

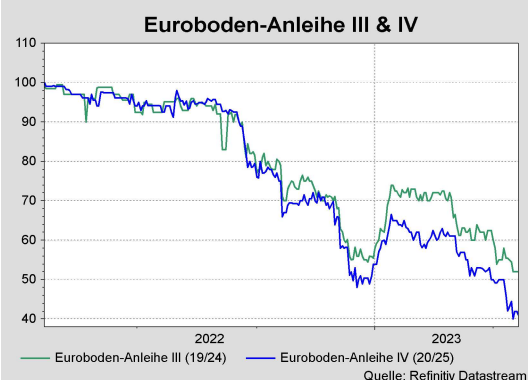
Euroboden GmbH

Neutral (Attraktiv)

Risiko: Hoch

Mitte Bid-Ask (24.04.2023)	40,62 %
Yield-to-Maturity	54,13%
Kupon	5,50% p.a.
Emissionsvolumen	bis zu 75 Mio. €
davon platziert	52,2 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. €	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	
Umsatz	44,6	70,0	75,0	75,0	
Gesamtleistung	80,3	50,0	30,0	25,0	
EBITDA	9,0	9,8	9,3	10,5	
EBITDA-Marge	20,3%	14,0%	12,3%	14,0%	
EBIT	8,0	8,9	8,4	9,7	
EBIT-Marge	18,0%	12,7%	11,2%	12,9%	
Konzernjahresüberschuss	-0,5	-5,3	-5,9	-2,8	
Nettofinanzschulden	294,3	310,9	272,2	211,3	
EK-Quote	16,4	15,4	14,0	15,5	
Verschuldungsgrad	32,6	31,7	29,4	20,1	
Zinsdeckungsgrad	0,8	0,5	0,5	0,7	



Finanzkalender

- 18.05.2023 Zinszahlung Anleihe 2020/2025
- Juli 2023 Halbjahresbericht 2022/23
- 02.10.2023 Zinszahlung Anleihe 2019/2024
- 20.11.2023 Zinszahlung Anleihe 2020/2025

Analysten

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

Mit Verkäufen und gedrosselter Projektentwicklung soll Liquidität für die Tilgung von Anleihen geschaffen werden

In einem für die Immobilienbranche und insbesondere für Projektentwickler schwierigen Umfeld, schloss Euroboden das Gj. 2021/22 mit einem Verlust von 0,5 Mio. € (Vj. Gewinn 18,7 Mio. €) ab. Der Umsatz fiel um 45,1% auf 44,6 Mio. € und die Gesamtleistung um 41,1% auf 80,3 Mio. €. Der Verlust, die Ausschüttung sowie die gestiegene Bilanzsumme hatten eine geringere EK-Quote, von 16,4% (Vj. 19,8%) zur Folge. Für das laufende Gj. 2022/23 erwartet Euroboden bei deutlich höheren Umsätzen und einer rückläufigen Gesamtleistung ein Konzernergebnis auf Vorjahresniveau. Wir stufen die Euroboden Anleihe IV mit „Neutral“ nach „Attraktiv“ ein. Hintergrund ist die hohe Unsicherheit im Immobiliensektor und die Entwicklung der relevanten Kredit-Kennzahlen.

Der starke Anstieg der Zinssätze hat den Immobilienmarkt durcheinandergewirbelt. Auch Euroboden konnte sich dieser Entwicklung nicht entziehen. Angesichts schwieriger Marktbedingungen hat Euroboden **Veränderungen im Portfolio** eingeleitet. Im Rahmen der Analyse wurde geprüft, welche Projekte nach der Projektentwicklung verkauft und welche gebaut werden sollen. Im Ergebnis wurden 10 Projekte identifiziert, die ohne eigene Umsetzung veräußert werden sollen. Zwei Projekte, bei denen Euroboden eine einseitige Kaufoption hatte, werden nicht weiterverfolgt. Die bisher angefallenen Kosten wurden abgeschrieben. Darüber hinaus wurden Wertminderungen auf Grundstücke in Höhe von 0,9 Mio. € vorgenommen.

Der Wert der **Projektpipeline** sinkt durch die neuen Planungen auf rund 1 Mrd. € (Vj. 2 Mrd. €). Die aktuelle Pipeline umfasst rund 20 Projekte. Davon befinden sich 3 Projekte im Bau. Es handelt sich dabei um die Gewerbeimmobilie Hammerschmidt (München) und um die beiden Wohnimmobilienprojekte Lion-Feuchtwanger (Berlin) und Berg am Starnberger See (Großraum München). Neben den 3 Projekten befinden sich noch zwei Restanten im Vertrieb. Zu den stillen Reserven liegen uns keine aktuellen Informationen vor. Ein erstes Gewerbegrundstück mit 16.700 m² wurde in Inning am Ammersee verkauft. Der Verkaufserlös lag laut Medienberichten bei 10 Mio. €. Mit weiteren Grundstücksverkäufen ist in den nächsten Monaten zu rechnen. Neue Projekte sind nur in Sondersituationen ein Thema. Auch deshalb hat Euroboden das Büro in Frankfurt geschlossen.

Die **freie Liquidität** (inkl. Linien) belief sich Ende Februar auf 24,2 Mio. €.

Entwicklungen am deutschen Immobilienmarkt

Der deutsche Wohnimmobilienmarkt verzeichnete im Q4'2022 einen Preisrückgang von -3,6% ggü. dem Vorjahresquartal und -5,0% ggü. dem Vorquartal. Auf Jahressicht waren die Preise laut vorläufigen Zahlen des Statistischen Bundesamts deutschlandweit noch um 5,3% gestiegen. In den Großstädten sanken die Preise ggü. dem Vorjahresquartal um 1,6%. Gründe für die schlechtere Entwicklung sind gestiegene Baustoff-, Finanzierungs- und Energiekosten, sowie die anhaltend hohe Inflation und die daraus resultierende sinkende Nachfrage. Im Folgenden blicken wir auf die Entwicklung der beiden Kernmärkte Berlin und München. Dazu verwenden wir die Zahlen von JLL für Ende 2022.

In **Berlin** stiegen die Preise für Eigentumswohnungen weiter, wenn auch langsamer als im Vorjahr. Der Angebotskaufpreis (Median) legte um 6,5% auf 5.921 €/m² zu (Vj. 11,6%). Im Spitzensegment verteuerten sich die Preise um 14,6%. Im Neubausegment lagen die Preissteigerungen sogar durchschnittlich bei 16,2% und damit deutlich über dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre (+9,1%). Uneinheitlich war die Entwicklung auf dem Büromarkt. Einerseits stiegen die Spitzenmieten um 6,4% auf 41,5 €/m², andererseits erhöhte sich die Leerstandsquote von 4,1% auf 4,4%.

In **München** sanken die Angebotspreise für Wohnimmobilien um 2,2% auf 9.550 €/m² (Median). Besonders stark war der Preisrückgang mit 7,8% im Spitzensegment. Die Preise für Neubauten stiegen dagegen um 12,5% auf einen neuern Höchstwert von über 12.300 €/m². Auf dem Büromarkt konnte eine Steigerung der Spitzenmieten auf 44,00 €/m² (+4,8%) beobachtet werden. Die Leerstandsquote erhöhte sich leicht von 3,9% auf 4,1%.

Informationen zur Projektpipeline

Euroboden verfügt über eine Projektpipeline von 20 Projekten mit einem Verkaufsvolumen von ~1,0 Mrd. €. Die Projekte befinden sich überwiegend in den Metropolregionen Berlin und München. Außerhalb dieser Region gibt es nur noch ein Projekt in Düsseldorf.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr gab es folgende Transaktionen:

- Im Rahmen eines Share Deals konnte Euroboden 89,9 % einer Projektgesellschaft zu 6,6 Mio. € verkaufen. Für die verbleibenden 10,1% besteht für die Vertragsparteien ein einseitiges Kauf- bzw. Verkaufsrecht.
- In Berlin wurde im H1'2022 mit dem Verkauf von 30 Einheiten in einem Bestandsobjekt begonnen. Bis zum 30.09.2022 konnten von den 30 Einheiten 12 verkauft werden. Bei den Einheiten handelt sich zum Großteil um Wohnungen.
- In München hatte Euroboden im August ein Grundstück verkauft. Die Kaufpreiszahlung erfolgte jedoch erst im Q4'2022.
- Im Q4'2021 hatte Euroboden ein 14.600 m² Gewerbegrundstück in Berlin gekauft.
- Bei 2 Projekten wurde entschieden, die Kaufoption nicht zu ziehen.

Im laufenden Geschäftsjahr (Stand März) gab es folgende Transaktionen:

- Verkauf des Grundstücks in Inning am Ammersee für 10 Mio. €
- Verkauf von 4 Wohnungen für 2,9 Mio. €.

Im Gj. 2021/22 erhielt Euroboden für 4 Projekte einen positiven Bauvorbescheid und eine Baugenehmigung. Eines der vier Projekte wurde bereits im Rahmen eines Share-Deals veräußert.

Aktuell gibt es bei einigen Projekten noch Restanten, die Euroboden bis jetzt noch nicht verkaufen konnte. Für den Vertrieb dieser Restanten wird vereinzelt nun externe Hilfe in Anspruch genommen. Die Verbindlichkeiten dieser Projekte wurden bereits getilgt, so dass die Erlöse komplett Euroboden zufließen werden.

Im Bau befindliche Projekte

In Aschheim (Münchner Umland) baut Euroboden in der **Karl-Hammerschmidt-Straße** eine Gewerbeimmobilie (Internetauftritt: hammerschmidt.euroboden.de). Der Rohbau ist bereits fertiggestellt, der Innenausbau erfolgt sukzessive nach den Wünschen der Mieter. Insgesamt sind die Baukosten höher als geplant. Bisher konnte Euroboden für 4.200 m² der insgesamt 16.500 m² Büroflächen vermieten. Der erste Mieter wird voraussichtlich im Mai einziehen. Gespräche mit weiteren interessierten Mietern laufen. Wir gehen davon aus, dass Euroboden das Objekt bei Vollvermietung veräußern wird. Bei einem Verkauf erwarten wir einen Mittelzufluss nach Tilgung der Verbindlichkeiten und Nebenkosten in Höhe eines niedrigen bis mittleren zweistelligen Mio. €-Betrags. Dies wird u. E. ein wichtiger Baustein für die Refinanzierung der Anleihen sein.

In Berlin (Mahrzahn-Hellersdorf) baut Euroboden zurzeit in der **Lion-Feuchtwanger 61** (lion.euroboden.de) zwei Wohnhäuser in Fertigbauweise mit insgesamt 124 Wohneinheiten. Mit der Fertigstellung ist 2023 zu rechnen. Der Vertrieb erfolgt über den Vertriebspartner Best Place (bestplace-immobilien.de/immobilien/lion). Best Place hat sich im Rahmen eines notariellen Kaufangebots verpflichtet, nicht verkaufte Einheiten nach Ablauf des Vertriebsvertrags zu einem festgelegten Preis zu kaufen. Bisher wurden rund 10% der 124 Wohnungen veräußert.

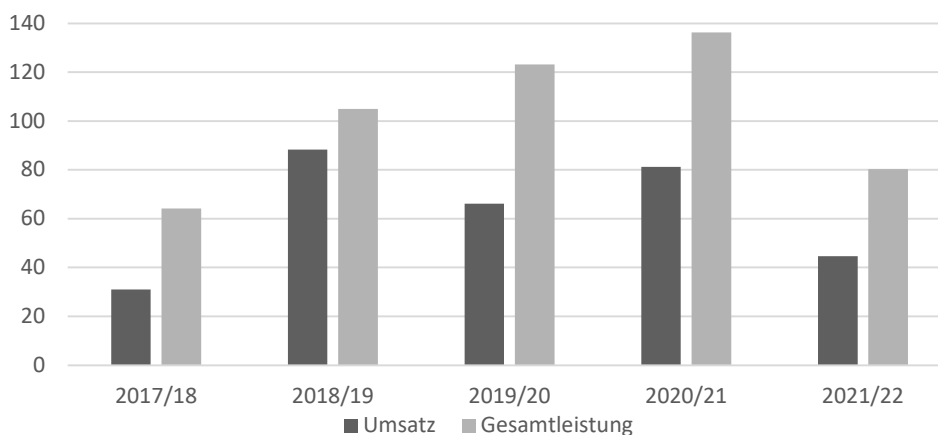
Das dritte aktive Bauvorhaben befindet sich in **Berg am Starnberger See** (schatzlgasse.euroboden.de). Bei diesem Projekt handelt es sich um 4 Reihenhäuser mit insgesamt 24 Wohnungen. Die Fertigstellung ist für Q1'2024 geplant. Der Vertriebsstart ist im Q3'2022 erfolgt. Bisher konnte noch keine Wohnung verkauft werden.

Die Bauaufträge für die beiden letztgenannten Projekte sind zu 90% vergeben (Stand März 2023). Das Risiko von weiteren Baukostensteigerungen ist daher begrenzt. Euroboden setzt in der Regel nur auf Einzelvergaben. Eine Ausnahme bildet Hammerschmidt, wo ein Generalunternehmer beauftragt wurde.

Schwieriger Immobilienmarkt führt zu geringem Verlust

Der **Umsatz** ging im Gj. 2021/22 (Gj-Ende: 30.09.2022) um 54,9% auf 44,6 Mio. € zurück. Der Umsatz resultierte aus dem Verkauf von Wohnungen in München und Berlin sowie von zwei Grundstücken in Berlin. Aufgrund geringerer Grundstückseinkäufe sank die **Bestandserhöhung** auf 35,4 Mio. € (Vj. 56,5 Mio. €). Inklusive der aktivierten Eigenleistungen in Höhe von 0,4 Mio. € (Vj. 0,4 Mio. €) fiel die **Gesamtleistung** auf 80,3 Mio. € (Vj. 136,3 Mio. €).

Euroboden: Umsatz und Gesamtleistung (in Mio. €)



Quelle: Solventis Research, Euroboden GmbH

Die **Materialaufwendungen** lagen mit 56,4 Mio. € um 61,4% unter dem Vorjahreswert von 91,8 Mio. €. Hierdurch sank das **Rohergebnis** auf 23,9 Mio. € (Vj. 44,6 Mio. €) und die Rohergebnismarge ging leicht auf 53,6% (Vj. 54,8%) zurück.

Die **Personalkosten** erhöhten sich um 10,6% auf 7,3 Mio. €. Hintergrund sind Lohnsteigerungen und eine höhere Mitarbeiterzahl.

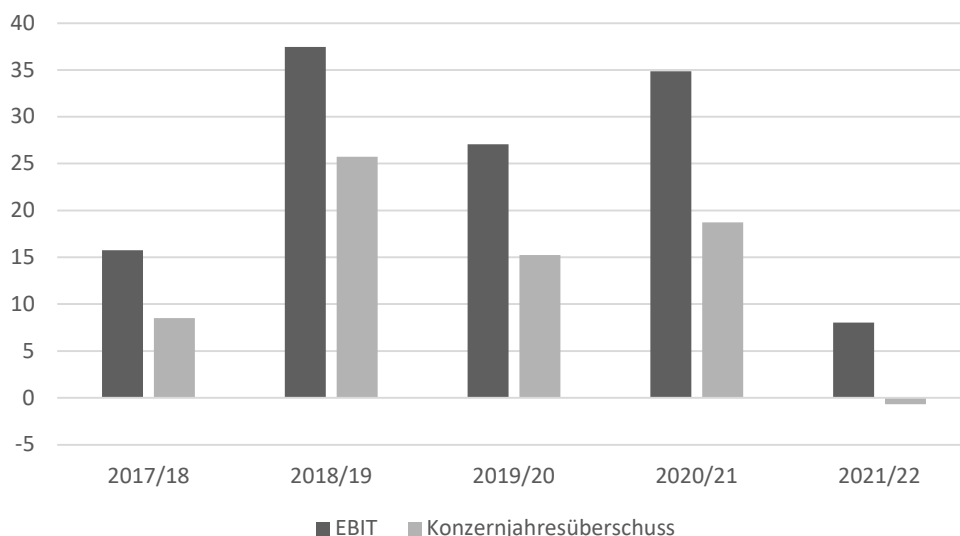
Die **Erträge aus Fair Value Anpassungen auf Investment Properties** (Hammerschmidt) beliefen sich auf 2,0 Mio. € (Vj. 5,9 Mio. €). Aufgrund des Baufortschritts und der Teilvermietung wurde die Immobilie erstmals nach dem Ertragswertverfahren bewertet.

Die **sonstigen Erträge und Aufwendungen** betragen 0,8 Mio. € (Vj. 0,4 Mio. €) bzw. 10,4 Mio. € (Vj. 8,3 Mio. €). Wesentlicher Grund für den Anstieg sind die externen Vertriebsprovisionen (0,7 Mio. €, Vj. 0,0). Die **Abschreibungen** waren mit 1,0 Mio. € unverändert.

Das **EBIT** verringerte sich auf 8,0 Mio. € (Vj. 34,8 Mio. €), was einer EBIT-Marge von 18,0% (Vj. 42,9%) entspricht. Das **Finanzergebnis** verbesserte sich auf -9,3 Mio. € (Vj. -9,8 Mio. €). Darin enthalten ist ein Ertrag (0,3 Mio. €) aus dem Verkauf einer 6%-Beteiligung an einer Münchner Projektgesellschaft.

Das **Ergebnis vor Steuern** lag mit -1,3 Mio. € deutlich unter dem Vorjahreswert von 25,1 Mio. €. Unter dem Strich erzielte Euroboden nach Steuern 0,6 Mio. € (Vj. 6,4 Mio. €) und nach Anteilen Dritter einen geringen **Konzernjahresfehlbetrag** von -0,4 Mio. € (Vj. +18,6 Mio. €).

Euroboden: EBIT und Konzernjahresüberschuss (in Mio. €)



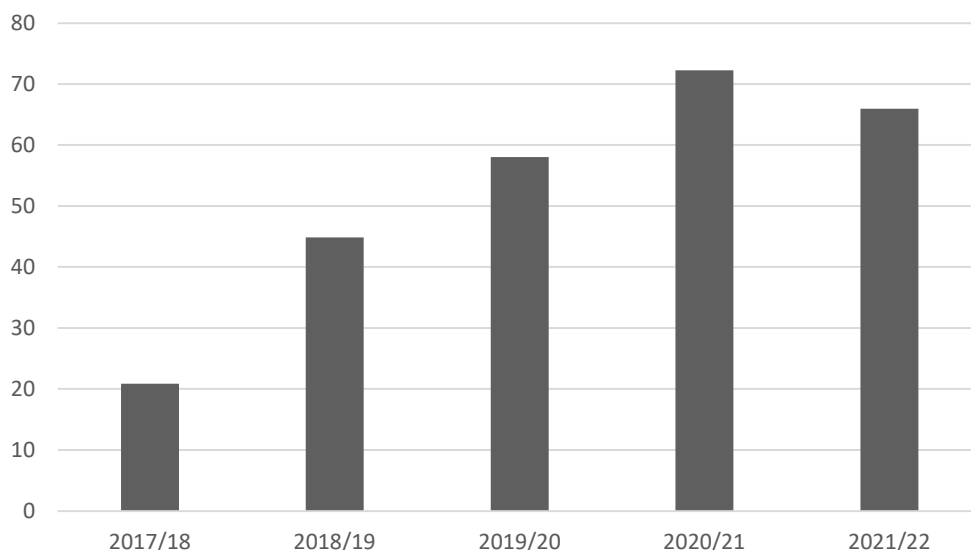
Quelle: Solventis Research, Euroboden GmbH

Eigenkapital fällt und Verbindlichkeiten steigen

Die Bilanzsumme hat sich im vergangenen Gj. durch den Baufortschritt und den Erwerb eines Grundstücks um 33,9 Mio. € auf 401,6 Mio. € erhöht. Auf der Aktiv-Seite kam es vor diesem Hintergrund zu einem Anstieg der **Vorräte** (zum Verkauf bestimmte Immobilien) auf 289,3 Mio. € (Vj. 253,9 Mio. €) und bei den **Finanzimmobilien** (Bestandsimmobilien) um 14,5 Mio. € auf 79,0 Mio. €. Die Forderungen aus LL. reduzierten sich aufgrund der Kaufpreiszahlungen von 26,1 Mio. € auf 2,6 Mio. €. Die liquiden Mittel waren am 30.09.2022 mit 9,8 Mio. € (Vj. 3,4 Mio. €) deutlich höher. Die freie Liquidität lag inklusive der nicht beanspruchten Kreditlinien (38,1 Mio. €) bei 45,9 Mio. € (Vj. 41,5 Mio. €). Zum 28.02.2023 verfügte Euroboden dann nur noch über freie Mittel von 24,2 Mio. € (30.09.2022 45,9 Mio. €). Der Rückgang der freien Liquidität ist u.a. auf den höheren Eigenkapitalanteil bei den neuen Krediten zurückzuführen.

Trotz des nur geringen Konzernjahresfehlbetrags ging das **Eigenkapital** von Euroboden um 8,8% auf 65,9 Mio. € (Vj. 72,2 Mio. €) zurück. Wesentlicher Grund hierfür ist die Ausschüttung über 5,6 Mio. €. Zur gestiegenen Bilanzsumme und geringerem Eigenkapital ergab sich eine **Eigenkapitalquote** von 16,4% (Vj. 19,6%). Auch bei den Verbindlichkeiten kam es zu wesentlichen Änderungen. Aufgrund der kurzen Laufzeit vieler Kredite erhöhten sich die **kurzfristigen Verbindlichkeiten** auf 128,4 Mio. € (Vj. 9,5 Mio. €). Im Gegenzug reduzierten sich die **langfristigen Finanzverbindlichkeiten** auf 84,4 Mio. € (Vj. 173,8 Mio. €). Die **Anleihen** mit einem ausstehenden Volumen von 92,2 Mio. € wurden mit 91,3 Mio. € (Vj. 87,0 Mio. €) bilanziert. Die Verbindlichkeiten aus LL. erhöhten sich auf 12,0 Mio. € (Vj. 4,6 Mio. €).

Von den kurzfristigen Verbindlichkeiten von 128,4 Mio. € hat Euroboden bereits 50 Mio. € (Stand März) refinanziert. Bei den refinanzierenden Banken handelt es sich um bestehende Finanzierungspartner. Euroboden zahlt in der Regel Euribor + Marge. Die Marge soll weiterhin zwischen 2-3 Prozentpunkten liegen.

Euroboden: Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €)

Quelle: Solventis Research, Euroboden GmbH

Der **Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit** blieb im vergangenen Geschäftsjahr nahezu unverändert. Die Abflüsse beliefen sich auf 7,6 Mio. € (Vj. 6,9 Mio. €).

Der Mittelabfluss aus **Investitionen** sank auf 6,9 Mio. € (Vj. 28,7 Mio. €). Neben den geringeren Investitionen in die Büroimmobilie Hammerschmidt (13,3 Mio. €, Vj. 28,2 Mio. €) profitierte Euroboden von dem Verkauf eines Grundstücks (6,5 Mio. €).

Wie schon im Vorjahr wuchs die Netto-Kreditaufnahme mit den Finanzierungsbedürfnissen bei steigender Geschäftstätigkeit. Neben der Anleiheemission (4,0 Mio. €, Vj. 35,2 Mio. €) wurden auch weitere Netto-Bankkredite (32,0 Mio. €, Vj. 27,4 Mio. €) aufgenommen. An die Gesellschafter gab es eine Ausschüttung von 5,6 Mio. € (Vj. 4,5 Mio. €). Insgesamt belief sich der **Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten** auf 20,9 Mio. € (Vj. 35,8 Mio. €).

Ausblick 2022/23

Beim Ausblick für 2022/23 bleibt Euroboden vage. Für das Gj. 2022/23 erwartet Euroboden einen Anstieg der Umsatzerlöse (2021/22: 44,6 Mio. €) und einen Rückgang der Gesamtleistung (2021/22: 80,3 Mio. €). Das Konzernergebnis soll auf Vorjahresniveau verbleiben. Mögliche Abschreibungen aufgrund weiter fallender Grundstücks- und Immobilienpreise sind in der Prognose unseres Erachtens nur bedingt berücksichtigt.

Wir schätzen den Umsatz 2022/23 auf 70 Mio. € und die Gesamtleistung auf 60 Mio. €. Für die Bestandsveränderungen setzen wir -10 Mio. € an. Der Rückgang resultiert aus Projektverkäufen, Wertminderungen auf Projekte und ausbleibenden Grundstückskäufen. Dem stehen die Baukosten für die Projekte in Berlin und am Starnberger See entgegen. Wir halten es für unwahrscheinlich, dass Euroboden in diesem Jahr Grundstücke erwerben wird.

Aufgrund der variablen Verzinsung gehen wir davon aus, dass das negative Finanzergebnis in diesem Jahr deutlich steigt. Die Zinsaufwendungen werden sich für die variabel verzinsten Darlehen nahezu verdoppeln.

Unter dem Strich erwarten wir in diesem Gj. einen Verlust von 5,3 Mio. €, darin enthalten sind auch Wertminderungen auf Grundstücke. Die Wertminderungen dürften sich insgesamt in Grenzen halten, da Euroboden vor der Krise über hohe stille Reserven verfügte.

Credit Metrics

Die **Nettofinanzverbindlichkeiten** stiegen durch die zugekauften Grundstücke auf 294,3 Mio. € (Vj. 266,9 Mio. €). Durch den Verlust, die Ausschüttung und der Bilanzverlängerung sank die **EK-Quote** auf 16,4%.

Euroboden: Credit Metrics

	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Nettofinanzverbindlichkeiten (Mio. €)	294,3	310,9	272,2	211,3
EK-Quote	16,4%	15,4%	14,0%	15,5%
EK-Quote (bereinigt um liquide Mittel)	16,8%	15,6%	15,9%	18,7%
Nettofinanzverbindlichkeiten/EK (Gearing)	4,5	5,1	5,0	4,1
Nettofinanzverbindlichkeiten/EBITDA	32,6	31,7	29,4	20,1
EBIT/Zinsaufwendungen	0,8	0,5	0,5	0,7

Quelle: Solventis Research

Der **Nettoverschuldungsgrad** steigt auf 4,5 (Vj. 3,7). Das Verhältnis von **Nettofinanzverbindlichkeiten** zu **EBITDA** verschlechtert sich auf 32,6 (Vj. 7,4) und der **Zinsdeckungsgrad** auf 0,5 (Vj. 3,5).

Vergleichbare Anleihen

In den letzten Jahren hat die Zahl der Mittelstandsanleihen aus der Immobilienbranche stark zugenommen. In unserer Analyse verwenden wir 13 unbesicherte und 5 besicherte Anleihen, die folgende Aufnahmekriterien erfüllen:

- Land: Deutschland
- 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	Zeitraum der Platzierung	Plattform	(Ziel-) Volumen in Mio. €	Vollplatziert	Kupon	Kurs 24.04.	Rendite p.a.
Unbesichert								
AOC I STADT IHS 22/27	DE000A3MQBD5	Apr 22	FV FRA	30	Nein	7,500%	102,50	6,88%
BAUAKZENTE B IHS 22/27	DE000A30VGQ1	Sep 22	FV FRA	8	Nein	6,500%	99,01	6,76%
BENO HOLDING 20/27	DE000A3H2XT2	Nov 20	FV MUC	30	Nein	5,300%	86,25	9,22%
EUROBODEN GMBH IHS 19/24	DE000A2YNXQ5	Okt 19	FV FRA	40	Ja	5,500%	52,60	67,55%
EUROBODEN GMBH IHS 20/25	DE000A289EM6	Nov 20	FV FRA	75	Nein	5,500%	40,62	54,13%
GROSS+PART IHS 20/25	DE000A254N04	Feb 20	FV FRA	100	Nein	5,000%	88,00	14,12%
NORATIS AG 20/25	DE000A3H2TV6	Nov 20	FV FRA	50	Nein	5,500%	91,75	9,26%
NORATIS AG 21/27	DE000A3E5WP8	Aug 21	FV FRA	10	Nein	4,750%	101,00	4,48%
PANDION AG IHS 21/26	DE000A289YC5	Feb 21	FV FRA	45	Ja	5,500%	84,50	12,40%
PUBLITY AG ANL.20/25	DE000A254RV3	Jun 20	FV FRA	50	Nein	5,500%	53,25	42,82%
RAMFORT GMBH IHS 21/26	DE000A3H2T47	Mrz 21	FV FRA	10	Nein	6,750%	31,00	28,08%
REAL EST+ASSET BET. 18/25	DE000A2G9G80	Jan 18	FV HH	75	Nein	3,750%	49,05	4,89%
VERIANOS REAL ANL 20/25	DE000A254Y19	Mrz 20	FV FRA	30	Nein	6,000%	92,00	10,97%
Mittelwert ohne Euroboden				39,8		5,641%		13,63%
Median ohne Euroboden				30,0		5,500%		9,26%
Besichert								
FCR IMMOBILIEN ANL 19/24	DE000A2TSB16	Apr 19	FV FRA	30	Ja	5,250%	99,25	6,13%
FCR IMMOBILIEN ANL 20/25	DE000A254TQ9	Apr 20	FV FRA	30	nein	4,250%	97,00	6,04%
HENRI BROEN HOLDING 20/25	DE000A283WQ2	Dez 20	FV FRA	25	Nein	7,500%	90,00	12,09%
M OBJEKT RE ANL 19/24	DE000A2YNRD5	Jul 19	FV MUC	35	Nein	6,000%	46,75	98,69%
ROCHADE FINA ANL 20/25	DE000A3H2X90	Nov 20	FV FRA	121	Ja	3,753%	101,25	3,23%
Mittelwert				48,2		5,351%		25,23%
Median				30,0		5,250%		6,13%
Gesamt								
Mittelwert ohne Euroboden				42,4		5,550%		17,25%
Median ohne Euroboden				30,0		5,500%		9,24%

* Ohne Euroboden Anleihen

S=Scope, C=Creditreform

Quelle: Solventis Research, bondguide, Refinitiv Datastream

Die Zentralbanken haben die Zinsen in den letzten Monaten deutlich angehoben. Der aktuelle Leitzins der EZB liegt bei 3,5%. Dieser deutliche Anstieg hinterlässt auch bei den Mittelstandsanleihen Spuren - insbesondere bei den Anleihen von Immobiliengesellschaften. Der Markt für Neuemissionen von Immobilienunternehmen ist derzeit ausgetrocknet. Lediglich Unternehmen wie Vonovia können sich noch über den Kapitalmarkt refinanzieren. Auslaufende Anleihen werden zurückgezahlt oder durch Gläubigerversammlungen verlängert. Mit einer Erholung ist erst zu rechnen, wenn sich die Zinsen stabilisieren oder sinken.

Die beiden Anleihen von Euroboden sind von diesen Entwicklungen besonders betroffen und liegen mit Kursen von 52,60% (Anleihe III) bzw. 40,62% (Anleihe IV) deutlich unter dem Nennwert von 100%. Daraus ergeben sich Renditen von 67,55% (Anleihe III) bzw. 54,13% (Anleihe IV). Damit liegen die Renditen über den Durchschnitts- bzw. Median-Renditen der unbesicherten Anleihen, siehe Tabelle auf S. 8. Diese beträgt im Durchschnitt 13,63% bzw. im Median 9,26%. Inklusive der besicherten Anleihen sind Renditen von 17,25% (Durchschnitt) bzw. 9,24% (Median) zu verzeichnen.

Fazit

Die rasant gestiegenen Zinsen haben den Immobilienmarkt in Deutschland kräftig durcheinandergewirbelt. Die Nachfrage nach Immobilien zeigt noch keine Erholung. Auch Euroboden verspürt noch keine wesentliche Belebung der Nachfrage.

Zur Stärkung der Liquiditätsposition hat Euroboden beschlossen, in den nächsten 1 - 2 Jahren 10 Projekte zu veräußern. Von den verbleibenden Projekten steht kein Projekt unmittelbar vor Baubeginn. Das Management geht davon aus, mit diesen Maßnahmen die Anleihen zurückzahlen zu können.

Aus unserer Sicht ist eine fristgerechte Rückzahlung realistisch, wenn sich die Situation am Immobilienmarkt stabilisiert und die Nachfrage wieder steigt. Eine Refinanzierung der beiden Anleihen könnte aus unserer Sicht gelingen, wenn die im Bau befindlichen Projekte inkl. Hammerschmidt verkauft werden.

Wir gehen davon aus, dass Euroboden zunächst weitere Verluste schreibt. Weitere Wertminderungen dürfte es auch 2022/23 geben, da die Immobilienpreise vor allem seit Beginn des Q4'2022 deutlich gefallen sind.

Aufgrund der Unsicherheiten am Immobilienmarkt und der Entwicklung der relevanten Kredit-Kennzahlen stufen wir unsere Empfehlung für die Anleihe 2020/25 auf „Neutral“ nach „Attraktiv“ herab.

Anhang: GuV und Bilanz

Euroboden: GuV (in Tsd. €)

	21/22	yoy	22/23e	yoy	23/24e	yoy	24/25e	yoy
Umsatz	44.582	-45,1%	70.000	57,0%	75.000	7,1%	75.000	0,0%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	35.369	-35,4%	-20.000	-156,5%	-45.000	-125,0%	-50.000	-11,1%
andere aktivierte Eigenleistungen	382	8,1%	0	-100,0%	0	n.m.	0	n.m.
Gesamtleistung	80.333	-41,1%	50.000	-37,8%	30.000	-40,0%	25.000	-16,7%
Materialaufwand	56.437	-38,5%	23.400	-58,5%	5.000	-78,6%	0	-100,0%
Rohergebnis	23.896	-46,4%	26.600	11,3%	25.000	-6,0%	25.000	0,0%
Personalaufwand	7.293	10,0%	6.928	-5,0%	6.928	0,0%	7.067	2,0%
Erträge FV-Anpassung Finanzimmobilien	2.006	-65,9%	0	n.m.	0	n.m.	0	n.m.
sonstige betriebliche Erträge	823	126,0%	330	-59,9%	360	9,1%	375	4,2%
sonstige betriebliche Aufwendungen	10.399	24,9%	10.191	-2,0%	9.172	-10,0%	7.796	-15,0%
EBITDA	9.033	-74,8%	9.810	8,6%	9.259	-5,6%	10.512	13,5%
EBITDA-Marge	20,3%	-23,9 pp	14,0%	-6,2 pp	12,3%	-1,7 pp	14,0%	1,7 pp
Abschreibungen	1.007	2,4%	926	-8,1%	870	-6,0%	860	-1,1%
EBIT	8.026	-77,0%	8.884	10,7%	8.389	-5,6%	9.652	15,0%
EBIT-Marge	18,0%	-24,9 pp	12,7%	-5,3 pp	11,2%	-1,5 pp	12,9%	1,7 pp
Zinserträge	493	141,0%	300	-39,2%	250	n.m.	300	n.m.
Zinsaufwand	9.829	-1,5%	16.212	64,9%	16.459	1,5%	13.693	-16,8%
Finanzergebnis	-9.335	4,5%	-15.912	-70,4%	-16.209	-1,9%	-13.393	17,4%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	-1.310	-105,2%	-7.028	-436,7%	-7.820	-11,3%	-3.742	52,2%
EBT-Marge	-2,9%	-33,8 pp	-10,0%	-7,1 pp	-10,4%	-0,4 pp	-5,0%	5,4 pp
Steuern	-622	-109,7%	-1.722	176,9%	-1.916	11,3%	-917	-52,2%
Steuerquote	47,5%	22,1 pp	24,5%	-23,0 pp	24,5%	-0,0 pp	24,5%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	-688	-103,7%	-5.306	-671,6%	-5.904	-11,3%	-2.825	52,2%
Anteile Dritter	-211	-416,0%	0	n.m.	0	n.m.	0	n.m.
Konzernjahresüberschuss	-477	-102,6%	-5.306	-1012,5%	-5.904	-11,3%	-2.825	52,2%

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

Euroboden: Bilanz (in Tsd. €)

	21/22	yoy	22/23e	yoy	23/24e	yoy	24/25e	yoy
Aktiva								
Liquide Mittel	9.816	185,2%	4.198	-57,2%	47.823	1039,3%	57.324	19,9%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	2.639	-89,9%	15.454	485,5%	14.958	-3,2%	3.000	-79,9%
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke, Vorräte	289.318	13,9%	269.318	-6,9%	224.318	-16,7%	174.318	-22,3%
Sonstige Vermögenswerte	7.173	50,0%	6.193	-13,7%	5.761	-7,0%	2.206	-61,7%
Summe Umlaufvermögen	308.946	7,2%	295.162	-4,5%	292.860	-0,8%	236.848	-19,1%
Sachanlagen	2.855	-9,0%	3.619	26,8%	3.557	-1,7%	3.497	-1,7%
Immaterielle Vermögenswerte	246	15,7%	246	0,0%	246	0,0%	246	0,0%
Finanzimmobilien	78.950	22,4%	85.000	7,7%	85.000	0,0%	85.000	0,0%
Latente Steuern	4.730	-3,6%	4.551	-3,8%	6.213	36,5%	6.453	3,9%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	5.839	-11,5%	5.000	-14,4%	4.000	-20,0%	3.000	-25,0%
Summe Anlagevermögen	92.621	16,7%	98.416	6,3%	99.016	0,6%	98.196	-0,8%
Bilanzsumme	401.567	9,2%	393.578	-2,0%	391.876	-0,4%	335.044	-14,5%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	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%
Gewinnrücklagen	66.141	-8,4%	60.836	-8,0%	54.932	-9,7%	52.107	-5,1%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	66.348	-8,4%	61.042	-8,0%	55.138	-9,7%	52.313	-5,1%
Anteile in Fremdbesitz	-400	111,1%	-400	0,0%	-400	0,0%	-400	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	65.947	-8,7%	60.641	-8,0%	54.737	-9,7%	51.912	-5,2%
Langfristige Schulden								
Rückstellungen	733	166,1%	733	0,0%	733	0,0%	733	0,0%
Anleihe	91.287	4,9%	91.787	0,5%	91.987	0,2%	52.200	-43,3%
Finanzverbindlichkeiten	84.382	-51,5%	141.835	68,1%	138.002	-2,7%	106.444	-22,9%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	6.394	-37,6%	1.745	-72,7%	1.745	0,0%	1.745	0,0%
Summe langfristige Schulden	182.796	-32,6%	236.100	29,2%	232.467	-1,5%	161.122	-30,7%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	550	292,7%	566	2,9%	741	31,1%	717	-3,2%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	11.966	158,5%	8.562	-28,4%	7.225	-15,6%	5.861	-18,9%
Finanzverbindlichkeiten	128.406	1246,1%	81.435	-36,6%	90.000	10,5%	110.001	22,2%
Steuerverbindlichkeiten	10.055	26,5%	3.922	-61,0%	3.622	-7,7%	2.446	-32,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	1.846	1,6%	2.352	27,4%	3.083	31,1%	2.983	-3,3%
Summe kurzfristige Schulden	152.823	534,8%	96.836	-36,6%	104.672	8,1%	122.010	16,6%
Bilanzsumme	401.567	9,2%	393.578	-2,0%	391.876	-0,4%	335.044	-14,5%

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: **24.04.2023, 10:30 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **24.04.2023, 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
11.08.22	Nico Löchner	attraktiv	94,6%	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.22 - 31.03.23)		in %	Auftrags- research	in %
Kaufen/attraktiv	60	95,2%	51	81,0%
Halten/neutral	3	4,8%	3	4,8%
Verkaufen/unattraktiv	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	63	100,0%	54	85,7%

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 entsprechen den 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.