

17. Oktober 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1
Europe
Industrials
(2018)



Platz 2
German
Software & IT
(2018)



Platz 1
German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

The Grounds AG

Investor-Deal könnte neuen Wachstumsschub ermöglichen

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 0,90 € | **Kursziel:** 2,60 € (zuvor: 2,80 €)

Analyst: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Berlin
Branche:	Wohnimmobilien
Mitarbeiter:	14
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2GSVV5
Ticker:	AMMN:GR
Kurs:	0,90 Euro
Marktsegment:	Primärmarkt D-dorf
Aktienanzahl:	17,8 Mio. Stück
Market-Cap:	16,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	103,1 Mio. Euro
Free Float:	25,8 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,12 / 0,70 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	4,5 Tsd. Euro / Tag

Strategischer Investor vor dem Einstieg

Am Freitag, den 13. Oktober, hat The Grounds Pläne für eine deutliche Stärkung der eigenen Finanzkraft veröffentlicht. Kern der Meldung ist die Vereinbarung mit der Investmentgesellschaft H.I.G., die bei einem planmäßigen Abschluss des Vorhabens im Zuge einer Kapitalerhöhung die Mehrheit an The Grounds übernehmen könnte. Hierfür soll der Hauptversammlung eine Bezugsrechtskapitalerhöhung im Volumen von 40 bis 75 Mio. Euro vorgeschlagen werden, wobei bisherige Hauptaktionäre, die zusammen 73 Prozent der Anteile halten, auf ihre Bezugsrechte zugunsten von H.I.G. verzichten würden. Im Vorfeld soll aber noch die ausstehende Wandelanleihe restrukturiert werden. Hierbei sollen die Laufzeit verlängert und der Zins erhöht werden, gleichzeitig sollen das Wandlungsrecht und die Klausel über den Kontrollwechsel wegfallen. Entsprechende Verhandlungen mit den Gläubigern der Anleihe sollen nun unmittelbar folgen, wobei sich The Grounds bezüglich der Erfolgsaussichten wegen der Gläubigerstruktur und der mit dem H.I.G.-Einstieg aufgezeigten Wachstumsperspektiven zuversichtlich zeigt. Unabhängig davon hat H.I.G. eine weitere Anleihe von The Grounds im Volumen von 10 Mio. Euro gezeichnet, mit der die laufenden Projekte weiter fortgeführt werden sollen.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	31,3	31,6	36,8	40,3	75,4	98,6
EBIT (Mio. Euro)*	6,0	9,1	3,3	4,6	7,3	10,7
Jahresüberschuss*	3,6	4,9	1,2	0,3	2,2	4,5
EpS*	0,22	0,28	0,07	0,02	0,12	0,25
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05
Umsatzwachstum	124,3%	1,0%	16,3%	9,6%	87,2%	30,8%
Gewinnwachstum	158.933,6%	36,9%	-76,3%	-71,0%	552,6%	102,0%
KUV	0,51	0,51	0,44	0,40	0,21	0,16
KGV	4,5	3,3	13,7	47,3	8,0	3,8
EV / EBIT	17,3	11,3	30,8	22,6	14,2	9,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,6%

* bis inkl. 2022 mit Bewertungsergebnis, ab 2023 ohne

Hierbei spricht das Unternehmen von einer Brückenfinanzierung, bis die geplante Kapitalerhöhung umgesetzt ist.

Deutlicher Umsatzrückgang

Die H.I.G.-Meldung und die hieraus resultierenden Perspektiven haben den Ende September veröffentlichte Halbjahresbericht etwas in den Hintergrund treten lassen, der eine angesichts der Marktlage nicht unerwartete deutliche Abschwächung der Geschäftsdynamik zeigte. So hat The Grounds im ersten Halbjahr 2023 16,2 Mio. Euro umgesetzt, was gegenüber der Vorjahresperiode einem Rückgang um 24 Prozent entspricht. Der Großteil der Erlöse (13 Mio. Euro) wurde mit der Umsatzrealisierung im Gleichschritt mit dem Baufortschritt bereits verkaufter Neubauobjekte erzielt. Wie im Vorjahr, trugen dazu die Bauarbeiten an den Projekten LennéQuartier und Property Garden in Magdeburg sowie die Errichtung der Reihenhäuser in Erkner (Projekt Terra Homes) bei. Darüber hinaus ist auch das Bauprojekt Maggie in Berlin Lichtenberg, in dessen Rahmen die bestehende Bebauung mit weiteren 27 Einheiten aufgestockt und verdichtet wird, gestartet. Weitere 1,8 Mio. Euro wurden mit der klassischen Privatisierung bestehender Wohnungen (in Meppen und Dallgow-Döberitz) umgesetzt, während die Mieterlöse stabil bei 0,9 Mio. Euro blieben

Rohergebnis sinkt um 44 Prozent

Mit dem Rückgang der Erlöse hat auch der Materialaufwand abgenommen, wenn auch mit 17 Prozent (auf 14,4 Mio. Euro) nur deutlich unterproportional. Zurückzuführen ist die Diskrepanz auf den veränderten Umsatzmix und vor allem auf unterschiedliche Bauphasen, die letztes Jahr bzw. dieses Jahr abgerechnet wurden (z.B. ist die Grundstückskomponente bei einem Projekt oft mit einer höheren Marge verbunden als die anschließende Bauphase). Auch haben sich die letztjährigen Preissteigerungen bei laufenden Projekten, so begrenzt sie bei The Grounds in Summe geblieben sind, auf die in diesem Jahr gezeigte Marge ausgewirkt. Abzüglich des Materialaufwands und zusätzlich der sonstigen betrieblichen Erträge (0,2 Mio. Euro) und der positiven Bestandsveränderung (0,6 Mio. Euro) wurde somit ein Rohergebnis von 2,6

Mio. Euro erzielt, 44 Prozent weniger als vor einem Jahr. Anders als im Vorjahr (+0,2 Mio. Euro), wurden zudem im ersten Halbjahr keinerlei Bewertungseffekte in der GuV erfasst.

Geschäftszahlen	HJ 22	HJ 23	Änderung
Umsatz	21,38	16,22	-24,2%
davon Verkäufe	20,32	15,32	-24,6%
davon Vermietung	0,89	0,90	+0,9%
Rohergebnis	4,61	2,59	-43,9%
<i>Rohmarge</i>	<i>21,6%</i>	<i>16,0%</i>	
Bewertungsergebnis	0,25	0,00	-100,0%
EBIT	2,87	0,35	-87,7%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>13,4%</i>	<i>2,2%</i>	
Finanzergebnis	-0,97	-1,96	-
Vorsteuerergebnis	1,89	-1,61	-
<i>Vorsteuermarge</i>	<i>8,9%</i>	<i>-9,9%</i>	
Nettoergebnis	1,44	-0,84	-
<i>Nettomarge</i>	<i>6,7%</i>	<i>-5,2%</i>	
Free-Cashflow	10,77	-7,79	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Kosten weiter gestiegen

Kostenseitig blieb die Entwicklung uneinheitlich. Während der Personalaufwand leicht auf 1,0 Mio. Euro gesunken ist, haben sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 36 Prozent auf 1,1 Mio. Euro erhöht. Auf Nachfrage begründet das Unternehmen dies mit breit gestreuten Effekten in Folge der allgemeinen Inflation. In Summe haben sich die Overhead-Kosten um 12 Prozent erhöht.

EBIT gesunken, EBT im Minus

Aus der Kombination des geringeren Rohertrags und der weiter gestiegenen Overhead-Kosten hat sich ein kräftiger EBIT-Rückgang um 88 Prozent auf nur noch 0,4 Mio. Euro ergeben. Da sich gleichzeitig das negative Finanzergebnis wegen höherer Kredite und Zinsen einerseits und geringerer Zinserträge andererseits auf -2,0 Mio. Euro verdoppelt hat, ist das Vorsteuerergebnis mit -1,6 Mio. Euro ins Minus gerutscht, nach +1,9 Mio. Euro im Vorjahr. Nach Steu-

ern und Minderheiten, die sich diesmal dank der Aktivierung von Verlustvorträgen und der Übernahme eines Teils des Verlustes durch konzernfremde Gesellschafter ergebnisentlastend ausgewirkt haben, verblieb ein Halbjahresverlust von -0,8 Mio. Euro.

Hoher Cash-Abfluss

Das geringere Volumen an Wohnungsverkäufen hat sich auch spürbar im operativen Cashflow niedergeschlagen, der sich von +13,1 auf -8,4 Mio. Euro verschlechtert hat. Die größte Verschiebung gab es hier bei der Veränderung der Forderungen, Vorräte und sonstigen kurzfristigen Vermögensgegenstände, welche im Vorjahr positiv mit +8,7 Mio. Euro und im ersten Halbjahr mit -8,2 Mio. Euro zum Cashflow beigetragen hat. Zugenommen haben im ersten Halbjahr dabei vor allem die Vertragsvermögenswerte, in denen sich der noch nicht fakturierte Baufortschritt widerspiegelt (+3,9 Mio. Euro auf 4,8 Mio. Euro), sowie die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (+2,3 Mio. Euro auf 4,1 Mio. Euro) und die sonstigen Forderungen (+1,5 Mio. Euro auf 8,0 Mio. Euro), die unter anderem Darlehensforderungen, aktivierte Provisionen für Ankäufe sowie die verfügbungsbeschränkte Liquidität aus Kundenanzahlungen umfassen.

Liquidität deutlich gesunken

Das Vorzeichen gewechselt, allerdings in die entgegengesetzte Richtung, hat auch der Investitions-Cashflow, der sich in Abwesenheit größerer Auszahlungen für das Bestandsportfolio vor allem dank dem Zufluss aus dem Verkauf einiger nicht-strategiekonformer Objekte in Stendal von -2,3 auf +0,6 Mio. Euro verbessert hat. Insgesamt fielt der Free-Cashflow des ersten Halbjahrs aber mit -7,8 Mio. Euro deutlich negativ aus (Vorjahr: +10,8 Mio. Euro), was teilweise durch eine zusätzliche Kreditaufnahme und teilweise aus der vorhandenen Liquidität gedeckt wurde. Diese hat sich infolgedessen seit dem Jahreswechsel von 3,8 auf 0,6 Mio. Euro reduziert. Das Unternehmen sieht dies allerdings als nicht problematisch an, weil die Erhöhung des Forderungsbestands nur einen kurzfristigen Stichtagseffekt darstellte, der bereits im Juli mit Zahlungseingang korrigiert wurde. Auch sind in der bilanziellen Liquidität rund 2 Mio. Euro an verfügbungsbeschränkten Mitteln aus Kundenanzahlungen

nicht enthalten, die in sonstigen Forderungen gebucht sind und für die Finanzierung weiterer Baumaßnahmen verwendet werden können.

Immobilienvermögen kaum verändert

Abseits der oben genannten Positionen des Umlaufvermögens gab es im ersten Halbjahr wenig Veränderung auf der Aktivseite der Bilanz. Diese wird weiter klar vom Immobilienvermögen dominiert, das sich auf die Vorräte (Privatisierungsobjekte und Neubauvorhaben) in Höhe von 83,5 Mio. Euro, die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien (Bestandsportfolio) in Höhe von 35,9 Mio. Euro sowie auf die Minderheitsanteile an zwei Immobilienprojekten (2,3 Mio. Euro) aufteilt. Zusammen machen diese drei Posten 84 Prozent der Bilanzsumme von 144,9 Mio. Euro aus.

Eigenkapitalquote gesunken

Auf der Passivseite machen die Finanzverbindlichkeiten (Bankdarlehen und Anleihe) mit insgesamt 84,3 Mio. Euro den Großteil der Bilanzsumme aus. Gegenüber dem Jahreswechsel haben diese somit um 5 Prozent zugenommen. Gleichwohl berichtet The Grounds von einem von 67 auf 65 Prozent verbesserten LTV (als Relation der Nettofinanzverschuldung und des Gross Asset Value). Demgegenüber ist die Eigenkapitalquote wegen des Halbjahresverlustes und der leicht erhöhten Bilanzsumme in den ersten sechs Monaten um 1,8 Prozentpunkte auf 21,8 Prozent gesunken, gegenüber dem Vorjahr beträgt der Rückgang 5,6 Prozent.

Wachstumsprognose bestätigt

Trotz der schwachen Halbjahreszahlen hat The Grounds die Wachstumsprognose für 2023 bestätigt. Demnach soll sich der Umsatz auf 40 bis 45 Mio. Euro erhöhen (Vorjahr: 36,8 Mio. Euro) und eine EBIT-Verbesserung auf 4 bis 5 Mio. Euro ermöglichen (Vorjahr: 3,4 Mio. Euro). Eine zentrale Rolle für diese Prognose nimmt die Erwartung ein, dass der Besserungsschein der Ende 2020 verkauften Logistikimmobilie, für die nun in der zweiten Jahreshälfte mit der Baugenehmigung gerechnet wird, noch dieses

Jahr ertragswirksam wird. Hierbei handelt es sich um einen möglichen Ertrag von bis zu 10 Mio. Euro.

Begrenztes Bewertungsrisiko

Nicht enthalten sind in der Prognose hingegen etwaige Bewertungseffekte, die angesichts der Marktlage und der Entwicklung bei vielen anderen Immobilienunternehmen auch bei The Grounds das Ergebnis belasten könnten. Allerdings sieht das Unternehmen einen stabilisierenden Effekt durch den im Berliner Umland bei Neuvermietungen weiter deutlich aufwärtsgerichteten Mietrend. Darüber hinaus könnte auch die strategische Neujustierung, die Bestandsimmobilien langfristig doch noch im Wege der Einzelprivatisierung zu veräußern und aus diesem Grund für die ersten Objekte noch in diesem Jahr den Aufteilungsprozess zu initialisieren, ceteris paribus für höhere Bewertungsniveaus sorgen und damit den negativen Einfluss der erhöhten Zinsen zumindest teilweise kompensieren.

Projekte weitgehend im Plan

Operativ sollen vor allem die drei laufenden Bauprojekte zum Umsatz des zweiten Halbjahrs beitragen. Hiervon sind zwei (Erkner und Property Garden) bereits komplett verkauft, während sich das Aufstockungs- und Verdichtungsprojekt in Berlin Lichtenberg noch teilweise im Vertrieb befindet. Trotz der schwierigen Marktlage zeigt sich The Grounds mit der Nachfrage nach den neuen Wohnungen zufrieden. Aktuell sind bereits mehr als 60 Prozent der Einheiten verkauft und die übrigen bis auf eine reserviert. Für zwei weitere Wohnungsbauprojekte (erster Abschnitt Börde Bogen in Magdeburg und Blankenfelde-Mahlow), für die schon für das erste Halbjahr die Baugenehmigungen erwartet worden waren, sollen diese nun zeitnah erteilt werden, was den Vertriebsstart ab Anfang 2024 ermöglichen würde. Für Blankenfelde-Mahlow finden aber derzeit noch Gespräche hinsichtlich der Anpassung der JV-Struktur statt, wobei The Grounds nach Aussage des Managements an dem Projekt festhält. Noch keinen Vollzug konnte The Grounds für die Suche nach einem Käufer für das Bürogebäude Central Office in Magdeburg melden, für das bereits Ende 2022 die Baugenehmigung erteilt wurde. Allerdings berichtet das Unter-

nehme auf Nachfrage von vielversprechenden Gesprächen und hält einen baldigen Verkauf und einen Baubeginn Anfang 2024 für möglich.

Projekt-Timeline angepasst

Nachdem wir unsere Schätzungen in unserem letzten Update in Reaktion auf die Zahlen für 2022, die verschlechterten Rahmenbedingungen und die Wiederkonsolidierung des 250-Mio. Euro-Projekts Börde Bogen umfassend überarbeitet hatten, sind die Anpassungen nach dem Halbjahresbericht deutlich geringer ausgefallen. Sie betreffen vor allem die Umsatzzusammensetzung für dieses Jahr. Wir haben nun angenommen, dass sich der komplette Abverkauf des aktuellen Privatisierungsportfolios bis ins nächste Jahr verzögert, auch haben wir den unterstellten zeitlichen Ablauf einiger der Projekte verschoben. Etwas erhöht haben wir dafür den unterstellten Beitrag des Ertrags aus dem Besserungsschein, womit wir auf die diesbezüglich bestätigte Zuversicht des Vorstands reagieren. Von der H.I.G.-Ankündigung haben wir bisher lediglich die neue 10-Mio.-Euro-Anleihe in das Modell integriert. Für die alte Wandelanleihe hatten wir schon bisher eine Verlängerung angenommen und halten hieran fest, für die geplante Kapitalerhöhung ist es hingegen noch zu früh. Diese werden wir erst bei einem größeren Konkretisierungsgrad sowohl bezüglich der Maßnahmen selbst als auch der damit angestrebten Wachstumsinitiativen ins das Modell einbauen.

Umsatz 2023 und 2024 niedriger

Insgesamt haben sich aus den Anpassungen für 2023 und 2024 etwas niedrigere Umsatzschätzungen ergeben (40,3 und 75,4 Mio. Euro statt 42,1 und 82,1 Mio. Euro), dafür aber ist der Zuwachs 2025 nun deutlich stärker (auf 98,6 statt 84,7 Mio. Euro). Für die Folgejahre, für die wir mit stärker pauschalisierten Annahmen vor allem bezüglich der künftigen Bauprojekte arbeiten, sind die Schätzungen unverändert geblieben. Den Zielumsatz für 2030 sehen wir weiterhin bei 64 Mio. Euro.

Marge in 2023 höher, danach niedriger

Durch die Erhöhung des unterstellten Beitrags des Ertrags aus dem Besserungsschein zum diesjährigen Um-

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	40,3	75,4	98,6	104,9	105,0	63,9	64,0	64,1
Umsatzwachstum		87,2%	30,8%	6,4%	0,1%	-39,2%	0,2%	0,1%
EBIT-Marge	11,3%	9,6%	10,9%	11,7%	12,5%	11,9%	12,8%	13,6%
EBIT*	4,6	7,3	10,7	12,3	13,2	7,6	8,2	8,7
Steuersatz	25,0%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,1	2,0	2,9	3,4	3,6	2,1	2,3	2,4
NOPAT	3,4	5,3	7,8	8,9	9,5	5,5	5,9	6,3
+ Abschreibungen & Amortisation	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges*	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	3,8	5,6	7,9	9,0	9,6	5,6	6,0	6,4
- Zunahme Net Working Capital	10,0	11,5	11,5	11,6	1,6	1,6	1,6	1,6
- Investitionen AV	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Free Cashflow	13,8	17,1	19,3	20,5	11,1	7,1	7,5	7,9

SMC Schätzmodell

*ohne Bewertungsergebnisse

satz und Gewinn hat sich die EBIT-Schätzung für 2023 trotz der niedrigeren Erlöse sogar minimal erhöht (auf 4,6 Mio. Euro), was aber durch etwas angehobene Zinsen auf der Ebene des Nettogewinns wieder nivelliert wird. Hier kalkulieren wir dementsprechend weiter mit 0,3 Mio. Euro. Im Hinblick auf die Folgejahre haben zudem die Verschiebungen bei den Projektumsätzen sowie die – geringfügige – Anpassung der Aufwandsquoten zu in Summe leicht reduzierten Margenschätzungen geführt. Die EBIT-Marge am Ende des detaillierten Prognosezeitraums sehen wir nun bei 13,6 Prozent und damit 0,8 Prozentpunkte niedriger als bisher. Den modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, der sich aus all diesen Annahmen ergibt und den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die Tabelle auf der nächsten Seite zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen.

Rahmendaten unverändert

Gleich gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die Eigenkapitalkosten werden nach CAPM auf Basis eines sicheren Zinssatzes von 2,5 Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und eines Be-

tafaktors von 1,4 berechnet und belaufen sich auf 10,6 Prozent. Der unterstellte Fremdkapitalzins liegt bei 6,5 Prozent, woraus in Verbindung mit einem FK-Anteil an der Zielkapitalstruktur von 55 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 27,5 Prozent ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 7,4 Prozent resultiert. Unverändert geblieben sind auch die Basisparameter zur Ermittlung des Terminal Value, der weiterhin auf dem EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums und einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent basiert.

Kursziel nun 2,60 Euro

Aus den Änderungen der Schätzungen sowie aus dem Diskontierungseffekt (seit Mai) ergibt sich ein neuer fairer Wert nach Minderheiten von 46,4 Mio. Euro bzw. 2,59 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 2,60 ableiten (bisher: 2,80 Euro, eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Unverändert geblieben ist hingegen die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, für das wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) weiter vier Punkte vergeben.

Fazit

The Grounds musste im ersten Halbjahr dem schwierigen Marktumfeld Tribut zollen und einen deutlichen Umsatz- und Ergebnismrückgang hinnehmen. Hinter der Planung blieben insbesondere die Verkäufe bestehender Wohnungen (Privatisierung), während die vier laufenden Bauvorhaben weitgehend plangemäß fortgeführt werden konnten. Die hiermit realisierten Umsätze gemäß dem Baufortschritt haben den Großteil der Halbjahreserlöse von 16,2 Mio. Euro ausgemacht und sollen auch im Gesamtjahr für das Gros des Umsatzes sorgen.

Diesen strebt The Grounds weiter in der Größenordnung von 40 bis 45 Mio. Euro an. Auch die EBIT-Prognose (4 bis 5 Mio. Euro) wurde bestätigt. Für beide Ziele spielt die Erwartung, dass aus dem Ende 2020 erhaltenen Besserungsschein auf den Verkaufspreis einer Logistikimmobilie noch 2023 ein Ertrag in signifikanter siebenstelliger Höhe erzielt werden kann, eine zentrale Rolle. Explizit nicht enthalten sind in der Prognose hingegen etwaige Bewertungseffekte, von denen diesmal, anders als in den Vorjahren, eher ein negativer Beitrag zu erwarten ist. Allerdings dürfte dieser, falls überhaupt, im Branchenvergleich unterdurchschnittlich ausfallen, weil The Grounds weiter von einem deutlichen Mietanstieg im Portfolio berichtet. Auch sollte die strategische Festlegung auf den künftigen Einzelvertrieb der im Bestand gehaltenen Wohnungen dazu führen, dass den betreffenden Ob-

jekten höhere Bewertungs-Multiples zugebilligt werden.

Wegen der zunächst fehlenden Cash-Wirksamkeit haben wir auf die Ansetzung etwaiger Bewertungseffekte in unserem Modell, wie üblich, ohnehin verzichtet. Stattdessen haben wir aber unsere Schätzungen in Reaktion auf die Halbjahreszahlen an mehreren Stellen angepasst, wobei wir uns im Hinblick auf 2023 weiterhin im Rahmen der Unternehmensprognose bewegen. Aus den Änderungen ergibt sich ein neues Kursziel von 2,60 Euro, das gegenüber dem aktuellen Kurs ein Verdreifachungspotenzial signalisiert. Die sehr hohe Diskrepanz erklärt sich unseres Erachtens aus den Sorgen der Anleger um das Gelingen der bis April 2024 anstehenden Refinanzierung.

Mit der jüngsten Meldung über den geplanten Einstieg von H.I.G. als neuen Mehrheitsaktionär dürfte die Wahrscheinlichkeit für eine erfolgreiche Laufzeitverlängerung der Anleihe aber deutlich zugenommen haben, weil damit den Gläubigern eine vielversprechende Wachstumsperspektive aufgezeigt wird, mit der The Grounds sogar von der aktuellen Branchenkrise profitieren könnte. Aufgrund der Erwartung, dass auf dieser Basis die angestrebte Restrukturierung der ausstehenden Wandelanleihe in den nächsten Wochen gelingen wird, belassen wir unser Urteil unverändert auf „Buy“.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Mit der Schwerpunktlegung auf Wohnimmobilien adressiert The Grounds einen attraktiven Markt, der sich fundamental durch einen merklichen Nachfrageüberhang auszeichnet.
- Die Kombination der Geschäftsfelder Entwicklung, Bestandshaltung und Privatisierung bietet prinzipiell ein attraktives Chance-Risiko-Profil, das die Vorteile der drei Bereiche verbindet.
- Seit der Ausrichtung auf das aktuelle Geschäftsmodell wurde ein hohes und profitables Wachstum erzielt.
- Der Vorstand und sein Team verfügen über einen überzeugenden Track-Record beim Aufbau und Management großer, börsennotierter Immobilienunternehmen.

Chancen

- Der erfolgreiche Vollzug des angekündigten H.I.G.-Einstiegs würde die Finanzkraft deutlich stärken und einen dynamischen Expansionskurs ermöglichen.
- Das bestehende Entwicklungsportfolio bietet ein sehr großes Ertragspotenzial.
- Die angekündigte Errichtung einer Chip-Gigafabrik in Magdeburg dürfte das Potenzial der dortigen Projektentwicklungen deutlich vergrößern.
- Aus dem Besserungsschein winkt The Grounds ein hoher Gewinn von maximal fast 10 Mio. Euro.
- Die Durchschnittsmieten im Bestandsportfolio liegen teils deutlich unter dem Marktniveau, was ein erhebliches Potenzial für steigende Mietnahmen und für Aufwertungsgewinne bietet.
- Der aktuelle Börsenkurs scheint maßgeblich von der Sorge um die anstehende Refinanzierung der Wandelanleihe belastet. Die Lösung dieser Frage könnte für einen kräftigen Sprung sorgen.

Schwächen

- Wegen ihrer Abhängigkeit von einzelnen Projekten und Verkäufen sind die Umsätze und Erträge hoch volatil und schwer prognostizierbar.
- Aktuell und in den nächsten Jahren wird das Geschäft klar von der Projektentwicklung dominiert, was den Diversifikationseffekt der Dreisäulen-Strategie begrenzt.
- 2022 wurde das EBIT-Ziel verfehlt. Auch im ersten Halbjahr war das EBIT deutlich rückläufig, während das EBT und das Periodenergebnis ins Minus rutschten.
- Mit dem Abschied von Herrn Krienen hat The Grounds eine prägende Figur verloren.
- Das Immobiliengeschäft ist kapitalintensiv und setzt ein stabiles Finanzierungsumfeld voraus.

Risiken

- Die erfolgreiche Restrukturierung der 2024 fälligen Wandelanleihe ist noch genauso wenig gesichert wie der H.I.G.-Einstieg.
- Die aktuelle Schwäche der Kaufnachfrage nach Immobilien könnte noch länger anhalten.
- Im aktuellen Umfeld sind deutliche Bewertungskorrekturen im Portfolio möglich.
- Die diesjährige Umsatz- und Ergebnisprognose hängt hochgradig von der Ertragswirksamkeit des Besserungsscheins ab.
- Die Immobilienentwicklung birgt vielfältige Risiken wie politische und behördliche Einflussnahme, Altlasten, Planungsfehler sowie finanzielle und/oder zeitliche Budgetüberschreitungen.
- Die interventionistische Wohnungspolitik könnte weiter intensiviert werden.
- Unzureichende oder zu teure Ankäufe könnten die weitere Entwicklung erschweren.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	43,2	43,1	43,1	43,0	43,0	43,0	43,0	43,0	43,0
1. Immat. VG	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
2. Sachanlagen	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
3. Als Finanzinv. gehaltene Immobilien	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8
II. UV Summe	94,4	96,8	91,1	87,2	84,1	81,6	79,7	85,0	90,5
1. Vorratsvermögen	82,8	74,3	64,3	54,3	44,3	44,3	44,3	44,3	44,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	32,6	32,9	34,9	39,0	43,8	49,2	50,4	53,8	57,4
II. Rückstellungen	1,4	1,9	2,5	3,0	3,6	4,1	4,7	5,3	5,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	50,7	50,7	40,7	33,7	26,7	20,7	17,7	17,7	17,7
2. Kurzfristiges FK	53,6	55,1	56,7	55,2	53,7	51,2	50,5	51,9	53,2
BILANZSUMME	138,3	140,6	134,8	130,9	127,8	125,3	123,3	128,6	134,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	36,8	40,3	75,4	98,6	104,9	105,0	63,9	64,0	64,1
Rohertrag	5,8	8,5	11,1	14,7	16,3	17,2	11,6	12,2	12,7
EBITDA*	2,7	4,7	7,4	10,8	12,4	13,3	7,7	8,3	8,8
EBIT*	3,3	4,6	7,3	10,7	12,3	13,2	7,6	8,2	8,7
EBT*	1,6	0,5	2,8	6,5	8,7	10,4	5,6	6,6	7,3
JÜ (vor Ant. Dritter)*	1,2	0,3	2,0	4,7	6,3	7,5	4,1	4,8	5,3
JÜ*	1,2	0,3	2,0	4,3	4,9	4,5	3,1	3,7	5,3
EPS*	0,07	0,02	0,11	0,24	0,28	0,26	0,17	0,21	0,30

* 2022 mit Bewertungsergebnis, ab 2023 ohne

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	-12,5	10,8	13,9	16,4	18,0	9,2	5,7	6,5	7,0
CF aus Investition	-4,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
CF Finanzierung	16,7	0,0	-10,0	-10,6	-11,5	-12,2	-7,9	-1,4	-1,7
Liquidität Jahresanfa.	2,4	2,3	13,0	16,9	22,5	28,9	25,8	23,6	28,6
Liquidität Jahresende	2,3	13,0	16,9	22,5	28,9	25,8	23,6	28,6	33,8

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	16,3%	9,6%	87,2%	30,8%	6,4%	0,1%	-39,2%	0,2%	0,1%
Rohtragsmarge	15,8%	21,2%	14,7%	14,9%	15,6%	16,4%	18,2%	19,0%	19,8%
EBITDA-Marge	7,3%	11,8%	9,8%	11,0%	11,8%	12,6%	12,1%	12,9%	13,8%
EBIT-Marge	9,1%	11,3%	9,6%	10,9%	11,7%	12,5%	11,9%	12,8%	13,6%
EBT-Marge	4,3%	1,2%	3,7%	6,6%	8,3%	9,9%	8,8%	10,3%	11,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,2%	0,8%	2,6%	4,3%	4,7%	4,3%	4,8%	5,8%	8,3%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,4%	4,10	3,70	3,37	3,10	2,87
6,9%	3,53	3,21	2,95	2,73	2,54
7,4%	3,06	2,81	2,59	2,41	2,25
7,9%	2,67	2,46	2,29	2,13	2,00
8,4%	2,34	2,17	2,02	1,89	1,78

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 17.10.2023 um 7:40 Uhr fertiggestellt und am 17.10.2023 um 8:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:
<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
23.05.2022	Buy	2,80 Euro	1), 3)
30.09.2022	Buy	3,10 Euro	1), 3), 4)
21.04.2022	Buy	3,60 Euro	1), 3)
07.02.2022	Buy	3,90 Euro	1), 3)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: zwei Updates

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.