

# FCR Immobilien AG

Deutschland | Immobilien | Marktkapitalisierung EUR 96,5 Mio.

20-Nov-24

UPDATE



## Solide 9M-Zahlen; Trendwende in Sicht; KAUFEN

### What's it all about?

Die FCR Immobilien AG hat in den ersten neun Monaten 2024 trotz schwieriger Marktbedingungen eine positive Geschäftsentwicklung verzeichnet. Die Gesamtumsatzerlöse stiegen um 29% auf EUR 35,7 Mio., vor allem aufgrund von Verkaufserlösen in Höhe von EUR 8,8 Mio. Die Mieterlöse blieben mit EUR 26,9 Mio. stabil. Das operative Ergebnis (FFO) sank aufgrund höherer Finanzierungskosten auf EUR 5,3 Mio., die teilweise durch Kosteneinsparungen in verschiedenen Bereichen kompensiert werden konnten und somit die Effizienz des Unternehmens zeigt. Das Ergebnis vor Steuern (EBT) lag bei soliden EUR 6,4 Mio. Die eingeleitete Zinswende ab Juni 2024 verspricht positive Auswirkungen auf Finanzierungen und zukünftige Akquisitionen. Die FCR zeigt sich widerstandsfähig im dynamischen Marktumfeld und ist gut positioniert, um im deutschen Immobilienmarkt nachhaltig erfolgreich zu sein. Wir bestätigen daher unsere KAUFEN-Empfehlung mit unverändertem Kursziel von EUR 20.50.

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

### KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel	EUR 20,50 (20,50)
Aktueller Kurs	EUR 9,85
Kurspotenzial	108,1%



### ANALYST

**Thomas Wissler**

t.wissler@mwb-research.com

+49 40 309 293-58

[mwb-research.com](https://www.mwb-research.com)

Dieser Research Report wurde von mwb research erstellt - ein durch die BaFin zugelassenes Institut

# FCR Immobilien AG

Deutschland | Immobilien | Marktkapitalisierung EUR 96,5 Mio. | EV EUR 391,8 Mio.

## KAUFEN (KAUFEN)

**Kursziel** EUR 20,50 (20,50)  
**Aktueller Kurs** EUR 9,85  
**Kurspotenzial** 108,1%

### ANALYST

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

## Solide 9M-Zahlen; Trendwende in Sicht; KAUFEN

**Steigerung des Gesamtumsatzes dank Veräußerungserlösen** Die FCR Immobilien AG ("FCR") hat Eckdaten für die ersten neun Monate 24 veröffentlicht, die insgesamt im Rahmen unserer Erwartungen lagen. Der Gesamtumsatz belief sich nach 9M 24 auf EUR 35,7 Mio., was einer Steigerung von knapp 29% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Getrieben wurde der Umsatzsprung vor allem durch die Verkaufserlöse, die insgesamt EUR 8,8 Mio. zum Gesamtumsatz beitrugen (Vorjahr EUR 0 Mio.). Demgegenüber blieben die Vermietungserlöse mit EUR 26,9 Mio. (Vorjahr EUR 27,7 Mio.) gegenüber dem Vorjahr nahezu stabil, was aus unserer Sicht erneut die nachhaltige Ertragskraft der Gesellschaft unterstreicht.

**FFO trotz schwierigem Marktumfeld** Das operative Ergebnis aus der laufenden Immobilienbewirtschaftung (FFO) belief sich in den ersten neun Monaten auf EUR 5,3 Mio. (Vj. EUR 6,8 Mio.). Der Rückgang ist nach unserer Einschätzung im Wesentlichen auf gestiegene Finanzierungskosten zurückzuführen. Demgegenüber stehen Kosteneinsparungen auf Konzernebene (Materialaufwand -10%, Personalaufwand -18% sowie betriebliche Aufwendungen -33%), die u.E. die Bemühungen von FCR um ein aktives Asset Management und eine effiziente Kostenstruktur widerspiegeln. In Summe führten diese Geschäftsentwicklungen zu einem soliden Vorsteuerergebnis (EBT) von EUR 6,4 Mio. nach 9M 24, das zwar nicht ganz an den Vorjahreswert von EUR 8,2 Mio. anknüpfen konnte, aber angesichts der herausfordernden Marktsituation als solide zu bewerten ist.

**Ausblick verhalten optimistisch** Die seit Juni eingeleitete Zinswende dürfte sich nach unserer Einschätzung auch kurzfristig positiv auf die Finanzierungsbemühungen der Gesellschaft auswirken. So dürfte der „Peak“ bei den Finanzierungskosten im Jahr 2024 erreicht sein. Die vom Markt antizipierten weiteren Zinssenkungen in den kommenden Monaten sollten zudem dem FCR einen weiteren Schub geben, der damit von einer Trendwende (nach zwei rückläufigen Jahren) beim FFO profitieren sollte. Darüber hinaus sollten sich weitere lukrative (und wertschaffende) Akquisitionsmöglichkeiten ergeben, die das Bestandsportfolio der Gesellschaft weiter erhöhen sollten.

FCR Immobilien AG	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsätze	52,5	35,9	56,6	37,9	40,6	42,5
<i>Wachstum yoy</i>	34,9%	-31,6%	57,7%	-33,0%	7,2%	4,7%
EBIT	18,5	27,4	23,0	21,7	23,6	23,9
FFO	7,1	9,4	8,2	7,4	8,7	9,4
FFO-Marge	29,1%	29,6%	24,7%	21,2%	23,1%	23,8%
Jahresüberschuss	12,1	14,2	8,7	6,8	7,9	8,8
Nettoverschuldung	252,7	322,3	295,3	309,4	326,9	344,9
LTV	77,1%	75,1%	67,2%	68,5%	68,9%	69,2%
Gewinn je Aktie	1,25	1,45	0,89	0,69	0,81	0,90
FFO je Aktie	0,73	0,96	0,83	0,76	0,89	0,96
Dividende je Aktie	0,35	0,35	0,25	0,22	0,27	0,30
<i>Dividendenrendite</i>	3,6%	3,6%	2,5%	2,2%	2,7%	3,0%
FFO-Rendite	7,4%	9,8%	8,5%	7,7%	9,0%	9,8%
EV/EBIT	18,8x	15,3x	17,0x	18,7x	18,0x	18,4x
PER	7,9x	6,8x	11,1x	14,2x	12,2x	11,0x

Quelle: Unternehmensangaben, mwb research



Quelle: mwb research

**Hoch/Tief 52 W.** 14,00 / 8,75  
**Kurs/Buchwert** 0,8x

### Ticker / Symbols

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

### Änderung der Prognosen

		Umsatz	EBIT	GjA
2024E	alt	37,9	21,7	0,80
	Δ	0,0%	0,0%	-13,3%
2025E	alt	40,6	23,6	0,86
	Δ	0,0%	0,0%	-6,4%
2026E	alt	42,5	23,9	0,95
	Δ	0,0%	0,0%	-6,0%

### Aktienkennzahlen

**Aktienanzahl** (in Mio. Stück) 9,80  
**Buchwert p.A.:** (in EUR) 12,79  
**Ø Handelsvol.:** (52 W.) 1.607

### Aktionärsstruktur

**RAT Asset & Trading AG** 64,9%  
**FaMe Invest & Mgmt GmbH** 8,0%  
**WWK Lebensvers.** 3,4%  
**Streubesitz** 23,8%

### Unternehmensbeschreibung

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.

**Fazit** Angesichts der weiterhin angespannten Lage auf dem deutschen Immobilienmarkt sind die Neunmonatszahlen der FCR als solide zu bewerten. Die wiederkehrenden Mieteinnahmen stagnieren auf hohem Niveau und der FFO liegt weiterhin deutlich im positiven Bereich. Die eingeleitete Zinswende und die Aussicht auf weiter fallende Zinsen sollten sich nun positiv auf die weitere Geschäftsentwicklung der FCR auswirken. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sich die FCR in einem dynamischen Marktumfeld als widerstands- und anpassungsfähig erwiesen hat. Die strategische Ausrichtung des Unternehmens sowie operative Effizienzsteigerungen und solide Finanzkennzahlen sind gute Voraussetzungen für einen nachhaltigen Erfolg auf dem deutschen Immobilienmarkt. All dies spiegelt sich derzeit jedoch nicht adäquat im Aktienkurs von FCR wider, weshalb wir unser KAUFEN-Rating mit einem unveränderten Kursziel von EUR 20,50 bestätigen.

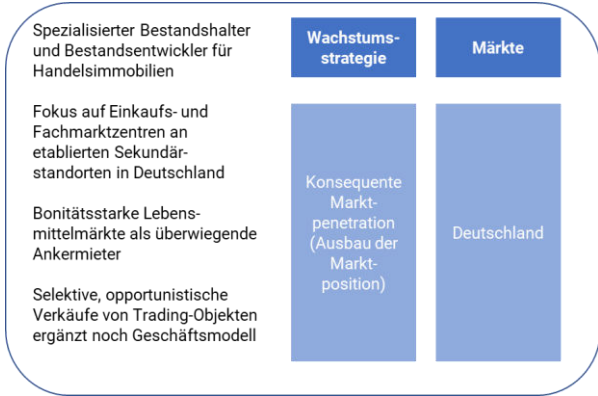
Übersicht der letzten Transaktionen der **FCR Immobilien AG**:

Datum	K/VK	Art	Ort	Ankermieter	JNKM EUR Tsd.	Fläche m2	WAULT Jahren	K-/VK-preis EUR Mio.	Miete pro QM / Monat	FFO	Rendite
<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	Höchstadt 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					
21.10.2020	K	Einkaufszentrum	Eilenburg	Kaufland und toom Baumarkt	800	15.000	8,7	10	4,44		
27.10.2020	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		
30.10.2020	K	Fachmarkt	Ludwigslust	toom Baumarkt	435	7.600		3,8	4,77		
03.11.2020	VK	Fachmarktzentrum	Oer-Erkenschwick, NRW	Buschkamp-Center		6.200					
06.11.2020	VK	Fachmarktzentrum	Magdeburg			2.800					
17.11.2020	K	Fachmarkt	Pulsnitz, Sachsen	Hammer und Pfennigpfeiffer	173	3.300		1,51	4,37		
08.12.2020	VK	Fachmarktzentrum	Pößneck, Thüringen	NKD, vongut		7.600					
<b>2021</b>											
09.04.2021	K	Fachmarktzentrum	Görlitz	Möbel Roller, toom Baumarkt	1600	28.000	6	21,5 (eAR)	4,76		
30.04.2021	K	Fachmarktzentrum	Bauzen, Dresden, Plauen	pitstop, Carglass, Dänisches B.		4.200					
30.04.2021	K	Fachmarktzentrum	Altenberg	Netto, lokaler Baumarkt	600	3.300		7 (eAR)	6,67		
09.06.2021	K	Fachmarktzentrum	Zollenroder	Pfennigpfeiffer	92	1.144	4,8	0,9 (eAR)	1,73		
09.06.2021	K	Einzelhandel	Eching		160	5.000	6,9	2,9 (eAR)	2,17		
01.09.2021	K	Einkaufszentrum	Finsterwalde	EDEKA, Rossmann, Deichmann	500	5.000	4,3	5,3 (eAR)	8,33		
10.11.2021	K	Geschäftshaus	Siegen	100% C&A	>1000	7.112	6,4	10,5 (eAR)	11,72		0,089
02.12.2021	K	Einkaufszentrum	Eisenach	Marktkauf, toom, TEDI, Woolwort	4000	26.000		30 (eAR)	12,82		
17.12.2021	VK	Studentenwohnheim	Bamberg	Student houses				20			
29.12.2021	K	Fachmarktzentrum	Pforzheim	toom Baumarkt	0	5.600	11,7	2,8 (eAR)	3,00		
11.01.2022	K	Fachmarktzentrum	Lüchte, Bad Piermont	toom Baumarkt	460	6.400	2,1	4,8 (aAR)	6,00		
11.01.2022	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	Dürröhrsdorf-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		
<b>2023</b>											
2023	VK	na	Kitzbühel (Teil-VK)								
2023	VK	na	Gummersbach (Teil-VK)								
2023	VK	na	Würselen								
2023	VK	na	Frankenberg								
2023	VK	na	Söhle-Hoheneggelsen								
2023	VK	Hotel	Il Pelagone					20			
2023	K	Fachmarktzentrum	Werdau, Sachsen		0,83	13.000	5,3	8-9 (eAR)			

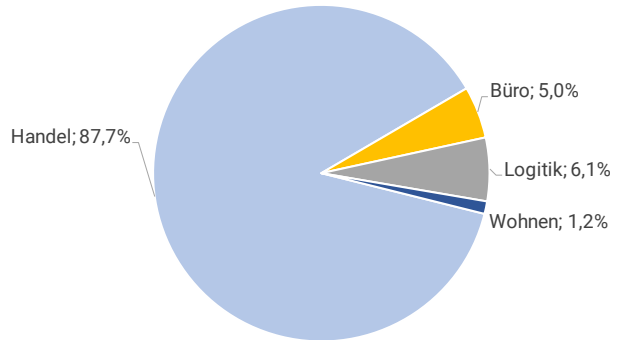
Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

# Investment Case in sechs Grafiken

## Geschäftsmodell



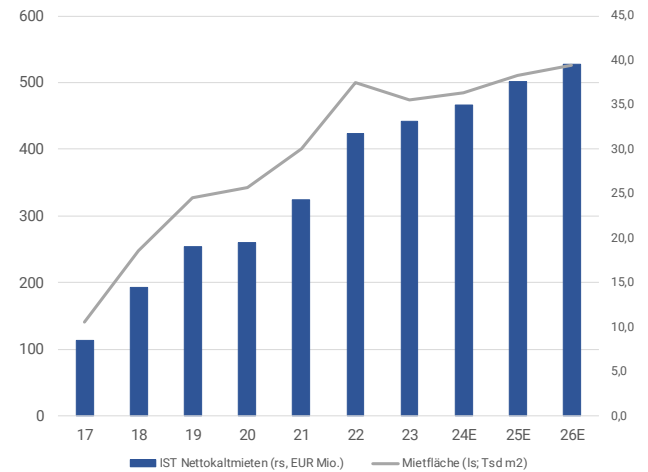
## Mieteinnahmen nach Segment 2023



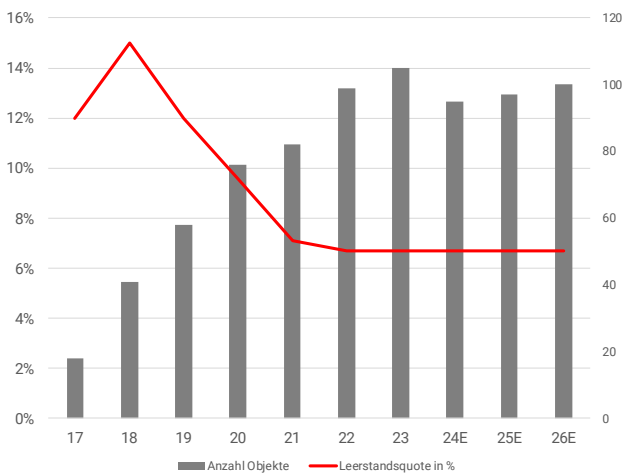
## Hauptmieter

Lebensmittel/ Einzelhandel	Fachmarkt/ Einzelhandel

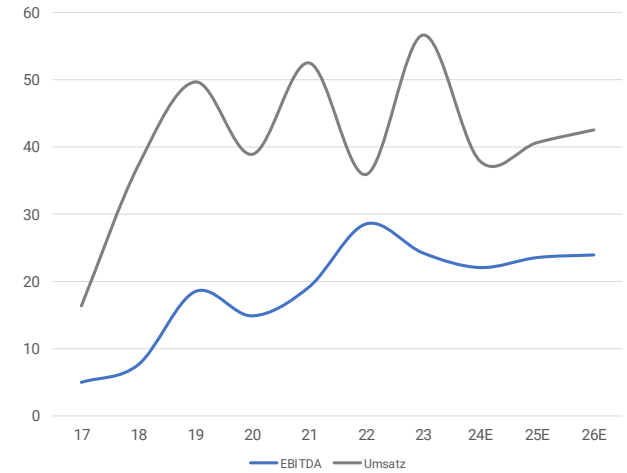
## Vermietbare Fläche und Mieteinnahmen



## Leerstandquote und Anzahl Objekte



## Umsatz- und Gewinnentwicklung in EUR Mio.



Quelle Unternehmensangaben; mwb research

# 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 führen zu höheren Refinanzierungskosten und 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 20,54** pro Aktie:

**Umsatzwachstum:** Wir gehen davon aus, dass FCR Immobilien AG weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2024E-2031E bei 6,6% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 2,0%.

**ROCE.** Die Kapitalrenditen entwickeln sich von 4,9% in 2024E bis auf 6,2% in 2031E.

**WACC.** Ausgangspunkt ist ein historisches Aktien-Beta von -0,05. Ein Deleveraging und die Korrektur um die Mean Reversion ergibt ein Asset-Beta von 1,15. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und einer Aktienrisikoprämie von 6,0% ergeben sich Eigenkapitalkosten von 11,5%. Bei Fremdkapitalkosten vor Steuern von 5,0%, einem Steuersatz von 25,0% und einem Zielwert für Schulden/Eigenkapital von 0,5 ergibt sich ein langfristiger WACC von 8,9%.

DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	Endwert
NOPAT	18,3	19,2	19,2	21,0	22,1	23,4	24,9	26,4	
Abschreibung & Amortis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Änderung des w/c	-2,4	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Änderung Rückstellungen	-2,5	-2,2	-2,3	-2,9	-2,5	-2,5	-2,6	-2,7	
Capex	-13,7	-20,6	-21,6	-11,4	-10,9	-6,7	-6,6	-18,1	
Cash flow	-0,2	-4,0	-5,0	6,2	8,2	13,7	15,1	5,1	75,5
Barwert (Gegenwartswert)	-0,2	-3,7	-4,2	4,7	5,7	8,7	8,7	2,7	41,1
WACC	9,7%	9,5%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	8,9%

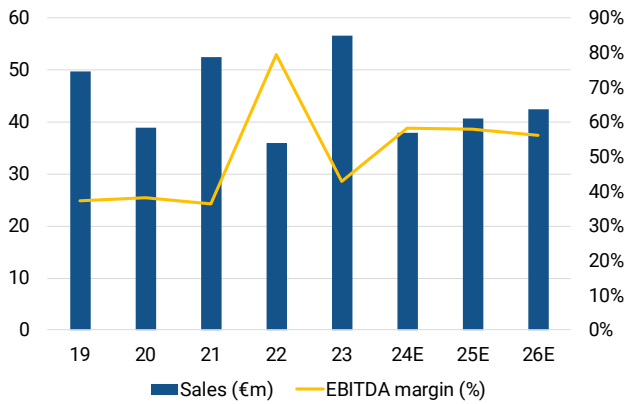
DCF pro Aktie abgeleitet aus		DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Gesamter Barwert	63,6	Planungshorizont durchsch. Wachstum (2024E-2031E)	6,6%
Adj. Halbjahres-Barwert	66,5	Endwert Wachstum (2031E - Unendlichkeit)	2,0%
Nettoverschuldung	278,3	Endwert ROCE	6,2%
Finanzanlagen	413,1	Endwert WACC	8,9%
Rückstellungen	na		
Wert des Eigenkapitals	201,3		
Anzahl ausstehender Aktien	9,8		
		WACC abgeleitet aus	
<b>Discontierter Cash Flow / Aktie</b>	<b>20,54</b>	Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	5,0%
<b>Discount / (Prämie)</b>	<b>108,5%</b>	Steuersatz	25,0%
		Beta	-0,05
		Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen)	1,15
		Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	0,5
		Relevered beta	1,58
		Risikoloser Zins	2,0%
		Risikoprämie	6,0%
		Eigenkapitalkosten	11,5%
<b>Aktienkurs</b>	<b>9,85</b>		

Sensitivitätsanalyse DCF								
	WACC	Langfristige Wachstumsrate					Anteil Endwert	
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%		
	2,0%	18,6	18,7	18,9	19,1	19,3	2024E-2027E	-5,2%
	1,0%	19,2	19,4	19,6	19,9	20,2	2028E-2031E	40,5%
	0,0%	19,9	20,2	20,5	20,9	21,3	Endwert	64,7%
	-1,0%	20,9	21,3	21,7	22,3	22,9		
	-2,0%	22,2	22,7	23,4	24,2	25,3		

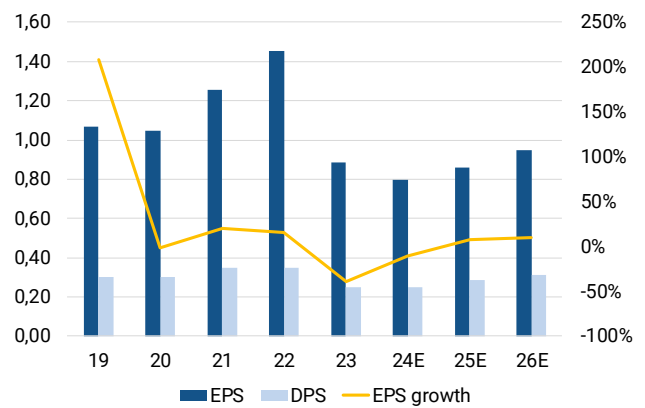
Quelle: mwb research

# Finanzkennzahlen in sechs Charts

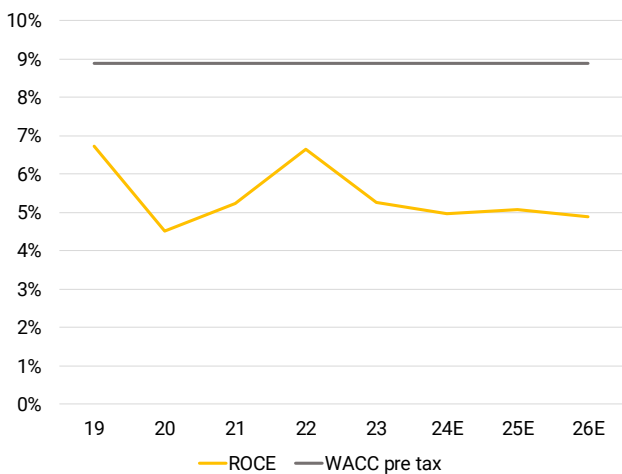
**Umsatz vs. EBITDA Margenentwicklung**



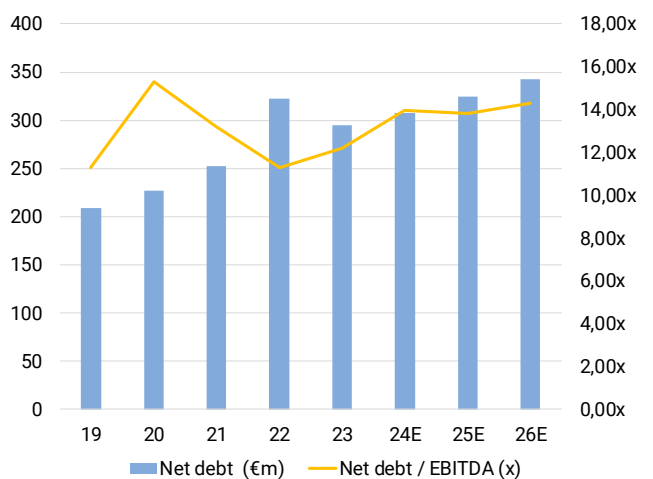
**GpA, DpA in EUR & GpA Wachstum**



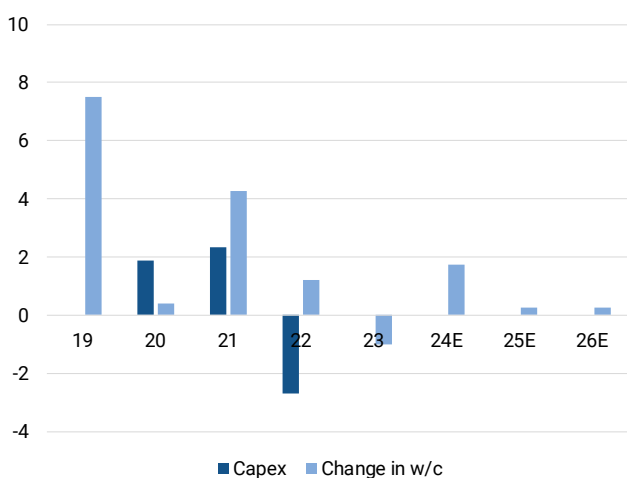
**ROCE vs. WACC (Vorsteuer)**



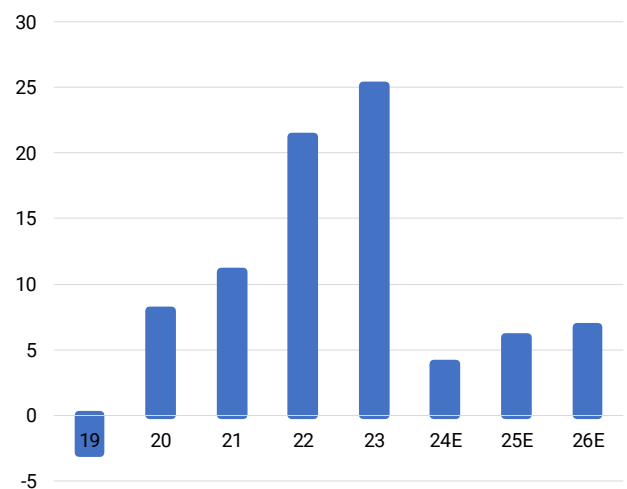
**Nettoverschuldung vs. Nettoverschuldung/EBITDA**



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



**Freier Cash Flow in EUR Mio.**



Quelle Unternehmensangaben; mwb research



# Finanzkennzahlen

Gewinn & Verlustrechnung (EURm)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>52,5</b>	<b>35,9</b>	<b>56,6</b>	<b>37,9</b>	<b>40,6</b>	<b>42,5</b>
Umsatzwachstum	34,9%	-31,6%	57,7%	-33,0%	7,2%	4,7%
Veränderung der Fertig- und unfertigen Erzeugnisse	2,6	2,4	1,9	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>55,1</b>	<b>38,4</b>	<b>58,6</b>	<b>37,9</b>	<b>40,6</b>	<b>42,5</b>
Wertveränderung der Anlageimmobilien	4,8	9,9	1,0	2,6	2,3	2,4
Aufw. aus der Veräußerung von Anlageimmobilien	24,4	0,9	18,3	0,0	0,0	0,0
Personalaufwand	4,4	5,9	4,4	4,6	4,9	5,9
Materialkosten und sonstige Ausgaben	11,9	12,9	12,7	14,0	14,4	15,1
Gesamte Betriebsausgaben	35,9	9,8	34,4	16,0	17,1	18,6
<b>EBITDA</b>	<b>19,2</b>	<b>28,6</b>	<b>24,2</b>	<b>21,9</b>	<b>23,6</b>	<b>23,9</b>
Abschreibung	0,6	1,1	1,2	0,2	0,0	0,0
EBITA	18,5	27,4	23,0	21,7	23,6	23,9
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>18,5</b>	<b>27,4</b>	<b>23,0</b>	<b>21,7</b>	<b>23,6</b>	<b>23,9</b>
Finanzergebnis	-6,6	-10,1	-12,9	-13,6	-13,9	-12,9
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	11,9	17,3	10,1	8,1	9,7	11,0
Ausserordentliches Ergebnis	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	14,9	17,3	10,1	8,1	9,7	11,0
Steuern	2,7	3,1	1,4	1,3	1,8	2,2
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	12,1	14,2	8,7	6,8	7,9	8,8
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>12,1</b>	<b>14,2</b>	<b>8,7</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>	<b>8,8</b>
Minderheitsbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	12,1	14,2	8,7	6,8	7,9	8,8
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	9,69	9,76	9,80	9,80	9,80	9,80
<b>Gewinn pro Aktie (berichtet)</b>	<b>1,25</b>	<b>1,45</b>	<b>0,89</b>	<b>0,69</b>	<b>0,81</b>	<b>0,90</b>

Gewinn & Verlustrechnung (common size)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<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	5%	7%	3%	0%	0%	0%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>105%</b>	<b>107%</b>	<b>103%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Wertveränderung der Anlageimmobilien	9%	28%	2%	7%	6%	6%
Aufw. aus der Veräußerung von Anlageimmobilien	46%	3%	32%	0%	0%	0%
Personalaufwand	8%	16%	8%	12%	12%	14%
Materialkosten und sonstige Ausgaben	23%	36%	22%	37%	36%	36%
Gesamte Betriebsausgaben	68%	27%	61%	42%	42%	44%
<b>EBITDA</b>	<b>36%</b>	<b>80%</b>	<b>43%</b>	<b>58%</b>	<b>58%</b>	<b>56%</b>
Abschreibung	1%	3%	2%	0%	0%	0%
EBITA	35%	76%	41%	57%	58%	56%
Abschr. auf Goodwill und immatr. Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Wertminderungsaufwand	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>EBIT</b>	<b>35%</b>	<b>76%</b>	<b>41%</b>	<b>57%</b>	<b>58%</b>	<b>56%</b>
Finanzergebnis	-13%	-28%	-23%	-36%	-34%	-30%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	23%	48%	18%	21%	24%	26%
Ausserordentliches Ergebnis	6%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	28%	48%	18%	21%	24%	26%
Steuern	5%	9%	2%	3%	4%	5%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	23%	39%	15%	18%	20%	21%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>23%</b>	<b>39%</b>	<b>15%</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss (berichtet)	23%	39%	15%	18%	20%	21%

Quelle: Unternehmensdaten; mwb research

Bilanz (EURm)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Immaterielle Vermögenswerte excl. Goodwill	2,3	4,0	4,6	4,6	4,6	4,6
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	1,8	3,0	0,9	0,8	0,8	0,8
Finanzielle und andere lfr. Vermögenswerte	354,8	430,9	413,1	429,4	452,3	476,2
<b>ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>358,9</b>	<b>437,9</b>	<b>418,6</b>	<b>434,7</b>	<b>457,6</b>	<b>481,5</b>
Vorräte	2,4	1,2	1,3	1,0	1,1	1,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16,6	7,1	6,0	7,3	7,8	8,2
Sonstiges Umlaufvermögen	5,5	18,1	17,0	17,0	17,0	17,0
Barmittel	18,7	5,6	6,5	0,6	3,1	5,1
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,1	1,6	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>43,3</b>	<b>33,6</b>	<b>30,9</b>	<b>26,0</b>	<b>29,1</b>	<b>31,6</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>402,2</b>	<b>471,5</b>	<b>449,5</b>	<b>460,7</b>	<b>486,7</b>	<b>513,1</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>108,0</b>	<b>118,8</b>	<b>125,3</b>	<b>129,7</b>	<b>135,5</b>	<b>141,7</b>
Minderheitsbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Schulden	259,6	280,5	259,5	310,0	330,0	350,0
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Rückstellungen	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>260,0</b>	<b>280,8</b>	<b>259,9</b>	<b>310,4</b>	<b>330,4</b>	<b>350,4</b>
Kurzfristige Schulden	11,8	47,3	42,3	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2,9	1,5	0,7	0,7	0,8	0,8
Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	1,9	3,0	2,7	1,8	2,0	2,0
Latente Steuern	17,4	20,1	17,9	17,9	17,9	17,9
Passive Rechnungsabgrenzung	0,0	0,0	0,6	0,2	0,2	0,2
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>34,2</b>	<b>71,9</b>	<b>64,3</b>	<b>20,6</b>	<b>20,8</b>	<b>21,0</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>402,2</b>	<b>471,5</b>	<b>449,5</b>	<b>460,7</b>	<b>486,7</b>	<b>513,1</b>

Bilanz (common size)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Immaterielle Vermögenswerte excl. Goodwill	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Goodwill	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	0%	1%	0%	0%	0%	0%
Finanzielle und andere lfr. Vermögenswerte	88%	91%	92%	93%	93%	93%
<b>ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>89%</b>	<b>93%</b>	<b>93%</b>	<b>94%</b>	<b>94%</b>	<b>94%</b>
Vorräte	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4%	2%	1%	2%	2%	2%
Sonstiges Umlaufvermögen	1%	4%	4%	4%	3%	3%
Barmittel	5%	1%	1%	0%	1%	1%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>11%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</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>27%</b>	<b>25%</b>	<b>28%</b>	<b>28%</b>	<b>28%</b>	<b>28%</b>
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	65%	59%	58%	67%	68%	68%
Rückstellungen für Pensionen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>65%</b>	<b>60%</b>	<b>58%</b>	<b>67%</b>	<b>68%</b>	<b>68%</b>
Kurzfristige Schulden	3%	10%	9%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Anzahlungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Verbindlichkeiten	0%	1%	1%	0%	0%	0%
Latente Steuern	4%	4%	4%	4%	4%	3%
Passive Rechnungsabgrenzung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>8%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Unternehmensdaten; mwb research

Kapitalflussrechnung (EURm)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Jahresüberschuss/Verlust	12,1	14,2	8,7	6,8	7,9	8,8
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	0,2	0,6	0,6	0,2	0,0	0,0
Abschreibung von Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0,4	0,6	0,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige	-0,1	0,6	13,4	-2,5	-2,2	-2,3
<b>Mittelfluss vor Veränderungen des w/c</b>	<b>12,7</b>	<b>15,9</b>	<b>23,3</b>	<b>4,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,4</b>
Veränderung der Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,1
Veränderung der Forderungen aus LuL	0,0	0,0	0,0	-1,3	-0,5	-0,4
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	0,0	-1,6	1,2	0,0	0,1	0,0
Veränderung anderer Positionen des w/c	0,7	4,2	0,7	-1,4	0,1	0,1
<b>Erhöhung/Verminderung des Working Capital</b>	<b>0,7</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>
<b>Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten</b>	<b>13,3</b>	<b>18,5</b>	<b>25,2</b>	<b>2,1</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>
CAPEX	-2,3	-2,7	-1,4	0,0	0,0	0,0
Zahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	-40,0	-70,8	14,2	-13,7	-20,6	-21,6
Einkommen aus Anlagenverkäufen	1,1	-0,9	0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten</b>	<b>-41,3</b>	<b>-74,4</b>	<b>13,3</b>	<b>-13,7</b>	<b>-20,6</b>	<b>-21,6</b>
Mittelfluss vor Finanzierung	-28,0	-55,9	38,5	-11,7	-15,3	-15,4
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	41,0	59,5	-20,8	8,2	20,0	20,0
Kauf eigener Aktien	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	6,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	-2,9	-3,4	-2,1	-2,5	-2,1	-2,6
Sonstige	-7,5	-9,5	-14,1	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>37,2</b>	<b>46,6</b>	<b>-37,4</b>	<b>5,7</b>	<b>17,9</b>	<b>17,4</b>
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	9,2	-9,4	1,1	-6,0	2,5	2,0
<b>Flüssige Mittel am Ende der Periode</b>	<b>14,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,9</b>	<b>0,9</b>	<b>3,5</b>	<b>5,5</b>

Quelle: Unternehmensdaten; mwb research

Immobilienkennzahlen in (EURm)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Anzahl Immobilien	99	105	95	97	100	103
Mietfläche	400.000	500.000	474.000	485.000	510.000	525.300
IST-Nettomieten in EUR Mio.	24,3	31,7	33,1	34,9	37,6	39,5
FFO	7,1	9,4	8,2	7,4	8,7	9,4
FFO-Marge	29,1%	29,6%	24,7%	21,2%	23,1%	23,8%
FFO pro Aktie	0,73	0,96	0,83	0,76	0,89	0,96
Potential-Nettomieten in EUR Mio.	29,1	31,8	33,1	na	na	na
Vermietungsquote in %	92,9%	93,3%	93,3%	93,3%	93,3%	93,3%
Marktwert in EUR Mio.	320,7	404,8	414,3	426,8	450,0	473,8
IST-Nettomietrenditen in %	7,6%	7,8%	8,0%	8,2%	8,4%	8,3%
WAULT in Jahren	5,4	5,2	5,3	5,3	5,3	5,3
NAV je Aktie in EUR	12,5	13,9	14,3	13,2	13,8	14,5
LTV	77,1%	75,1%	67,2%	68,5%	68,9%	69,2%

Quelle: Company data; mwb research

Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Deutschland	52,5	35,9	56,6	37,9	40,6	42,5
Europa (ex Deutschland)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amerika	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Asien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rest der Welt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>52,5</b>	<b>35,9</b>	<b>56,6</b>	<b>37,9</b>	<b>40,6</b>	<b>42,5</b>

Regionale Umsatzverteilung (common size)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Deutschland	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Europa (ex Deutschland)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Amerika	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Asien	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rest der Welt	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Kennzahlen	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Daten pro Aktie</b>						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	1,25	1,45	0,89	0,69	0,81	0,90
Cash Flow pro Aktie	1,37	1,89	2,57	0,20	0,54	0,63
Buchwert pro Aktie	11,14	12,16	12,79	13,23	13,83	14,46
Dividende pro Aktie	0,35	0,35	0,25	0,22	0,27	0,30
<b>Bewertung</b>						
KGV	7,9x	6,8x	11,1x	14,2x	12,2x	11,0x
Kurs/CF	7,2x	5,2x	3,8x	50,3x	18,2x	15,7x
Preis/Buchwert	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x
Dividendenrendite (%)	3,6%	3,6%	2,5%	2,2%	2,7%	3,0%
FCF-Rendite (%)	13,9%	19,2%	26,1%	2,0%	5,5%	6,4%
Unternehmenswert/Umsatz	6,7x	11,7x	6,9x	10,7x	10,4x	10,4x
Unternehmenswert/EBITDA	18,2x	14,7x	16,2x	18,5x	18,0x	18,4x
Unternehmenswert/EBIT	18,8x	15,3x	17,0x	18,7x	18,0x	18,4x
<b>G&amp;V (EUR Mio.)</b>						
Umsatz	52,5	35,9	56,6	37,9	40,6	42,5
Wachstum Veränderung (%)	34,9%	-31,6%	57,7%	-33,0%	7,2%	4,7%
Rohertrag	24,4	0,9	18,3	0,0	0,0	0,0
Rohertragsmarge (%)	46,5%	2,5%	32,3%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	19,2	28,6	24,2	21,9	23,6	23,9
EBITDA Marge (%)	36,5%	79,5%	42,8%	57,8%	58,0%	56,3%
EBIT	18,5	27,4	23,0	21,7	23,6	23,9
EBIT Marge (%)	35,3%	76,4%	40,6%	57,4%	58,0%	56,3%
Jahresüberschuss	12,1	14,2	8,7	6,8	7,9	8,8
<b>Kapitalflussrechnung</b>						
Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten	13,3	18,5	25,2	2,1	5,3	6,2
Investitionen	-2,3	-2,7	-1,4	0,0	0,0	0,0
Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Freier Cash Flow	11,0	15,7	23,8	2,1	5,3	6,2
<b>Bilanz (EUR Mio.)</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	2,3	4,0	4,6	4,6	4,6	4,6
Materielle Vermögensgegenstände	1,8	3,0	0,9	0,8	0,8	0,8
Eigenkapital	108,0	118,8	125,3	129,7	135,5	141,7
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	271,9	328,1	302,2	310,4	330,4	350,4
Netto-Finanzverbindlichkeiten	252,7	322,3	295,3	309,4	326,9	344,9
w/c Anforderungen	16,0	6,9	6,6	7,6	8,1	8,5
<b>Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite (ROE)	11,2%	11,9%	6,9%	5,3%	5,8%	6,2%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	4,9%	6,1%	5,4%	4,9%	5,1%	4,9%
Net gearing	234,0%	271,3%	235,6%	238,6%	241,2%	243,4%
Nettoverschuldung / EBITDA	13,2x	11,3x	12,2x	14,1x	13,9x	14,4x

Quelle: Company data; mwb research

## Interessenskonflikte

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 mwb research 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 mwb research 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, 8

# Haftungsausschluss

**1. Allgemeine Informationen/Haftung** Dieses Dokument wurde von der SRH mwb research 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 mwb research zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch mwb research 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. Organisatorische Vorkehrungen** Die mwb research 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 mwb research AG, die an der Erstellung des Rechercheberichts beteiligt sind, unterliegen den internen Compliance-Vorschriften. Kein Teil der Vergütung des Produzenten steht in direktem oder indirektem Zusammenhang mit der Erstellung dieser Finanzanalyse. Für den Fall, dass ein Research-Analyst oder eine nahestehende Person in einen Interessenkonflikt gerät, ist der Research-Analyst von der Berichterstattung über dieses Unternehmen ausgeschlossen.

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

Die mwb research AG verwendet für die analysierten Unternehmen das folgende dreistufige Ratingsystem:

**Spekulatives Kaufen:** Nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial von mehr als 25% innerhalb von 12 Monaten; überdurchschnittliches Risiko

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

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

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

NB: Die Ratings der mwb research 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 mwb research AG getroffen. Die Meinungen und Einschätzungen in diesem Recherchebericht können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es liegt im Ermessen der mwb research AG, ob und wann sie eine Aktualisierung dieses Rechercheberichts veröffentlicht, aber im Allgemeinen werden Aktualisierungen regelmäßig, spätestens nach 6 Monaten, erstellt. Eine Sensitivitätsanalyse ist in den ersten Studien des Unternehmens enthalten und wird veröffentlicht.

**5. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung dieser Finanzanalyse:**  
20-Nov-24 10:48:16

## 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 mwb research AG hat die Informationen auf Plausibilität, aber nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft.

**8. Zuständige Aufsichtsbehörde** Die mwb research 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://mwb-research.com>.

## Kontakt

**mwb research AG**  
**Mittelweg 142**  
**20148 Hamburg**  
**Germany**

Tel.: +49 40 309 293-52  
Email.: [contact@mwb-research.com](mailto:contact@mwb-research.com)  
Webseite: [www.mwb-research.com](http://www.mwb-research.com)  
Research: [www.research-hub.de](http://www.research-hub.de)

### Research

**HARALD HOF**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-53  
E-Mail: [h.hof@mwb-research.com](mailto:h.hof@mwb-research.com)

**LEON MÜHLENBRUCH**  
Analyst  
Tel: +49 40 309 293-57  
E-Mail: [l.muehlenbruch@mwb-research.com](mailto:l.muehlenbruch@mwb-research.com)

**ABED JARAD**  
Junior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-54  
E-Mail: [a.jarad@mwb-research.com](mailto:a.jarad@mwb-research.com)

**JENS-PETER RIECK**  
Junior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-54  
E-Mail: [jp.riek@mwb-research.com](mailto:jp.riek@mwb-research.com)

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

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

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

### Sales

**HOLGER NASS**  
Head of Sales  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [h.nass@mwb-research.com](mailto:h.nass@mwb-research.com)

### Team Assistant

**HANNAH GABERT**  
Team Assistant  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [h.gabert@mwb-research.com](mailto:h.gabert@mwb-research.com)

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

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

### Sales / Designated Sponsoring / Corporate Finance

**ALEXANDER DEUSS**  
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)

**JAN NEYNABER**  
Institutional Sales  
Tel: +49 69 1387-1255  
E-Mail: [jneynaber@mwbfairtrade.com](mailto:jneynaber@mwbfairtrade.com)

**DIRK WEYERHÄUSER**  
Corporate Finance  
Tel: +49 69 1387-1250  
E-Mail: [dweyerhaeuser@mwbfairtrade.com](mailto:dweyerhaeuser@mwbfairtrade.com)

### Standorte

**HAMBURG (Research)**  
Mittelweg 142  
20148 Hamburg  
+49 40 309 293-52

**HAMBURG (Corporates & Markets)**  
Kleine Johannisstraße 4  
20457 Hamburg  
+49 40 360 995-0

**FRANKFURT A.M.**  
Unterlindau 29  
60323 Frankfurt am Main  
+49 40 360 995-22

**MÜNCHEN**  
Rottenbacher Str. 28  
82166 Gräfelfing  
+49 89-85852-0

**BERLIN**  
Kurfürstendamm 151  
10709 Berlin

**HANNOVER**  
An der Börse 2  
30159 Hannover

Unser Research ist abrufbar unter:

**ResearchHub**  
**Bloomberg**  
**FactSet**  
**Thomson Reuters / Refinitiv**  
**CapitalIQ**

[www.research-hub.de](http://www.research-hub.de)  
[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)  
[www.factset.com](http://www.factset.com)  
[www.refinitiv.com](http://www.refinitiv.com)  
[www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)