessere Topline Performance machte sich auch bei den Ergebniskennzahlen bemerkbar. Das EBIT erreichte 34,9 Mio. € nach 27,1 Mio. € im Vorjahr. Durch den auf 18,7 Mio. € (+22,4% yoy) gestiegenen Konzernjahresüberschuss nahm das Eigenkapital auf 72,2 Mio. € zu. Für das aktuelle Geschäftsjahr erwartet Euroboden weitgehend konstante Zahlen bei Gesamtleistung, EBT und Konzernjahresüberschuss. Wir halten die Euroboden Anleihe IV weiterhin für attraktiv.

Die Platzierung der Anleihe IV schreitet weiter voran, mittlerweile wurden über 50 Mio. € bei Investoren abgesetzt. Die zweite Euroboden Anleihe (2017/2022) wurde gekündigt und im Aug. 2021 zu 102% zurückgezahlt. Die freie Liquidität belief sich zum 30.09.21 auf 41,5 Mio. €.

Die Pipeline besteht aus ca. 30 Projekten mit einem potenziellen Verkaufsvolumen von aktuell 2,0 Mrd. €. Die stillen Reserven der Pipeline betragen laut Euroboden über 100 Mio. €. Nach unserer Einschätzung dürften sich diese mittlerweile auf 130-150 Mio. € belaufen. Die deutlichen Preissteigerungen an den Kernimmobilienmärkten Berlin und München machen sich hier bemerkbar. Trotz der teilweise hohen Preise findet Euroboden weiterhin interessante Grundstücke mit großem Entwicklungspotenzial.

Dass die Euroboden-Philosophie in allen Preisklassen funktioniert, soll in München gezeigt werden, wo eine Ausschreibung für billiges Wohnen (Mietpreis von 9,99€) gewonnen wurde. Die Planung sieht den Bau eines Holzhauses mit 5.500 m² Geschossfläche vor. Nicht nur bei diesem Projekt spielt Nachhaltigkeit für Euroboden eine wichtige Rolle. ESG Kriterien werden bei allen Projekten beachtet. Mehr dazu enthält der erstmals auf der Webseite veröffentlichte ESG Bericht.

Die steigenden Baumaterialpreise bekommt auch Euroboden zu spüren. Durch Probleme in der Lieferkette kommt es vereinzelt zu Verzögerungen bei der Fertigstellung der Projekte. Die aktuelle Zinsentwicklung ist für Euroboden beherrschbar. Da die Wohnungen meist von den Käufern genutzt werden, dürfte der negative Einfluss im Vergleich zu Mietobjekten geringer sein. Dennoch benötigen Kunden mittlerweile mehr Zeit für eine Kaufentscheidung. Neben dem Zinsumfeld spielt dabei auch der Krieg in der Ukraine eine Rolle.

Die Entwicklungen am deutschen Immobilienmarkt

Der deutsche Wohnimmobilienmarkt hat sich 2021 erneut sehr gut entwickelt; die Kaufpreise stiegen laut Statistischem Bundesamt deutschlandweit um 11,0% (Q4'21: 12,2%) und in den Top-7-Städten im Q4'2021 um 12,7% (yoy). Im Folgenden blicken wir auf die Entwicklung der für Euroboden relevanten Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkte. Dazu verwenden wir die Zahlen von JLL für Ende 2021.

In **Berlin** zogen die Preise für Eigentumswohnungen weiter an. Der Angebotskaufpreis (Median) legte um 11,6% auf 5.560 €/m² zu. Im Spitzensegment verteuerten sich die Preise sogar um 16,6% auf 8.730 €/m². Im Neubausegment lagen die Preissteigerungen im Durchschnitt bei 13,3%. Die Preise im Spitzensegment erhöhten sich auf 10.750 €/m² (Vj. 9.190 €/m²). Unterschiedlich war die Entwicklung auf dem Büromarkt. Einerseits stiegen die Spitzenmieten um 2,6% auf 39,00 €/m², andererseits nahm die Leerstandsquote von 2,8% auf 4,1% zu.

In **München** stiegen die Angebotspreise für Wohnimmobilien um 12,7% auf 9.750 €/m² (Median). Wie in Berlin waren die Preissteigerungen im Spitzensegment mit 22,2% (obere 10%: 15.330 €/m²) besonders hoch. Die Preise für Neubauten lagen rund 1.000-2.000 €/m² über den durchschnittlichen Angebotspreisen. Auf dem Büromarkt konnte eine Steigerung der Spitzenmieten auf 42,00 €/m² (+2,4%) beobachtet werden. Die Leerstandsquote erhöhte sich von 3,5% auf 3,9%.

Auch in **Düsseldorf** und **Frankfurt** gab es weiterhin steigende Preise im Wohnbereich. In Düsseldorf wuchsen die Angebotspreise um 14,0% (Neubau: 6,8%, Spitzensegment: 18,7%) und in Frankfurt um 5,3% (Neubau: 1,1%, Spitzensegment: 7,0%). Im Büromarkt gab es bei den Mieten hingegen keine großen Änderungen. In Frankfurt stieg der Spitzenmietsatz um 2,4% auf 42,50 €/m², während er in Düsseldorf bei 28,50 €/m² verharnte. Die Leerstandsquoten zogen in beiden Städten an und erreichten in Düsseldorf 7,8% (Vj. 6,8%) und in Frankfurt 7,7% (Vj. 6,1%).

Pipeline: Weiter Fokus auf Wohnen

Euroboden besitzt zurzeit eine Projektpipeline mit einem Verkaufsvolumen von ~2,0 Mrd. €. Die Pipeline umfasst ca. 30 Projekte in der Metropolregion München, in Berlin und in Düsseldorf. Davon befinden sich 8 Projekte in der Verkaufs-/Vermarktungsphase. Bei rund 2/3 aller Projekte handelt es sich um Wohnprojekte und beim Rest überwiegend um Büro-/Gewerbeimmobilien. Auch in Zukunft will Euroboden weiter schwerpunktmäßig auf Wohnimmobilien setzen und bei Marktopportunitäten Gewerbeimmobilien hinzufügen. Bei den Zielmärkten liegt der Fokus weiterhin auf den Metropolregionen München und Berlin. Aber auch Projekte in der Region West, insbesondere in Frankfurt und Düsseldorf sind möglich. Das anvisierte Projektvolumen für Neuprojekte umfasst 30 Mio. € bis 200 Mio. €, wobei Klumpenrisiken vermieden werden sollen. Die Zahl an Projekten soll vorerst nicht weiter erhöht werden. Die Münchner streben eine Pipeline im Bereich von 20 bis 25 Projekten an. Es ist erklärtes Ziel, mit Bedacht zu wachsen und einen Großteil der Gewinne im Unternehmen zu belassen.

Damit das architektonische Konzept auch in den niedrig bis mittleren Preissegmenten (siehe Lion-Feuchtwanger 61) hohe Margen ermöglicht, setzt Euroboden in diesen Projekten auf serielle Fertigung und greift auf regenerative Materialien wie Holz zurück. Die Verwendungen von Standardprodukten reduziert ebenfalls die Baukosten.

Ausgewählte Projekte

In Berlin (Mahrzahn-Hellersdorf) baut Euroboden zurzeit in der **Lion-Feuchtwanger 61** zwei Wohnhäuser in Fertigbauweise mit insgesamt 124 Wohneinheiten. Mit der Fertigstellung ist 2023 zu rechnen. Die Verkaufspreise für die Wohnungen dürften unter 10.000 €/m² liegen.

In Aschheim (Münchner Umland) entsteht in der **Karl-Hammerschmidt-Straße** eine Bestandsimmobilie (Internetauftritt: hammerschmidt.euroboden.de). Neben der sehr guten Lage (unmittelbar in der Nähe zur S-Bahn) soll die Immobilie auch mit einem modernen Bürokonzept (Sportbereich, ...) überzeugen. Bei dem Bürokomplex wurden die Rohbaumaßnahmen in der Zwischenzeit abgeschlossen. Die Fertigstellung ist für Ende 2022 geplant. Aktuell befindet sich Euroboden in Gesprächen mit interessierten Mietern.

Für viel Aufmerksamkeit sorgte in den letzten Jahren das Projekt **Derzbachhof** (Webseite: derzbachhof.euroboden.de). Auf dem ältesten Bauernhof in München erbaut Euroboden Wohnungen in Holzhybridbauweise. Mit der Fertigstellung ist im Q2'2022 zu rechnen. Von den 17 Wohnungen wurden bereits 15 verkauft.

Projektfortschritte und Pipeline

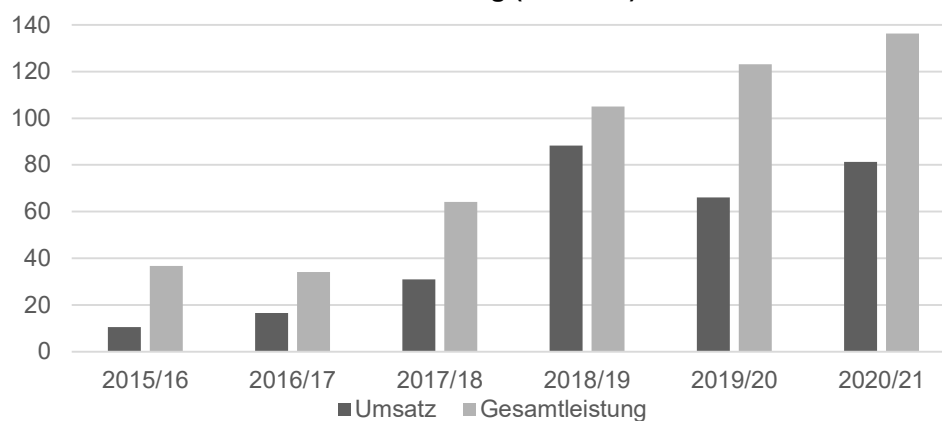
2021 wurde das Projekt **Erhardt 10** in München abgeschlossen und in Kürze wird das Projekt **Kohlberg 5** erfolgreich beendet. Fortschritte erzielte Euroboden bei der Entwicklung der Grundstücke. So konnten im Gj. 2020/21 für zwei Projekte Baurechte geschaffen werden. Für ein Wohnprojekt in der Nähe von München wurde die Baugenehmigung erteilt: Der Bau der vier Reihenhäuser mit insgesamt 24 Wohnungen startete im Q4'2021. Mit der Vermarktung wird im Q2'2022 begonnen. Auch im Bürobereich kam Euroboden voran: in München erhielt ein Projekt einen positiven Bauvorbescheid.

Bei der Akquisition neuer Projekte kann Euroboden weiter punkten. Die Münchner erwarben 2021 eine Reihe von Grundstücken. Im Großraum München konnten potenzielle Vermarktungsflächen von insgesamt ca. 30.000 m² gesichert werden. In Berlin erwarb Euroboden ein 14.600 m² großes Grundstück mit gesichertem Baurecht. Bei dem an der Havel liegenden Grundstück (inkl. Logistikfläche) soll nach erfolgreichem Rückbau eines Bürogebäudes eine neue Büroimmobilie entstehen.

Deutliche Umsatzsteigerung lässt Gewinn steigen

Euroboden hat das Geschäftsjahr 2020/2021 erfolgreich abgeschlossen. Die Münchner steigerten ihren **Umsatz** um 22,9% auf 81,3 Mio. €. Der Umsatz ist zum Großteil auf zeitanteilig realisierte Umsatzerlöse (IFRS 15) aus Kundenverträgen für drei Wohnungsbauvorhaben zurückzuführen. Diese belaufen sich auf 59,5 Mio. € (Vj. 22,1 Mio. €). Die restlichen 21,8 Mio. € (Vj. 44,3 Mio. €) entfallen überwiegend auf eine verkaufte Immobilie in München, ein unbebautes Grundstück in Berlin sowie Mieterlöse für in Entwicklung befindliche Grundstücke (3,6 Mio. €, Vj. 2,9 Mio. €). Aufgrund der weiteren Grundstückszukäufe und den Fortschritten im Bau (105,1 Mio. €, Vj. 99,5 Mio. €), kam es zu einer **Bestandserhöhung** von 54,7 Mio. € (Vj. 56,5 Mio. €). Inklusive der aktivierten Eigenleistungen 0,4 Mio. € (Vj. 0,6 Mio. €) erhöhte sich damit die **Gesamtleistung** auf 136,3 Mio. € (Vj. 123,2 Mio. €).

Euroboden: Umsatz und Gesamtleistung (in Mio. €)



Quelle: Solventis Research, Euroboden GmbH

Die **Materialaufwendungen** lagen mit 91,8 Mio. € nur knapp 4% über dem Vorjahreswert von 88,4 Mio. €. Dadurch verbesserte sich das **Rohergebnis** auf 44,6 Mio. € (Vj. 34,8 Mio. €) und die Rohergebnismarge auf 54,8% (Vj. 52,6%).

Um das starke Wachstum stemmen zu können, hat Euroboden das Personal weiter aufgestockt. Im Durchschnitt waren im vergangenen Jahr 54 Mitarbeiter (ohne Geschäftsführung, Vj. 45) angestellt. Dies macht sich auch in der GuV bemerkbar. Die **Personalkosten** erhöhten sich um 12,7% auf 6,6 Mio. €.

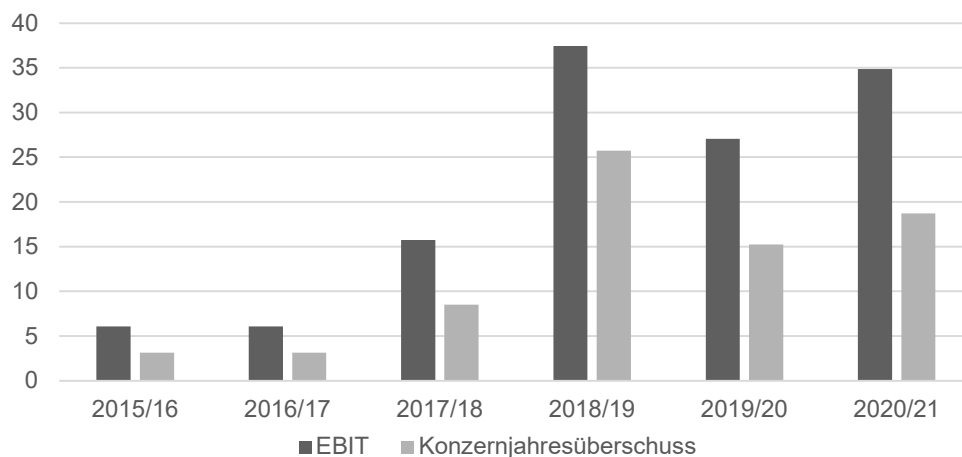
Die **Erträge aus Fair Value Anpassungen auf Investment Properties** (Hammerschmidt) beliefen sich auf 5,9 Mio. € (Vj. 6,5 Mio. €). Grund für die Zuschreibung war die Erhöhung des Bewertungsmultiplikators (von 27x auf 27,5x), die Erhöhung der projizierten Miete (von 17,00 €/m² auf 18,00 €/m²), sowie aus dem Baufortschritt resultierenden Aufzinsung.

Die **sonstigen Erträge** und **Aufwendungen** beliefen sich auf 0,4 Mio. € (Vj. 0,5 Mio. €) bzw. 8,3 Mio. € (Vj. 7,9 Mio. €). Ursächlich waren höhere Werbe- und Marketingkosten (2,4 Mio. €, Vj. 1,6 Mio. €). Die **Abschreibungen** nahmen um 12,8% auf 1,0 Mio. € zu.

Das **EBIT** wuchs auf 34,9 Mio. € (Vj. 27,1 Mio. €). Die EBIT-Marge stellte sich auf 42,9% (Vj. 41,0%). Infolge der Platzierung der Anleihe IV und der Neuaufnahme von Bankkrediten gab das **Finanzergebnis** auf -9,8 Mio. € (Vj. -6,8 Mio. €) nach.

Das **Ergebnis vor Steuern** lag mit 25,1 Mio. € weiterhin deutlich über dem Vorjahreswert von 20,3 Mio. €. Unter dem Strich erzielte Euroboden nach Steuern (6,4 Mio. €, Vj. 5,1 Mio. €) und Anteilen Dritter einen **Konzernjahresüberschuss** von 18,6 Mio. € (Vj. 15,2 Mio. €).

Euroboden: EBIT und Konzernjahresüberschuss (in Mio. €)

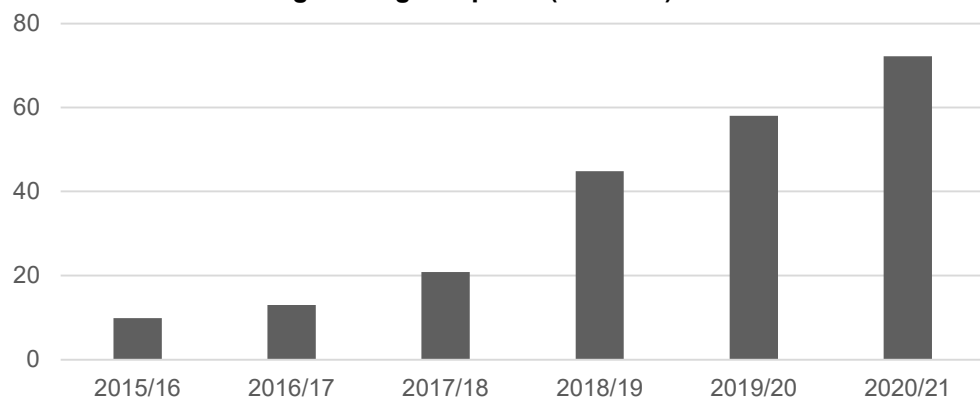


Quelle: Solventis Research, Euroboden GmbH

Eigenkapital und Verbindlichkeiten steigen

Die Grundstückszukäufe und Baufortschritte schlagen sich auch in der **Bilanz** nieder, die sich um 64,1 Mio. € auf 367,6 Mio. € verlängerte. Auf der Aktiv-Seite gab es vor allem bei den Positionen Veränderungen, die mit der Bilanzierung von Grundstücken/Immobilien zu tun haben. Die **Vorräte** (zum Verkauf bestimmte Immobilien) erhöhten sich um 29,8 Mio. € auf 253,9 Mio. € und die **Finanzimmobilien** (Bestandsimmobilien) um 33,4 Mio. € auf 64,5 Mio. €. Die liquiden Mittel waren mit 3,4 Mio. € (Vj. 3,2 Mio. €) aufgrund des aktiven Liquiditätsmanagement nahezu unverändert. Inklusive nicht beanspruchter Kreditlinien (38,1 Mio. €) verfügte Euroboden zum 30.09. über freie Mittel von 41,5 Mio. € (Vj. 43,8 Mio. €).

Infolge des erfolgreichen Jahres konnte Euroboden das **Eigenkapital** auf 72,2 Mio. € (Vj. 58,0 Mio. €) erhöhen. Trotz der deutlichen Bilanzverlängerung verbesserte sich die **Eigenkapitalquote** auf 19,6% (Vj. 19,1%). Auch bei den Verbindlichkeiten gab es wesentliche Änderungen. So gingen die kurzfristigen Verbindlichkeiten um 61,9% auf 24,1 Mio. € zurück. Aufgrund der Tilgung bei abgeschlossenen Projekten und der Verlängerung auslaufender Kredite nahmen die **kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten** auf 9,5 Mio. € (Vj. 45,8 Mio. €) stark ab. Im Gegenzug erhöhten sich die langfristigen Verbindlichkeiten um 48,9% auf 271,3 Mio. €. Hier stiegen das Volumen der ausstehenden **Anleihen** auf 87,0 Mio. € (Vj. 63,9 Mio. €) und die **langfristigen Finanzverbindlichkeiten** auf 173,9 Mio. € (Vj. 110,2 Mio. €). Die Zinssätze der Bankkredite lagen zwischen 1,25% und 3,10%.

Euroboden: Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €)

Quelle: Solventis Research, Euroboden GmbH

Der **Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit** hat sich im vergangenen Geschäftsjahr deutlich verbessert. Es kam nur noch zu Abflüssen von 6,9 Mio. € (Vj. 45,3 Mio. €). Ursächlich war die geringere Zunahme der Vorräte (29,8 Mio. €, Vj. 64,3 Mio.).

Im Gegenzug erhöhte sich der Mittelabfluss aus **Investitionen** auf 28,7 Mio. € (Vj. 11,8 Mio. €). Hier ist insbesondere der Bau der Büroimmobilie Hammerschmidt zu erwähnen.

Wie schon im Vorjahr wuchs die Netto-Kreditaufnahme mit den Finanzierungsbedürfnissen bei steigender Geschäftstätigkeit. Neben der Anleiheemission (35,2 Mio. €, Vj. 40,0 Mio. €) wurden auch weitere Bankkredite (73,0 Mio. €, Vj. 78,4 Mio. €) aufgenommen. An die Gesellschafter gab es eine Ausschüttung von 4,5 Mio. € (Vj. 2,0 Mio. €). Insgesamt belief sich der **Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten** auf 35,8 Mio. € (Vj. 56,6 Mio. €).

Credit Metrics

Die **Nettofinanzverbindlichkeiten** stiegen durch die zugekauften Grundstücke auf 266,9 Mio. € (Vj. 216,5 Mio. €). Die Zunahme fiel jedoch geringer aus als prognostiziert (Schätzung: 280,1 Mio. €). Auch in diesem Jahr erwarten wir wieder mehr Grundstückszukäufe als Abgänge. Dadurch werden die Netto-Finanzverbindlichkeiten erneut ausgeweitet.

Trotz des hohen Wachstums konnte Euroboden aufgrund der guten Ergebnisse die **EK-Quote** in den letzten Jahren stabil halten. Im vergangenen Jahr verbesserte sich die EK-Quote zum 30.09.21 auf 19,6% (Vj. 19,1%). Für einen Projektentwickler ist die EK-Quote von Euroboden überdurchschnittlich hoch.

Euroboden: Credit Metrics

	20/21	21/22e	22/23e	23/24e
Nettofinanzverbindlichkeiten (Mio. €)	266,9	319,2	333,8	339,1
EK-Quote	19,6%	19,9%	21,5%	21,4%
EK-Quote (bereinigt um liquide Mittel)	19,8%	20,1%	21,7%	23,5%
Loan-to-Value (LTV)	58,2%	59,3%	58,9%	56,5%
Nettofinanzverbindlichkeiten/EK (Gearing)	3,7	3,7	3,3	2,9
Nettofinanzverbindlichkeiten/EBITDA	7,4	9,4	9,0	8,5
EBIT/Zinsaufwendungen	3,5	3,3	3,3	3,1

Quelle: Solventis Research

Der **Loan-to-Value (LTV)** verbesserte sich nach unseren Schätzungen zum 30.09.2021 auf 58,2% (Vj. 60,1%). Die stillen Reserven schätzen wir dabei auf 140 Mio. € (Vj. 105 Mio. €). Dafür sind gestiegene Grundstücks- und Immobilienpreise maßgeblich.

Der **Nettoverschuldungsgrad** beträgt weiterhin 3,7. Der Quotient aus **Nettofinanzverbindlichkeiten** und **EBITDA** verbesserte sich mit 7,4 (Vj. 7,7) wie auch der **Zinsdeckungsgrad** mit 3,5 (Vj. 3,8). Beide Kennzahlen übertrafen die Erwartungen etwas.

Vergleichbare Anleihen

In den letzten Jahren hat die Zahl der Mittelstandsanleihen aus der Immobilienbranche stark zugenommen. In unserer Analyse verwenden wir 20 unbesicherte und 5 besicherte Anleihen, die folgende Aufnahmekriterien erfüllen:

- Land: Deutschland, Österreich
- Börsenlisting: min. Freiverkehr
- Sektor: Immobilienanleihen
- Fälligkeit: frühestens 2024
- Anleihen von insolventen Unternehmen werden nicht beachtet

Vergleichbare deutsche und österreichische Anleihen (Laufzeit: min. 2024)

Unternehmen/ Anleihe	ISIN	Zeitpunkt Platzierung	Plattform	Zielvolumen in Mio. €	Vollplatziert	Kupon	Rating	Mitte Bid- Ask 14.04.	Rendite p.a.
Unbesichert									
BENO HOLDING 20/27	DE000A3H2XT2	Nov 20	FV MUC	30	Nein	5,300%		96,50	6,14%
EUROBODEN GMBH IHS 19/24	DE000A2YNXQ5	Okt 19	FV FRA	40	Ja	5,500%	BB (S.)	100,00	5,57%
EUROBODEN GMBH IHS 20/25	DE000A289EM6	Nov 20	FV FRA	75	Nein	5,500%	BB (S.)	99,53	5,73%
GROSS+PART IHS 20/25	DE000A254N04	Feb 20	FV FRA	100	Nein	5,000%		96,63	7,10%
NORATIS AG 20/25	DE000A3H2TV6	Nov 20	FV FRA	50	Nein	5,500%		103,50	4,41%
NORATIS AG 21/27	DE000A3E5WP8	Aug 21	FV FRA	10	Nein	4,750%		101,00	4,53%
PANDION AG IHS 21/26	DE000A289YC5	Feb 21	FV FRA	45	Ja	5,500%		101,00	5,20%
PUBLITY AG ANL.20/25	DE000A254RV3	Jun 20	FV FRA	50	Nein	5,500%		84,25	12,38%
RAMFORT GMBH IHS 21/26	DE000A3H2T47	Mrz 21	FV FRA	10	Nein	6,750%		96,00	11,95%
REAL EST+ASSET BET. 18/25	DE000A2G9G80	Jan 18	FV HH	75	Nein	3,750%		98,60	4,29%
S IMMO 18-24 MTN 1	AT0000A1Z9D9	Feb 18	FV Wien & FRA	100	Ja	1,750%		100,34	1,55%
S IMMO 18-30 MTN 2	AT0000A1Z9C1	Feb 18	FV Wien & FRA	50	Ja	2,875%		103,42	2,39%
S IMMO AG 19/26 MTN 1	AT0000A285H4	Mai 19	CP Wien & FV S	150	Nein	1,875%		100,08	1,86%
S IMMO AG 22/27 MTN 2	AT0000A2UVR4	Jan 22	CP Wien & FV FRA	50	Ja	1,250%		98,68	1,54%
S IMMO AG 21/28 MTN 1	AT0000A2MKW4	Feb 21	FV Wien & FRA	150	Ja	1,750%		98,25	2,07%
S IMMO AG 19/29 MTN 2	AT0000A2AEA8	Okt 19	CP Wien	100	Ja	2,000%		102,00	1,71%
TERRAGON ANL 19/24	DE000A2GSWY7	Mai 19	FV FRA	25	Ja	6,500%		96,75	8,81%
UBM DEVELOP. 19/25	AT0000A2AX04	Nov 19	CP Wien	120	Ja	2,750%		100,00	2,75%
UBM DEVELOP. 21/26	AT0000A2QS11	Mai 21	CP Wien & FV FRA	150	Ja	3,125%		97,40	3,82%
VERIANOS REAL ANL 20/25	DE000A254Y19	Mrz 20	FV FRA	30	Nein	6,000%		99,00	6,19%
Mittelwert*				71,9		3,996%			4,93%
Median*				50,0		4,250%			4,35%
Besichert									
FCR IMMOBILIEN ANL 19/24	DE000A2TSB16	Apr 19	FV FRA	30	Ja	5,250%	BB- (S.)	98,75	6,01%
FCR IMMOBILIEN ANL 20/25	DE000A254TQ9	Apr 20	FV FRA	30	nein	4,250%	B+ (S.)	99,20	4,62%
HENRI BROEN HOLDING 20/25	DE000A283WQ2	Dez 20	FV FRA	25	Nein	7,500%		94,50	9,32%
M OBJEKT RE ANL 19/24	DE000A2YNRD5	Jul 19	FV MUC	35	Nein	6,000%		80,00	17,76%
ROCHADE FINA ANL 20/25	DE000A3H2X90	Nov 20	FV FRA	121	Ja	3,753%		101,25	3,37%
Mittelwert*				48,2		5,351%			8,21%
Median*				30,0		5,250%			6,01%
Gesamt									
Mittelwert*				66,8		4,290%			5,64%
Median*				50,0		4,750%			4,53%

* Ohne Euroboden Anleihen

S=Scope, C=Creditreform

Quelle: Solventis Research, bondguide, Refinitiv Datastream

Anziehende Inflation und Inflationserwartungen haben die Zinsen in den letzten Monaten steigen lassen. Nach jahrelangen Negativzinsen liegt die Rendite 10-jähriger Bunds erstmals seit 2019 wieder über 0%. Während der Ukraine-Krise kam es zu einem kurzen Renditeeinbruch, mittlerweile befindet sich die Rendite wieder auf einem Mehrjahreshoch (0,86%). Die Auswirkungen des Ukraine-Konflikts und das veränderte Zinsumfeld werden auch im Bereich der Mittelstandsimmobilien sichtbar. Die Kurse der Mittelstandsanleihen sind in den letzten Wochen deutlich unter Druck gekommen und haben sich bisher nur teilweise erholt. Neuemissionen gab es in den letzten Monaten nur noch von großen Immobilienunternehmen. Wir erwarten, dass es mit dem Auslauf vieler Mittelstandsanleihen in den nächsten Jahren wieder vermehrt Emissionen geben wird. U. E. sind die Emittenten gut beraten, alternative Finanzierungsmodelle zu prüfen.

Die beiden Euroboden Anleihen haben sich von dem Ukraine Schock erholt und notieren wieder bei einem Kurs von ~100%, was einer jährlichen Rendite von 5,57% (Anleihe III) bzw. 5,73% (Anleihe IV) entspricht. Damit liegen die Renditen über der Durchschnitts- bzw. Median-Rendite unbesicherter Anleihen, siehe Tabelle auf S. 8. Diese beträgt im Durchschnitt 4,93% bzw. im Median 4,35%. Inklusive der besicherten Anleihen sind Renditen von 5,64% (Durchschnitt) bzw. 4,53% (Median) zu verzeichnen.

Wichtige Einflussfaktoren notierter Mittelstandsanleihen von Immobiliengesellschaften sind das Geschäftsmodell (Bestandshalter/Projektentwickler) und die Qualität der Emittenten z.B. gemessen an Track Records. So ist das Risiko bei Bestandshaltern (u.a. S Immo) i. d. R. geringer, weshalb der Kupon der Emittenten niedriger ist. Bei den Projektentwicklern gibt es große Unterschiede in der Qualität der Unternehmen. Aufgrund des hervorragenden Track Records und der Fokussierung auf Wohnimmobilien in gesuchten Märkten wie München stufen wir Euroboden als Projektentwickler mit einer hohen Qualität ein.

Fazit

Euroboden hat auch das Jahr 2020/21 erfolgreich abgeschlossen. Der Ausblick auf das Geschäftsjahr 2021/22 ist besser als erwartet. Bislang sind Risiken wie steigende Zinsen und Baupreise, Verzögerungen durch Lieferengpässe, längere Entscheidungsfindung von Käufern, die Ukraine-Krise für Euroboden beherrschbar.

Da sich die Situation seit der Erstellung des Ausblicks (Anfang März) in Form konjunktureller Risiken geändert hat, sind wir für 2021/22 etwas vorsichtiger geworden und erwarten nun einen Konzernjahresüberschuss von 17,5 Mio. €. Das liegt weiterhin über unserer bisherigen Schätzung von 16,4 Mio. €.

Alles in allem halten wir das Chancen-Risiko-Verhältnis der Euroboden Anleihe IV weiterhin für attraktiv.

Kommender Newsflow

- Juli 2022 Halbjahresbericht 2021/22

Anhang: GuV und Bilanz

Euroboden: GuV (in Tsd. €)

	20/21	yoy	21/22e	yoy	22/23e	yoy	23/24e	yoy	24/25e	yoy
Umsatz	81.253	22,9%	85.136	4,8%	115.799	36,0%	133.169	15,0%	146.486	10,0%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	54.713	3,2%	46.301	-15,4%	31.051	-32,9%	22.742	-26,8%	28.625	25,9%
andere aktivierte Eigenleistungen	353	-37,7%	519	47,0%	0	-100,0%	0	n.m.	0	n.m.
Gesamtleistung	136.319	10,7%	131.956	-3,2%	146.850	11,3%	155.911	6,2%	175.111	12,3%
Materialaufwand	91.762	3,8%	84.421	-8,0%	93.984	11,3%	99.783	6,2%	115.573	15,8%
Rohergebnis	44.557	28,1%	47.535	6,7%	52.866	11,2%	56.128	6,2%	59.538	6,1%
Personalaufwand	6.632	12,7%	6.865	3,5%	7.208	5,0%	7.568	5,0%	7.947	5,0%
Erträge FV-Anpassung Finanzimmobilien	5.888	-8,9%	1.421	-75,9%	0	-100%	0	n.m.	0	n.m.
sonstige betriebliche Erträge	364	-28,4%	356	-2,3%	330	-7,3%	360	9,1%	375	4,2%
sonstige betriebliche Aufwendungen	8.328	5,2%	8.328	0,0%	8.744	5,0%	9.181	5,0%	9.640	5,0%
EBITDA	35.849	28,3%	34.120	-4,8%	37.244	9,2%	39.739	6,7%	42.326	6,5%
EBITDA-Marge	44,1%	1,8 pp	40,1%	-4,0 pp	32,2%	-7,9 pp	29,8%	-2,3 pp	28,9%	-0,9 pp
Abschreibungen	983	12,8%	980	-0,3%	926	-5,5%	870	-6,0%	860	-1,1%
EBIT	34.866	28,8%	33.140	-5,0%	36.318	9,6%	38.869	7,0%	41.466	6,7%
EBIT-Marge	42,9%	1,9 pp	38,9%	-4,0 pp	31,4%	-7,6 pp	29,2%	-2,2 pp	28,3%	-0,9 pp
Zinserträge	205	-17,3%	200	-2,3%	100	-50,0%	0	-100,0%	0	n.m.
Zinsaufwand	9.979	41,7%	10.128	1,5%	11.141	10,0%	12.615	13,2%	13.245	5,0%
Finanzergebnis	-9.774	-43,9%	-9.928	-1,6%	-11.041	-11,2%	-12.615	-14,3%	-13.245	-5,0%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	25.092	23,7%	23.212	-7,5%	25.277	8,9%	26.254	3,9%	28.220	7,5%
EBT-Marge	30,9%	0,2 pp	27,3%	-3,6 pp	21,8%	-5,4 pp	19,7%	-2,1 pp	19,3%	-0,4 pp
Steuern	6.381	24,2%	5.687	-10,9%	6.193	8,9%	6.432	3,9%	6.914	7,5%
Steuerquote	25,4%	0,1 pp	24,5%	-0,9 pp	24,5%	0,0 pp	24,5%	0,0 pp	24,5%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	18.711	23,6%	17.525	-6,3%	19.084	8,9%	19.822	3,9%	21.306	7,5%
Anteile Dritter	67	n.m.	0	-100%	0	n.m.	0	n.m.	0	n.m.
Konzernjahresüberschuss	18.644	22,4%	17.525	-6,0%	19.084	8,9%	19.822	3,9%	21.306	7,5%

Quelle: Solventis Research (Prognose), Euroboden GmbH (Ist-Zahlen)

Euroboden: Bilanz (in Tsd. €)

	20/21	yoy	21/22e	yoy	22/23e	yoy	23/24e	yoy	24/25e	yoy
Aktiva										
Liquide Mittel	3.441	6,3%	3.205	-6,9%	4.198	31,0%	47.823	1039,3%	67.324	40,8%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	26.113	-5,6%	21.589	-17,3%	40.454	87,4%	41.958	3,7%	30.516	-27,3%
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke, Vorräte	253.949	13,3%	288.869	13,8%	309.920	7,3%	335.662	8,3%	364.287	8,5%
Sonstige Vermögenswerte	4.781	28,7%	6.236	30,4%	6.193	-0,7%	6.761	9,2%	3.206	-52,6%
Summe Umlaufvermögen	288.285	11,4%	319.899	11,0%	360.764	12,8%	432.204	19,8%	465.333	7,7%
Sachanlagen	3.136	-8,8%	3.378	7,7%	3.619	7,1%	3.557	-1,7%	3.497	-1,7%
Immaterielle Vermögenswerte	213	11,3%	430	102,0%	114	-73,4%	104	-8,7%	104	0,0%
Finanzimmobilien	64.500	107,4%	95.000	47,3%	95.000	0,0%	95.000	0,0%	95.000	0,0%
Latente Steuern	4.909	24,4%	2.853	-41,9%	4.551	59,5%	6.213	36,5%	6.453	3,9%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	6.602	8,2%	6.602	0,0%	2	-100,0%	2	0,0%	2	0,0%
Summe Anlagevermögen	79.360	77,2%	108.262	36,4%	103.286	-4,6%	104.876	1,5%	105.056	0,2%
Bilanzsumme	367.645	21,1%	428.161	16,5%	464.049	8,4%	537.080	15,7%	570.389	6,2%
Passiva										
Gezeichnetes Kapital	102	0,0%	102	0,0%	102	0,0%	102	0,0%	102	0,0%
Kapitalrücklage	104	0,0%	104	-0,3%	104	0,0%	104	0,0%	104	0,0%
Gewinnrücklagen	72.208	24,4%	85.233	18,0%	99.818	17,1%	115.139	15,3%	131.946	14,6%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	72.415	24,3%	85.439	18,0%	100.024	17,1%	115.345	15,3%	132.152	14,6%
Anteile in Fremdbesitz	-190	-26,0%	-190	0,0%	-190	0,0%	-190	0,0%	-190	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	72.225	24,5%	85.250	18,0%	99.834	17,1%	115.156	15,3%	131.962	14,6%
Langfristige Schulden										
Rückstellungen	276	661,9%	46	-83,2%	65	40,7%	85	31,1%	83	-3,2%
Anleihe	87.002	36,3%	95.000	9,2%	100.000	5,3%	100.000	0,0%	60.000	-40,0%
Finanzverbindlichkeiten	173.815	57,8%	174.657	0,5%	156.569	-10,4%	182.617	16,6%	201.601	10,4%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	10.254	24,6%	6.067	-40,8%	10.745	77,1%	15.197	41,4%	13.383	-11,9%
Summe langfristige Schulden	271.346	48,9%	275.771	1,6%	267.379	-3,0%	297.899	11,4%	275.067	-7,7%
Kurzfristige Schulden										
Übrige Rückstellungen	140	-5,4%	402	187,2%	566	40,7%	741	31,1%	717	-3,2%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	4.629	0,4%	6.087	31,5%	8.562	40,7%	11.225	31,1%	10.861	-3,2%
Finanzverbindlichkeiten	9.539	-79,2%	52.709	452,6%	81.435	54,5%	104.353	28,1%	138.351	32,6%
Steuerverbindlichkeiten	7.949	-29,0%	6.270	-21,1%	3.922	-37,4%	4.622	17,8%	10.446	126,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	1.817	20,3%	1.672	-8,0%	2.352	40,6%	3.083	31,1%	2.983	-3,3%
Summe kurzfristige Schulden	24.073	-61,9%	67.141	178,9%	96.836	44,2%	124.025	28,1%	163.360	31,7%
Bilanzsumme	367.645	21,1%	428.161	16,5%	464.049	8,4%	537.080	15,7%	570.389	6,2%

Quelle: Solventis Research (Prognose), Euroboden GmbH (Ist-Zahlen)

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach Art. 20 Verordnung EU Nr. 596/2014 und Delegierte Verordnung EU 2016/958 einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures)

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Einschätzungen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Analyse dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Analyse können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien des Emittenten zu erwerben. Diese Analyse ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen. Eine Analyse-Publikation kann und soll ein für eine Investition erforderliches Wertpapierprospekt und/oder eine fachkundige Anlageberatung keinesfalls ersetzen. Sie kann daher nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition sein.

Urheberrecht an der Analyse wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

2. Pflichtangaben

a) Abschluss der Erstellung: **19.04.2022, 10:50 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **19.04.2022, 11:30 Uhr**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: halbjährlich.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten ohne Empfehlung zugänglich gemacht worden und ist danach ohne Empfehlungsänderung inhaltlich nicht wesentlich geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen zu dem hierfür angegebenen Datum und Zeit, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

g) Die Analyse wird allen daran interessierten Personen zeitgleich bereitgestellt.

3. Disclosures

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

Veröffentlichungsdatum	Ersteller	Einschätzung	Marktpreis zum Veröffentlichungsdatum	Dauer der Gültigkeit
25.05.21	Klaus Schlotte, Nico Löchner	attraktiv	100,2%	12 Monate

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus:

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.21 - 31.03.22)			Auftrags-research	
		in %		in %
Kaufen/attraktiv	46	90,2%	44	86,3%
Halten/neutral	5	9,8%	5	9,8%
Verkaufen/unattraktiv	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	51	100,0%	49	96,1%

Weder die Solventis Beteiligungen GmbH, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person (noch deren mit ihr eng verbundenen Personen), noch eine zu der Analyse vor Weitergabe Zugang habende oder haben könnende (sofern bei/von genanntem Unternehmen beschäftigte/beauftragte) Person

1. ist in Besitz einer Nettoverkaufs- oder Nettokaufposition von über 0,5% des Finanzinstruments.
2. sind am gezeichneten Kapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
3. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Emittenten federführend oder mitführend.
4. waren Marketmaker oder Liquiditätsspender in den Finanzinstrumenten des Emittenten.
5. haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitt A und B der Richtlinie 2014/65/EU getroffen, die innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gültig war oder in diesem Zeitraum eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung gegeben war.

Die Solventis Beteiligungen GmbH

1. hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Analyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Analyse getroffen.

Sonstige Beziehungen und Umstände, bei denen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Analyse beeinträchtigen, sind für die Solventis Beteiligungen GmbH betreffend ihr und den oben genannten Personen nicht kenntlich.

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Beteiligungen GmbH, Am Rosengarten 4, 55131 Mainz

Sitz: Mainz; HRB 47135, Amtsgericht Mainz; Geschäftsführer: Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

Nico Löchner, Senior-Analyst

5. Erläuterung der Einschätzung der Solventis Beteiligungen GmbH / der zugrunde gelegten Annahmen

Maßgebend für die Einschätzung zu einem Emittenten ist, ob sich seine Anleihen nach der Einschätzung des Erstellers in den folgenden 12 Monaten (Geltungszeitraum) besser, schlechter oder im Gleichschritt mit den Anleihen vergleichbarer Emittenten bewegen können

- attraktiv: Die Anleihe ist „attraktiv“, wenn das Chancen/Risiko-Verhältnis nach Einschätzung der Solventis Beteiligungen GmbH über dem Marktdurchschnitt liegt.
- neutral: Die Anleihe ist „neutral“, wenn das Chancen/Risiko-Verhältnis nach Einschätzung der Solventis Beteiligungen GmbH dem Marktdurchschnitt entspricht.
- unattraktiv: Die Anleihe ist „unattraktiv“, wenn das Chancen/Risiko-Verhältnis nach Einschätzung der Solventis Beteiligungen GmbH unter dem Marktdurchschnitt liegt.

Unabhängig von der vorgenommenen Einschätzung bestehen nach der Empfindlichkeitsanalyse deutliche Risiken aufgrund einer Änderung der zugrunde gelegten Annahmen. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

6. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Refinitiv u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

7. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen und Methoden

Anlageempfehlungen zu Emittenten und diesen Instrumenten können auf Basis einer oder mehrerer Analyseansätze entwickelt werden. In der Fundamentalanalyse werden mit Finanzmarkt-Modellen, dem Knowhow und den Erfahrungen der Analysten sowie unter Berücksichtigung weiterer qualitativer Faktoren Prognosen für die Veränderung von Zinssätzen erstellt. Bei der Analyse eines Emittenten werden Prognosen für seine Bonitätsentwicklung und daraus abgeleitet Prognosen für die Kurs-, Rendite- oder Spreadentwicklungen der von ihm begebenen Schuldtitel erstellt. Diese Prognosen werden mit dem aktuellen Marktumfeld und den erkennbaren Erwartungen des relevanten Marktes verglichen, um daraus Handlungsempfehlungen abzuleiten. Im Peergroup-Vergleich wird mit statistischen Verfahren ermittelt, ob eine Anleihe oder eine Gruppe von Anleihen im Vergleich zu ihrer eigenen Historie oder zu einer Gruppe vergleichbarer Anleihen als billig oder teuer einzustufen ist. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und Prognosen werden gegebenenfalls Handlungsempfehlungen entwickelt.

8. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Beteiligungen GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind und Personen, die zur Analyse vor Weitergabe Zugang haben oder haben können, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechenden Vorschriften von § 85 WpHG iVm. Art. 37 Delegierte Verordnung EU 2017/565. Dies beinhaltet insbesondere Geschäftsverbote, Informationsschranken, Regeln für Zuwendungen Dritter und zur Vergütung der Mitarbeiter. Die Vergütung der an der Erstellung der Analyse beteiligten Mitarbeiter ist nicht an Geschäfte oder Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitt A und B Richtlinie 2014/65/EU oder Handelsgebühren der Solventis Beteiligungen GmbH oder verbundener Unternehmen gebunden.

9. Adressaten

Analysen der Solventis Beteiligungen GmbH richten sich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Sie sind daher nicht geeignet, an Privatkunden weitergegeben zu werden, es sei denn, (i) eine Finanzanalyse wurde von der Solventis Beteiligungen GmbH ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Anlageempfehlungen verstehen und bewerten zu können. Analysen werden für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz freigegeben.

Mit Annahme der Analyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.