

# FCR Immobilien AG

Deutschland | Immobilien | Marktkapitalisierung EUR 144,5 Mio.

18-01-2023

UPDATE



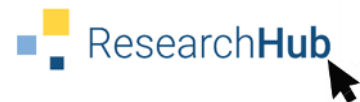
## Portfolio-Optimierung sowie verbesserte Finanzierungsstruktur

### What's it all about?

Die FCR Immobilien AG ("FCR") gab bekannt, dass sie im Rahmen ihrer Strategie, sich auf Fachmarktimmobilien in etablierten Sekundärstandorten in Deutschland zu konzentrieren, einige signifikante Portfoliooptimierungen vorgenommen hat. Zudem wird FCR mit der Begebung eines Schuldscheindarlehens in Höhe von EUR 10 Mio. / 3,8%, die EUR 25 Mio. / 6% Kupon Anleihe ablösen, was zu einer deutlichen Reduzierung der zukünftigen Zinszahlungen führt (Nettozinseinsparung von EUR 1,1 Mio.). Dies ist bereits die dritte Anleihe, die FCR fristgerecht zurückgezahlt hat. Alle diese Anleihen haben zu der tadellosen Erfolgsbilanz des Unternehmens auf dem oft angeschlagenen deutschen Markt für Mittelstandsanleihen beigetragen. Wir bekräftigen unser BUY-Rating mit einem unveränderten Kursziel von EUR 23,50, was ein robustes Kurspotenzial von rund 60% impliziert.

### KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel	EUR 23,50 (23,50)
Aktueller Kurs	EUR 14,80
Kurspotenzial	58,8%



### ANALYST

**Thomas Wissler**

t.wissler@alsterresearch.com  
+49 40 309 293-58

WICHTIG: Bitte beachten Sie die letzten Seiten dieses Berichts "Haftungsausschluss" und "Interessenkonflikte".

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

Dieses Research wurde von AlsterResearch erstellt - ein durch die BaFin zugelassenes Institut

# FCR Immobilien AG

Deutschland | Immobilien | Marktkapitalisierung EUR 144,5m | EV EUR 397,2 Mio.

## KAUFEN (KAUFEN)

**Kursziel** EUR 23,50 (23,50)  
**Aktueller Kurs** EUR 14,80  
**Kurspotenzial** 58,8%

### ANALYST

**Thomas Wissler**  
 t.wissler@alsterresearch.com  
 +49 40 309 293-58

## Portfolio-Optimierung sowie verbesserte Finanzierungsstruktur

**Weitere Portfolio-Optimierung** FCR Immobilien AG ("FCR") hat bedeutende Portfolio-Optimierungen ihres bestehenden Immobilienportfolios vorgenommen. Entsprechend der Strategie, sich auf Fachmarktimmobilien in etablierten Sekundärstandorten in Deutschland zu konzentrieren, hat FCR die folgenden Veräußerungen getätigt:

- ein Wohngebäude in Weißenfels (Sachsen-Anhalt)
- die ersten Wohnungen des kürzlich umgebauten Hotels in Kitzbühel, Österreich. Diese Immobilie wird in separaten Einheiten verkauft, wobei der Verkaufsprozess bis Ende Januar 2023 abgeschlossen sein soll.
- einen Supermarkt in Söhlde-Hoheneggelsen (Niedersachsen) und
- ein Fachmarkt in Würselen (Nordrhein-Westfalen).

Auch wenn die beiden letztgenannten Objekte theoretisch noch in die Strategie von FCR passen würden, hat sich das Unternehmen zum Verkauf entschlossen, da es attraktive Angebote erhalten hat. Insgesamt erwarten wir, dass FCR einen Nettomittelzufluss im niedrigen, zweistelligen Millionenbereich erzielt hat. Besonders erfreulich ist zudem, dass FCR seinen strategischen Bereinigungsprozess abgeschlossen haben dürfte. In der Tat kann FCR nun als reiner "Bestandhalter" betrachtet werden, da das Handelsportfolio (mit Ausnahme einer Immobilie in Italien) mehr oder weniger vollständig veräußert wurde.

**Finanzierungsstruktur verbessert / Verbesserung des FFO erwartet** Neben der operativen Entwicklung hat FCR auch einen wichtigen Schritt zur Verbesserung seiner Finanzierungsstruktur gemacht. FCR platzierte ein Schuldscheindarlehen über EUR 10 Mio. mit einer Rendite von 3,80%. Der Mittelzufluss wird zur Rückzahlung der EUR 25 Mio./ 6%-Kupon-Anleihe verwendet, die im Feb 23. fällig wird. Die Rückzahlung der Anleihe wird zu einem erheblichen Rückgang der Zinszahlungen und damit zu einem Anstieg der Funds from Operations (FFO) von ca. EUR 1,1 Mio. führen (Netto-Zinseinsparungen). Für die FCR ist dies bereits die dritte Anleihe (ca. EUR 10 Mio. / EUR 15 Mio. und EUR 25 Mio.), die das Unternehmen planmäßig zurückgezahlt hat, was zu einer einwandfreien Erfolgsbilanz auf dem sonst oft gebeutelten Markt für "Mittelstandsanleihen" in Deutschland beiträgt.



Quelle: AlsterResearch

**Hoch/Tief 52 Wochen** 18,60 / 14,10  
**Kurs/Buchwert** 1,3x

### Ticker / Symbol

**ISIN** DE000A1YC913  
**WKN** A1YC91  
**Bloomberg** FC9:GR

### Änderungen der Schätzungen

		Umsatz	EBIT	GjA
2022E	alt	35,3	23,3	1,35
	Δ	0,0%	0,0%	0,0%
2023E	alt	41,9	28,7	1,72
	Δ	0,0%	0,0%	0,0%
2024E	alt	47,4	32,6	1,98
	Δ	0,0%	0,0%	0,0%

### Aktienkennzahlen

**Aktienanzahl:** (in Mio.) 9,76  
**Buchwert je Aktie:** (in EUR) 11,14  
**Ø Handelsvolumen:** (12 Monate) 4.000

### Aktionärsstruktur

**RAT Asset & Trading AG** 64,4%  
**FaMe Invest & Mgmt GmbH** 8,0%  
**WWK Lebensvers.** 3,4%  
**Streubesitz** 27,6%

### Firmenbeschreibung

Die FCR Immobilien AG ist ein in Deutschland ansässiges Unternehmen der Immobilienbranche. Die Aktiengesellschaft legt ihren Fokus auf Handelsimmobilien an etablierten Sekundärstandorten in Deutschland mit bonitätsstarken Lebensmittelmärkten als Ankermieter.

-Fortsetzung-

FCR Immobilien AG	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Umsätze	49,7	38,9	52,5	35,3	41,9	47,4
<i>Wachstum yoy</i>	33,2%	-21,7%	34,9%	-32,8%	19,0%	13,1%
EBIT	18,1	14,4	18,5	23,3	28,7	32,6
FFO	-3,7	4,9	7,1	12,7	15,2	17,9
FFO-Marge	-19,5%	21,6%	29,4%	40,6%	40,2%	41,3%
Jahresüberschuss	9,7	9,6	12,1	13,2	16,8	19,4
Nettoverschuldung	208,8	226,9	252,7	300,4	345,6	386,0
LTV	66,4%	69,7%	71,5%	68,3%	68,6%	69,2%
Gewinn je Aktie	1,07	1,05	1,25	1,35	1,72	1,98
FFO je Aktie	-0,41	0,54	0,73	1,30	1,56	1,84
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,35	0,38	0,43	0,50
<i>Dividendenrendite</i>	2,0%	2,0%	2,4%	2,6%	2,9%	3,4%
FFO-Rendite	-2,7%	3,6%	4,9%	8,8%	10,5%	12,4%
EV/EBIT	19,5x	25,7x	21,4x	19,1x	17,1x	16,3x
PER	13,9x	14,2x	11,8x	11,0x	8,6x	7,5x

Quelle: Unternehmensangaben, AlsterResearch

**Ausreichend liquide Mittel zum weiteren Erwerb lukrativer Assets** Die FCR Immobilien AG ist auch weiterhin dabei, attraktive Objekte zu prüfen, um sich bietende Marktchancen zu nutzen. In Anbetracht der oben erwähnten Transaktionen (sowohl Immobilienveräußerungen als auch Finanzierungswechsel), des Cash-Bestandes per H1 22 sowie des zusätzlich generierten FFO in H2 22 sollte das Unternehmen unserer Meinung nach über ausreichend Liquidität verfügen, um weiter zu wachsen – und das auch ohne weitere (verwässernde) Kapitalmaßnahme, wie es andere Immobilienunternehmen derzeit vollziehen. Wir bekräftigen daher unsere KAUF-Empfehlung mit einem unveränderten Kursziel von EUR 23,50 und einem solidem Aufwärtspotenzial von ca. 60%. Hinweis: Wir haben noch keine Änderungen an unserem Modell vorgenommen, da noch nicht klar ist, ob sich die geänderten Veräußerungen auf das GJ 22 oder das GJ 23 auswirken werden.

### Übersicht der letzten Transaktionen

Datum	K/VK	Art	Ort	Ankermieter	JNKM EUR Tsd.	Fläche m2	WAULT Jahren	Kaufpreis EUR Mio.	Miete pro QM / Monat
<b>2020</b>									
16.01.2020	VK	Einzelhandel	Duisburg	C&A		10.000			
05.02.2020	K	Einzelhandel	Gummersbach	C&A		4.500			
12.02.2020	K	Fachmarkt	Höchststadt a.d. Aisch	TAKKO und Action		1.700			
27.02.2020	K	Fachmarktzentrum	Landau a.d. Isar	Dänisches Bettenlager und Deichmann		1.300			
09.03.2020	K	Einzelhandelsportfolio	Bayern	Dänisches und Sonderpreis Baumarkt					
		Fachmarkt	Cadolzburg	Dänisches Bettenlager		1.100			
		Fachmarkt	Schwandorf	Sonderpreis Baumarkt		1.300			
		Fachmarkt	Strullendorf	Sonderpreis Baumarkt		900			
28.05.2020	VK	Einzelhandel	Lichtentanne	Penny		1.500			
01.07.2020	K	Einzelhandel	Westeregeln	EDEKA		1.300			
09.09.2020	VK	Fachmarkt	Hof	TAKKO		900			
21.10.20	K	Einkaufszentrum	Eilenburg	Kaufland und toom Baumarkt	800	15.000	8,7	10	4,44
27.10.20	K	Lebensmittelmärkte			185			1,99	
		Einzelhandel	Ruhle, Thüringen	Netto	100	1.200	9		6,94
		Einzelhandel	Bückerburg, Thüringen	Niedrig-Preis-Markt (NP)	85	1.000	4		7,08
30.10.20	K	Fachmarkt	Ludwigslust	toom Baumarkt	435	7.600		3,8	4,77
3.11.20	VK	Fachmarktzentrum	Oer-Erkenschwick, NRW	Buschkamp-Center		6.200			
6.11.20	VK	Fachmarktzentrum	Magdeburg			2.800			
17.11.20	K	Fachmarkt	Pulsnitz, Sachsen	Hammer und Pfennigpfeiffer	173	3.300		1,51	4,37
8.12.20	VK	Fachmarktzentrum	Pößneck, Thüringen	NKD, vongut		7.600			
<b>2021</b>									
9.4.21	K	Fachmarktzentrum	Görlitz	Möbel Roller, toom Baumarkt	1600	28.000	6	21,5 (eAR)	4,76
30.4.21	K	Fachmarktzentrum	Bauzen, Dresden, Plauen	pitstop, Carglass, Dänisches B.		4.200			
30.4.21	K	Fachmarktzentrum	Altenberg	Netto, lokaler Baumarkt	600	3.300		7 (eAR)	6,67
9.6.21	K	Fachmarktzentrum	Zollenroder	Pfennigpfeiffer	92	1.144	4,8	0,9 (eAR)	1,73
9.6.21	K	Einzelhandel	Eching		160	5.000	6,9	2,9 (eAR)	2,17
1.9.21	K	Einkaufszentrum	Finsterwalde	EDEKA, Rossmann, Deichmann	500	5.000	4,3	5,3 (eAR)	8,33
10.11.21	K	Geschäftshaus	Siegen	100% C&A	>1000	7.112	6,4	10,5 (eAR)	11,72
2.12.21	K	Einkaufszentrum	Eisenach	Marktkauf, toom, TEDI, Woolwort	4000	26.000		30 (eAR)	12,82
17.12.21	VK	Studentenwohnheim	Bamberg	Student houses				20	
29.12.21	K	Fachmarktzentrum	Pforzheim	toom Baumarkt	0	5.600	11,7	2,8 (eAR)	3,00
11.1.22	K	Fachmarktzentrum	Lüchte, Bad Piermont	toom Baumarkt	460	6.400	2,1	4,8 (aAR)	6,00
11.1.22	K	Fachmarktzentrum	Zeithain	Hammer Fachmärkte	260	7.850	3,5	1,6 (eAR)	2,80
<b>2022</b>									
18.02.2022	K	Fachmarktzentrum	Zella-Mehlis	EDEKA	300	6.500	5,3	3-3,5 (eAR)	3,85
28.04.2022	K	Fachmarkt / Geschäftshaus	Salzwedel	EDEKA	200	1.660	10		
24.05.2022	K	Fachmarkt	Osterode	Hammer	230	2.500	6,6	3,0-3,5 (eAR)	7,66
13.07.2022	K	Logistikhalle	Dettingen unter Teck	Logistikunternehmen	500	9.000	10		
13.07.2022	K	Fachmarkt	Vohenstrauß	NKD	100	700	9,8		
	K	Fachmarkt	Dürrröhrsdorf-Dittersbach	diska / EDEKA Group	100	930	7,9		
17.10.2022	K	Fachmärkte	Gräfenhainichen/Marktrechwitz	DIY, RHG Bau & Garten	700	11.500	5		5,07

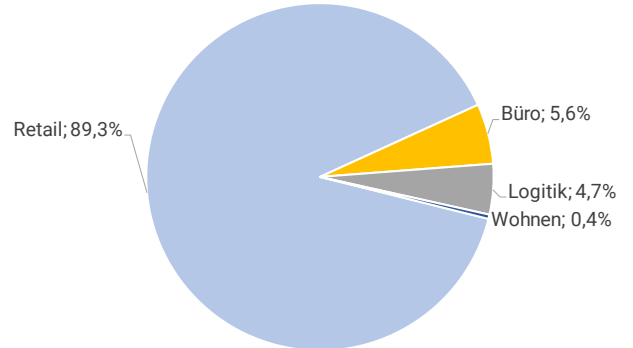
Quelle Unternehmensangaben; AlsterResearch

# Investment Case in sechs Charts

## Geschäftsmodell



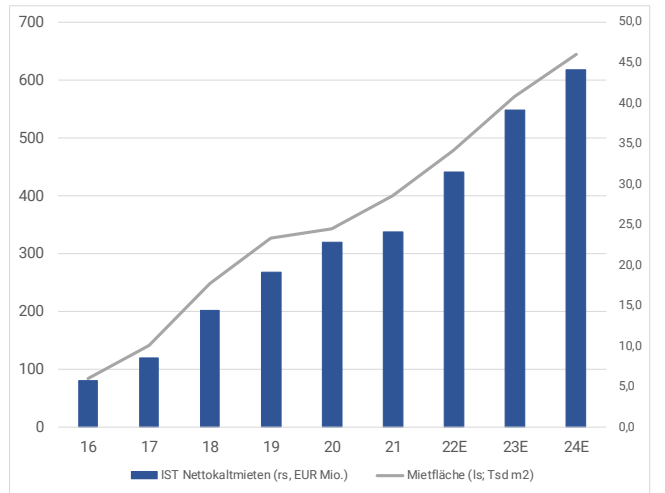
## Mieteinnahmen nach Segment 2021



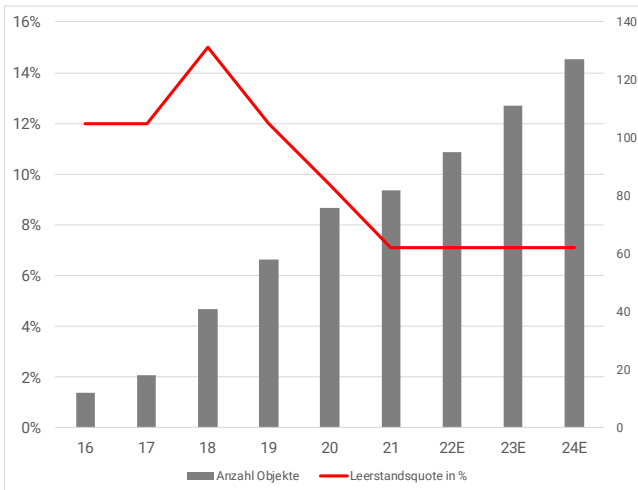
## Hauptmieter

Lebensmittel/Einzelhandel	Fachmarkt/Einzelhandel

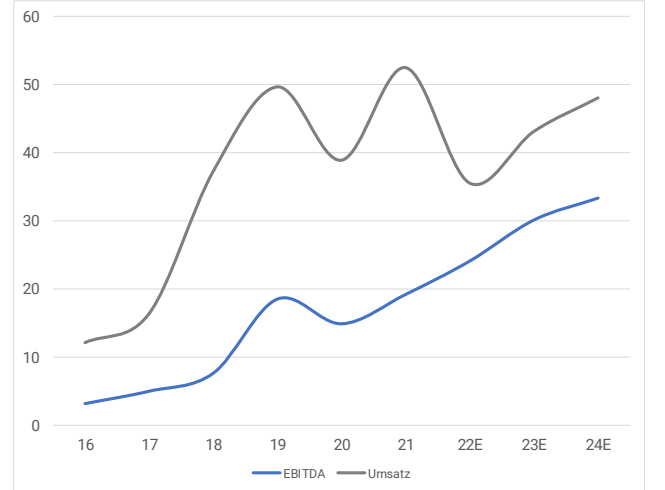
## Vermietbare Fläche und Mieteinnahmen



## Leerstandquote und Anzahl Objekte



## Umsatz- und Gewinnentwicklung in EUR Mio.



# SWOT Analyse

## **Stärken**

- Überzeugendes Geschäftsmodell mit vielversprechender Zukunftsperspektive
- Hohe Finanzkraft dank Börsennotiz
- Hohe Managementkompetenz
- Klare Degressionseffekte durch skalierbares Geschäftsmodell
- Beeindruckender Trackrecord
- Flächenreserven an den Standorten der Fachmarktzentren
- KI-basiertes Software-Know-how
- Indexierte Mietverträge, die besonders hilfreich in einem inflationären Umfeld sind
- Steigendes ESG-Bewusstsein, z. B. durch energetische Sanierungen oder eine erhöhte Anzahl von Ladestationen an den Objekten

## **Schwächen**

- Mangelnde Börsenliquidität bedingt durch geringen Freefloat
- Fehlende Breite in der Aktionärsstruktur (Anteil Privatkunden, Institutionelle)

## **Chancen**

- Trendwende in der regionalen Bevölkerungsentwicklung zugunsten ländlicher Räume (D-Lagen)
- Höhere Attraktivität der Standorte durch Ausweitung des Branchenmix (Dienstleister, Gesundheitsdienstleister, Gastronomie)
- Kapitalerhöhung birgt Chance für besseres Rating und niedrigere Refinanzierungskosten

## **Risiken**

- Zinserhöhungen könnten zu höheren Refinanzierungskosten und/oder zu einer Verlangsamung des weiteren Bestandsaufbaus führen
- Auflagen der Kommunen, die die Nutzung einschränken
- Stärkeres Wachstum des Onlinehandels
- Ausweisung weiterer Einzelhandelsflächen in der Nachbarschaft

# Bewertung

## DCF Model

Aus dem DCF-Modell ergibt sich ein Zeitwert von **EUR 23,83** pro Aktie:

**Umsatzwachstum:** Wir gehen davon aus, dass FCR Immobilien AG weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2022E-2029E bei 10,1% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 2,0%.

**WACC.** Das durchschnittliche historische 1-, 3- und 5-Jahres-Aktienbeta beträgt 1,00. Ohne Berücksichtigung des Mean Reversion ergibt sich ein Asset-Beta von 1,00. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und eine Risikoprämie von 6,0% ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 10,3%. Bei Fremdkapitalkosten vor Steuern von 5,0%, einer Steuerquote von 25,0% und einer Zielverschuldung/Eigenkapital von 0,5, ergibt sich ein langfristiges WACC von 8,1%.

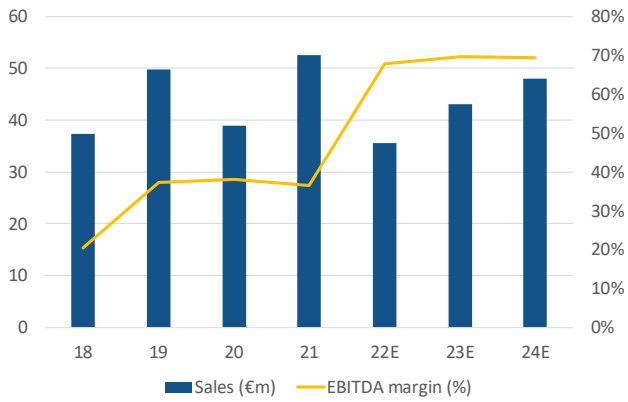
DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Endwert
NOPAT	16,0	20,0	24,0	26,4	28,3	31,0	35,0	39,1	
Abschreibung & Amortis.	0,5	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Änderung des w/c	9,2	0,3	1,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Änderung Rückstellungen	-3,1	-3,4	-2,7	-2,9	-3,0	-3,8	-3,2	-3,3	
Capex	-74,1	-60,6	-54,1	-31,8	-23,9	-24,3	-9,7	-3,6	
Cash flow	-51,5	-43,2	-31,6	-8,5	1,2	2,7	21,8	32,1	537,5
Barwert (Gegenwartswert)	-51,7	-40,2	-27,2	-6,8	0,9	1,8	13,8	18,8	313,1
WACC	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%

DCF pro Aktie abgeleitet aus		DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Gesamter Barwert	222,6	Planungshorizont durchsch. Wachstum (2022E - 2029E)	10,1%
Adj. Halbjahres-Barwert	231,3	Endwert Wachstum (2029E - Unendlichkeit)	2,0%
Nettoverschuldung	271,9	Endwert ROCE	13,1%
Finanzanlagen	354,8	Endwert WACC	8,1%
Rückstellungen	na		
Wert des Eigenkapitals	314,3		
Anzahl ausstehender Aktien	13,2		
		WACC abgeleitet aus	
		Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	5,0%
		Steuersatz	25,0%
		Beta	1,00
		Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen)	1,00
		Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	0,5
		Relevered beta	1,38
		Risikoloser Zins	2,0%
		Risikoprämie	6,0%
		Eigenkapitalkosten	10,3%
<b>Discountierter Cash Flow / Aktie</b>	<b>23,83</b>		
<b>Discount / (Prämie)</b>	<b>61,0%</b>		
<b>Aktienkurs</b>	<b>14,80</b>		

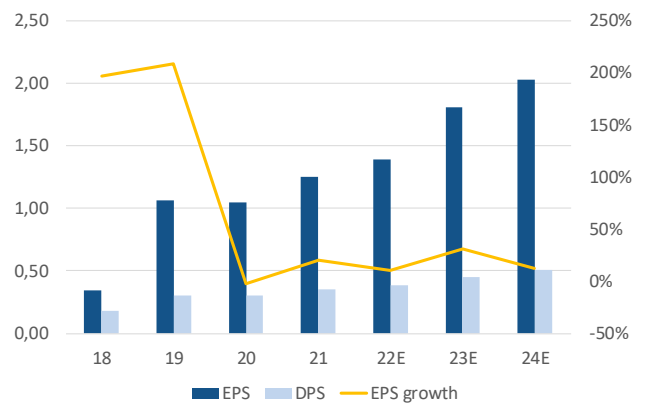
Sensitivitätsanalyse DCF								
	WACC	Langfristige Wachstumsrate					Anteil Endwert	
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%		
	2,0%	13,5	14,4	15,4	16,6	18,0	2022E - 2025E	-56,5%
	1,0%	16,4	17,6	19,0	20,6	22,5	2026E - 2029E	15,9%
	0,0%	20,1	21,8	23,8	26,2	29,0	Endwert	140,7%
	-1,0%	25,2	27,7	30,6	34,2	38,7		
	-2,0%	32,4	36,2	40,9	46,9	54,9		

# Finanzkennzahlen in sechs Charts

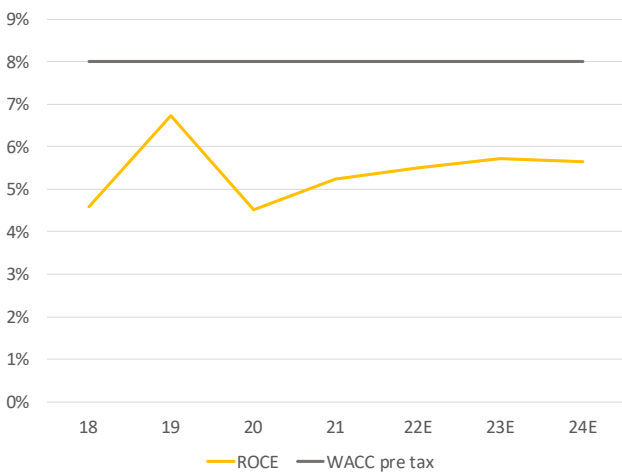
**Umsatz vs. EBITDA Margenentwicklung**



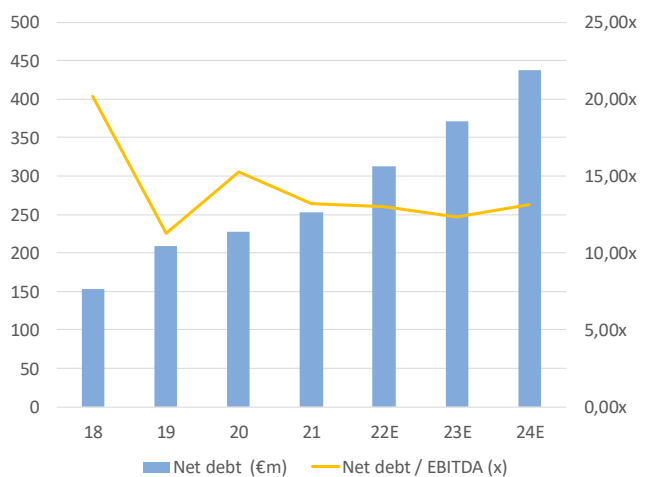
**GpA, DpA in EUR & GpA Wachstum**



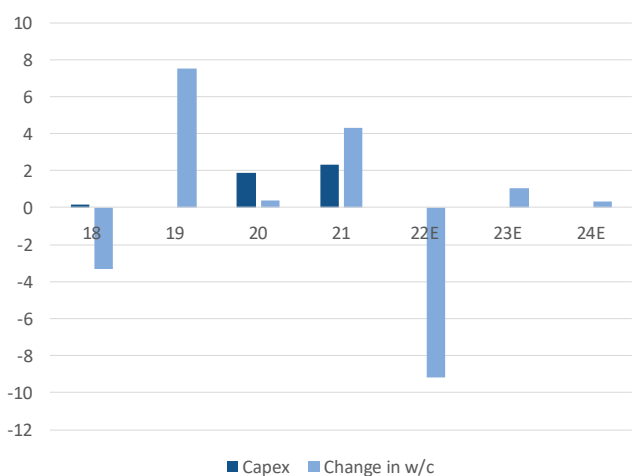
**ROCE vs. WACC (Vorsteuer)**



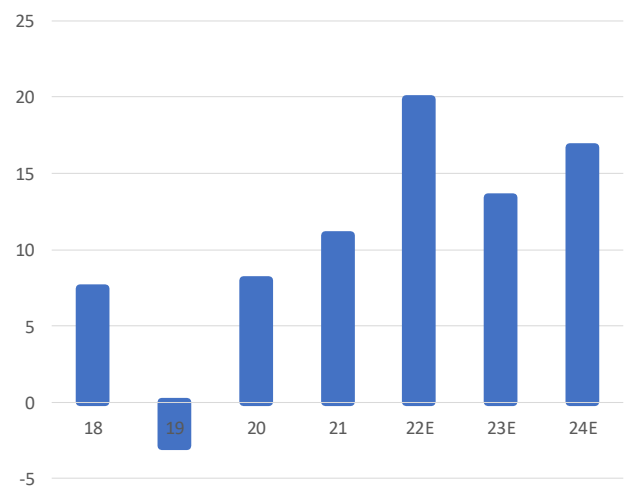
**Nettoverschuldung vs. Nettoverschuldung/EBITDA**



**Investitionen & Änderung w/c in EUR Mio.**



**Freier Cash Flow in EUR Mio.**



## Finanzkennzahlen

Gewinn & Verlustrechnung (EUR Mio.)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>49,7</b>	<b>38,9</b>	<b>52,5</b>	<b>35,3</b>	<b>41,9</b>	<b>47,4</b>
Umsatzwachstum	33,2%	-21,7%	34,9%	-32,8%	19,0%	13,1%
Veränderung der Fertig- und unfertigen Erzeugnisse	0,5	3,2	2,6	0,4	0,2	0,0
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>50,1</b>	<b>42,1</b>	<b>55,1</b>	<b>35,6</b>	<b>42,1</b>	<b>47,4</b>
Wertveränderung der Anlageimmobilien	13,7	0,8	4,8	3,0	3,5	2,8
Aufw. aus der Veräußerung von Anlageimmobilien	27,9	10,9	24,4	0,0	0,0	0,0
Personalaufwand	10,9	12,5	11,9	9,9	11,3	11,9
Materialkosten und sonstige Ausgaben	10,9	12,5	11,9	9,9	11,3	11,9
Gesamte Betriebsausgaben	31,7	27,3	35,9	11,8	13,0	14,5
<b>EBITDA</b>	<b>18,5</b>	<b>14,8</b>	<b>19,2</b>	<b>23,8</b>	<b>29,2</b>	<b>32,9</b>
Abschreibung	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,3
EBITA	18,1	14,4	18,5	23,3	28,7	32,6
Abschr. auf Goodwill und immatr. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertminderungsaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>18,1</b>	<b>14,4</b>	<b>18,5</b>	<b>23,3</b>	<b>28,7</b>	<b>32,6</b>
Finanzergebnis	-6,2	-6,7	-6,6	-7,2	-8,2	-9,0
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	11,9	7,7	11,9	16,1	20,5	23,6
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	3,8	3,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	11,9	11,5	14,9	16,1	20,5	23,6
Steuern	2,2	1,9	2,7	2,9	3,7	4,2
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	9,7	9,6	12,1	13,2	16,8	19,4
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>9,7</b>	<b>9,6</b>	<b>12,1</b>	<b>13,2</b>	<b>16,8</b>	<b>19,4</b>
Minderheitsbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	9,7	9,6	12,1	13,2	16,8	19,4
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	9,15	9,15	9,69	9,76	9,76	9,76
<b>Gewinn pro Aktie (berichtet)</b>	<b>1,07</b>	<b>1,05</b>	<b>1,25</b>	<b>1,35</b>	<b>1,72</b>	<b>1,98</b>

Gewinn & Verlustrechnung (common size)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Veränderung der Fertig- und unfertigen Erzeugnisse	1%	8%	5%	1%	1%	0%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>101%</b>	<b>108%</b>	<b>105%</b>	<b>101%</b>	<b>101%</b>	<b>100%</b>
Wertveränderung der Anlageimmobilien	28%	2%	9%	9%	8%	6%
Aufw. aus der Veräußerung von Anlageimmobilien	56%	28%	46%	0%	0%	0%
Personalaufwand	22%	32%	23%	28%	27%	25%
Materialkosten und sonstige Ausgaben	22%	32%	23%	28%	27%	25%
Gesamte Betriebsausgaben	64%	70%	68%	34%	31%	31%
<b>EBITDA</b>	<b>37%</b>	<b>38%</b>	<b>36%</b>	<b>67%</b>	<b>70%</b>	<b>69%</b>
Abschreibung	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITA	36%	37%	35%	66%	68%	69%
Abschr. auf Goodwill und immatr. Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Wertminderungsaufwand	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>EBIT</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>35%</b>	<b>66%</b>	<b>68%</b>	<b>69%</b>
Finanzergebnis	-12%	-17%	-13%	-20%	-20%	-19%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	24%	20%	23%	46%	49%	50%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	10%	6%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	24%	30%	28%	46%	49%	50%
Steuern	4%	5%	5%	8%	9%	9%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	20%	25%	23%	37%	40%	41%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>20%</b>	<b>25%</b>	<b>23%</b>	<b>37%</b>	<b>40%</b>	<b>41%</b>
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss (berichtet)	20%	25%	23%	37%	40%	41%

Quelle: Unternehmensdaten; AlsterResearch



Bilanz (EUR Mio.)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Immaterielle Vermögenswerte excl. Goodwill	0,2	1,5	2,3	2,3	2,3	2,3
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	0,8	0,8	1,8	1,3	0,8	0,5
Finanzielle und andere lfr. Vermögenswerte	299,2	320,5	354,8	432,0	496,1	553,0
<b>ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>300,2</b>	<b>322,8</b>	<b>358,9</b>	<b>435,6</b>	<b>499,2</b>	<b>555,7</b>
Vorräte	1,9	4,2	2,4	2,1	2,4	2,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	9,7	5,2	16,6	4,8	4,6	3,6
Sonstiges Umlaufvermögen	4,8	7,6	5,5	5,5	5,5	5,5
Barmittel	10,1	8,7	18,7	49,6	64,4	64,0
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>26,8</b>	<b>25,8</b>	<b>43,3</b>	<b>62,1</b>	<b>77,0</b>	<b>75,7</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>327,0</b>	<b>348,7</b>	<b>402,2</b>	<b>497,6</b>	<b>576,2</b>	<b>631,5</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>85,6</b>	<b>92,4</b>	<b>108,0</b>	<b>127,8</b>	<b>145,9</b>	<b>161,1</b>
Minderheitsbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Schulden	211,5	211,1	259,6	350,0	410,0	450,0
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Rückstellungen	3,3	1,4	0,5	0,4	0,4	0,4
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>214,8</b>	<b>212,6</b>	<b>260,0</b>	<b>350,4</b>	<b>410,4</b>	<b>450,4</b>
Kurzfristige Schulden	7,4	24,5	11,8	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2,2	1,5	2,9	0,8	1,0	1,0
Anzahlungen	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	2,3	2,0	1,9	1,2	1,5	1,5
Latente Steuern	14,4	15,6	17,4	17,4	17,4	17,4
Passive Rechnungsabgrenzung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>26,5</b>	<b>43,7</b>	<b>34,2</b>	<b>19,5</b>	<b>19,8</b>	<b>20,0</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>327,0</b>	<b>348,7</b>	<b>402,2</b>	<b>497,6</b>	<b>576,2</b>	<b>631,5</b>

Bilanz (common size)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Immaterielle Vermögenswerte excl. Goodwill	0%	0%	1%	0%	0%	0%
Goodwill	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Finanzielle und andere lfr. Vermögenswerte	91%	92%	88%	87%	86%	88%
<b>ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>92%</b>	<b>93%</b>	<b>89%</b>	<b>88%</b>	<b>87%</b>	<b>88%</b>
Vorräte	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3%	1%	4%	1%	1%	1%
Sonstiges Umlaufvermögen	1%	2%	1%	1%	1%	1%
Barmittel	3%	3%	5%	10%	11%	10%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>26%</b>	<b>25%</b>	<b>26%</b>
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	65%	61%	65%	70%	71%	71%
Rückstellungen für Pensionen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	1%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>66%</b>	<b>61%</b>	<b>65%</b>	<b>70%</b>	<b>71%</b>	<b>71%</b>
Kurzfristige Schulden	2%	7%	3%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1%	0%	1%	0%	0%	0%
Anzahlungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Verbindlichkeiten	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuern	4%	4%	4%	4%	3%	3%
Passive Rechnungsabgrenzung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>8%</b>	<b>13%</b>	<b>8%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Unternehmensdaten; AlsterResearch

Kapitalflussrechnung (EUR Mio.)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Jahresüberschuss/Verlust	9,8	9,6	12,1	13,2	16,8	19,4
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,3
Abschreibung von Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	-5,5	0,3	4,8	-3,1	-3,4	-2,7
<b>Mittelfluss vor Veränderungen des w/c</b>	<b>4,6</b>	<b>10,3</b>	<b>17,6</b>	<b>10,5</b>	<b>13,9</b>	<b>16,9</b>
Veränderung der Vorräte	0,0	-2,4	1,8	0,3	-0,3	-0,1
Veränderung der Forderungen aus LuL	0,0	4,5	-11,4	11,8	0,2	1,0
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	0,0	-0,7	1,5	-2,1	0,1	0,0
Veränderung anderer Positionen des w/c	-7,5	-1,9	3,9	-0,7	0,2	0,1
<b>Erhöhung/Verminderung des Working Capital</b>	<b>-7,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>9,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>
<b>Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten</b>	<b>-2,9</b>	<b>9,8</b>	<b>13,3</b>	<b>19,8</b>	<b>14,1</b>	<b>17,9</b>
CAPEX	0,0	-1,9	-2,3	0,0	0,0	0,0
Zahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	-56,0	-17,6	-39,9	-74,1	-60,6	-54,1
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0,0	-1,4	1,0	10,0	5,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten</b>	<b>-56,0</b>	<b>-20,9</b>	<b>-41,3</b>	<b>-64,1</b>	<b>-55,6</b>	<b>-54,1</b>
Mittelfluss vor Finanzierung	-58,9	-11,0	-28,0	-44,4	-41,5	-36,2
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	64,6	16,7	35,8	78,6	60,0	40,0
Kauf eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	6,4	0,0	6,7	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	-1,5	-2,7	-2,9	-3,4	-3,7	-4,2
Sonstige	-3,7	-6,0	-2,3	0,0	0,0	0,0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten</b>	<b>65,7</b>	<b>7,9</b>	<b>37,2</b>	<b>75,2</b>	<b>56,3</b>	<b>35,8</b>
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	6,9	-3,1	9,2	30,9	14,8	-0,4
<b>Flüssige Mittel am Ende der Periode</b>	<b>9,1</b>	<b>5,6</b>	<b>14,8</b>	<b>45,7</b>	<b>60,5</b>	<b>60,1</b>

Quelle: Unternehmensdaten; AlsterResearch

Immobilienkennzahlen (EUR Mio.)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Anzahl Immobilien	76	83	95	108	121	131
Mietfläche	327.000	342.000	400.000	464.400	544.500	602.600
IST-Nettomieten in EUR Mio.	19,1	22,7	24,1	31,2	37,9	43,4
FFO	-3,7	4,9	7,1	12,7	15,2	17,9
FFO-Marge	-19,5%	21,6%	29,4%	40,6%	40,2%	41,3%
FFO pro Aktie	-0,41	0,54	0,73	1,30	1,56	1,84
Potential-Nettomieten in EUR Mio.	22,2	21,7	29,1	29,7	na	na
Vermietungsquote in %	88,0%	90,4%	92,9%	92,9%	92,9%	92,9%
Marktwert in EUR Mio.	299,0	314,5	346,0	432,0	496,1	550,2
IST-Nettomietrenditen in %	6,4%	7,2%	7,0%	7,2%	7,6%	7,9%
WAULT in Jahren	4,4	5,1	5,4	5,5	5,6	5,6
NAV je Aktie in EUR	10,9	11,7	12,5	14,9	16,7	18,3
LTV	66,4%	69,7%	71,5%	68,3%	68,6%	69,2%

Quelle Unternehmensangaben; AlsterResearch

Kennzahlen	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Daten pro Aktie</b>						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	1,07	1,05	1,25	1,35	1,72	1,98
Cash Flow pro Aktie	-0,35	1,03	1,31	1,97	1,40	1,80
Buchwert pro Aktie	9,36	10,11	11,14	13,09	14,95	16,50
Dividende pro Aktie	0,30	0,30	0,35	0,38	0,43	0,50
<b>Bewertung</b>						
KGV	13,9x	14,2x	11,8x	11,0x	8,6x	7,5x
Kurs/CF	-41,8x	14,4x	11,3x	7,5x	10,6x	8,2x
Preis/Buchwert	1,6x	1,5x	1,3x	1,1x	1,0x	0,9x
Dividendenrendite (%)	2,0%	2,0%	2,4%	2,6%	2,9%	3,4%
FCF-Rendite (%)	-2,4%	7,0%	8,8%	13,3%	9,4%	12,2%
Unternehmenswert/Umsatz	7,1x	9,5x	7,6x	12,6x	11,7x	11,2x
Unternehmenswert/EBITDA	19,1x	25,0x	20,7x	18,7x	16,8x	16,1x
Unternehmenswert/EBIT	19,5x	25,7x	21,4x	19,1x	17,1x	16,3x
<b>G&amp;V (EUR Mio.)</b>						
Umsatz	49,7	38,9	52,5	35,3	41,9	47,4
Wachstum Veränderung (%)	33,2%	-21,7%	34,9%	-32,8%	19,0%	13,1%
Rohertrag	27,9	10,9	24,4	0,0	0,0	0,0
Rohertragsmarge (%)	56,1%	28,0%	46,5%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	18,5	14,8	19,2	23,8	29,2	32,9
EBITDA Marge (%)	37,2%	38,1%	36,5%	67,4%	69,6%	69,4%
EBIT	18,1	14,4	18,5	23,3	28,7	32,6
EBIT Marge (%)	36,5%	37,1%	35,3%	66,0%	68,4%	68,8%
Jahresüberschuss	9,7	9,6	12,1	13,2	16,8	19,4
<b>Kapitalflussrechnung</b>						
Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten	-2,9	9,8	13,3	19,8	14,1	17,9
Investitionen	0,0	-1,9	-2,3	0,0	0,0	0,0
Erhaltungsinvestitionen	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,3
Freier Cash Flow	-2,9	8,0	10,9	19,8	14,1	17,9
<b>Bilanz (EUR Mio.)</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	0,2	1,5	2,3	2,3	2,3	2,3
Materielle Vermögensgegenstände	0,8	0,8	1,8	1,3	0,8	0,5
Eigenkapital	85,6	92,4	108,0	127,8	145,9	161,1
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	222,3	237,1	271,9	350,4	410,4	450,4
Netto-Finanzverbindlichkeiten	208,8	226,9	252,7	300,4	345,6	386,0
w/c Anforderungen	9,2	7,8	16,0	6,1	6,1	5,1
<b>Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite (ROE)	11,4%	10,3%	11,2%	10,3%	11,5%	12,0%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	5,9%	4,4%	4,9%	4,9%	5,2%	5,3%
Net gearing	243,9%	245,5%	234,0%	235,1%	236,9%	239,7%
Nettoverschuldung / EBITDA	11,3x	15,3x	13,2x	12,6x	11,8x	11,7x

Quelle: Unternehmensdaten; AlsterResearch

## Interessenskonflikt

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

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

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

Unternehmen	Disclosure
FCR Immobilien AG	2

# Haftungsausschluss

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

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

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

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden. In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und dies zu beachten. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebots für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**5. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:**  
18-Jan-23 12:21:28

## 6. Risikohinweise

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

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

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

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

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

## Kontakt

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

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

### Sales

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

### Team Assistant

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

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

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

Unser Research ist ebenfalls abrufbar unter

## Research

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

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

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

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

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

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

## Equity Capital Markets / Trading

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

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

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

<b>RESEARCH HUB</b>	<a href="http://www.research-hub.de">www.research-hub.de</a>
<b>BLOOMBERG</b>	<a href="http://www.bloomberg.com">www.bloomberg.com</a>
<b>FACTSET</b>	<a href="http://www.factset.com">www.factset.com</a>
<b>THOMSON REUTERS / REFINITIV</b>	<a href="http://www.refinitiv.com">www.refinitiv.com</a>
<b>CAPITALIQ</b>	<a href="http://www.capitaliq.com">www.capitaliq.com</a>