

# FCR Immobilien AG

Deutschland | Immobilien | Marktkapitalisierung EUR 125,5 Mio.

27-Mar-25

UPDATE



## Hebung stiller Reserven durch Immoware24 Verkauf; KAUFEN

### What's it all about?

Die FCR Immobilien AG hat ihre 10%-Beteiligung an der Immoware24 GmbH für 25,2 Mio. Euro verkauft, was einem Unternehmenswert von rund 250 Mio. Euro entspricht. Der Exit generiert einen Gewinn von über 15 Mio. Euro gegenüber dem Buchwert und vervielfacht die ursprüngliche Investition von 2 Mio. Euro aus dem Jahr 2020 um das 12,5-Fache. Die jährliche Rendite beträgt beeindruckende 66%. Immoware24 bietet eine SaaS-Lösung für Immobilienverwaltung, die von über 4.000 Kunden genutzt wird. Der Verkaufserlös stärkt das Jahresergebnis 2024 erheblich und ermöglicht FCR, Mittel für Schuldentilgung oder den Ausbau des Immobilienportfolios einzusetzen. Über den Käufer wurde Stillschweigen vereinbart, jedoch passen PE-Fonds ins mögliche Profil. Wir bestätigen unsere KAUFEN-Empfehlung und erhöhen unser Kursziel auf EUR 22.00 von vormals EUR 20.50.

### KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel	EUR 22,00 (20,50)
Aktueller Kurs	EUR 12,80
Kurspotenzial	71,9%



### ANALYST

**Thomas Wissler**

t.wissler@mwb-research.com

+49 40 309 293-58

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

[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 125,5 Mio. | EV EUR 420,8 Mio.

## KAUFEN (KAUFEN)

**Kursziel** EUR 22,00 (20,50)  
**Aktueller Kurs** EUR 12,80  
**Kurspotenzial** 71,9%

### ANALYST

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

## Hebung stiller Reserven durch Immoware24 Verkauf; KAUFEN

**Verkauf der Immoware24-Beteiligung** Die FCR Immobilien AG („FCR“) hat heute den Verkauf einer ihrer Finanzbeteiligungen bekannt gegeben. Dabei handelt es sich um die 10%ige Beteiligung an der Immoware24 GmbH. Das Unternehmen ist Anbieter einer professionellen Verwaltungssoftware für die Immobilienverwaltung und -bewirtschaftung. Nach eigenen Angaben nutzen derzeit über 4.000 Hausverwaltungen, Banken und Eigentümer die webbasierte (SaaS) Lösung. Die rund 12.000 Anwender verwalten mehr als 1,5 Millionen Wohneinheiten über die Immoware24-Lösung.

**Einstieg vor rund 5 Jahren** Die FCR hat im Geschäftsjahr 2020 eine strategische Beteiligung in Höhe von 10% an der Immoware24 GmbH erworben. Die Anschaffungskosten betragen EUR 2 Mio. Die Bewertung per Ende 2023 (letzter Bewertungsstichtag) betrug rund EUR 9,6 Mio. und wird in der Bilanz der FCR „at equity“ bilanziert.

**12,5-facher Veräußerungsgewinn** Mit der heutigen Mitteilung hat FCR die Beteiligung nun für rund EUR 25,2 Mio. veräußert, wodurch Immoware24 mit rund EUR 250 Mio. (100% EV) bewertet wird. Damit hat FCR aus dem Verkauf einen Gewinn von mehr als EUR 15 Mio. gegenüber dem Buchwert erzielt. Unter Renditegesichtspunkten hat die FCR ihr Investment innerhalb von nur 5 Jahren um das ca. 12,5-fache vervielfacht, was einer jährlichen Rendite von ca. 66% p.a. entspricht. Der Gewinn wird im Konzernabschluss 2024 der FCR vollständig ergebniswirksam und führt zu einer signifikanten Erhöhung des Jahresergebnisses.

**Typisches Private Equity Target** Über den Käufer wurde Stillschweigen vereinbart, es lässt sich jedoch feststellen, dass in letzter Zeit insbesondere US-amerikanische PE-Fonds ihre Kaufbemühungen für deutsche Softwareunternehmen intensiviert haben (Atoss Software von General Atlantic, Software AG von Silver Lake, Schneider Neureither von Carlyle). Mit ihrem SaaS-basierten Geschäftsmodell würde Immoware24 daher potenziell auch in das Beuteschema solcher Fonds passen.

**Unser Einschätzung und Mittelverwendung** Für uns ist diese Nachricht eine sehr positive Überraschung. Neben dem Buchgewinn, der das Jahresergebnis 2024 deutlich beeinflussen wird, und der überdurchschnittlichen



Quelle: mwb research

**Hoch/Tief 52 W.** 13,30 / 8,75  
**Kurs/Buchwert** 1,0x

### Ticker / Symbols

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

### Änderung der Prognosen

		Umsatz	EBIT	GjA
2024E	alt	37,9	21,7	0,69
	Δ	0,0%	0,0%	185,0%
2025E	alt	40,6	23,6	0,81
	Δ	0,0%	0,0%	0,0%
2026E	alt	42,5	23,9	0,90
	Δ	0,0%	0,0%	0,0%

### Aktienkennzahlen

**Aktienanzahl** (in Mio. Stück) 9,80  
**Buchwert p.A.:** (in EUR) 12,79  
**Ø Handelsvol.:** (52 W.) 1.543

### 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.

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	20,0	8,7	9,4
FFO-Marge	29,1%	29,6%	24,7%	57,3%	23,1%	23,8%
Jahresüberschuss	12,1	14,2	8,7	19,4	7,9	8,8
Nettoverschuldung	252,7	322,3	295,3	281,8	299,6	317,6
LTV	77,1%	75,1%	67,2%	62,0%	62,8%	63,5%
Gewinn je Aktie	1,25	1,45	0,89	1,98	0,81	0,90
FFO je Aktie	0,73	0,96	0,83	2,04	0,89	0,96
Dividende je Aktie	0,35	0,35	0,25	0,25	0,27	0,30
<i>Dividendenrendite</i>	2,7%	2,7%	2,0%	2,0%	2,1%	2,3%
FFO-Rendite	5,7%	7,5%	6,5%	15,9%	6,9%	7,5%
EV/EBIT	20,4x	16,3x	18,3x	18,7x	18,0x	18,5x
PER	10,2x	8,8x	14,4x	6,5x	15,8x	14,3x

Quelle: Unternehmensangaben, mwb research

Rendite von 66% p.a. ist der Mittelzufluss von rund EUR 25 Mio. positiv zu bewerten. Die FCR kann die frei werdenden Mittel zur Schuldentilgung, aber auch zum Ausbau des Kernimmobilienportfolios nutzen. Legt man typische Finanzierungsmechanismen aus der Vergangenheit zugrunde, d.h. einen LTV von 70%, könnte FCR rein theoretisch neue Immobilien-Assets von bis zu EUR 80 Mio. erwerben, die rund EUR 6 Mio. zusätzliche Mieteinnahmen generieren könnten (angenommene Anfangsrendite von 8%). Wir sehen FCR daher in einer komfortablen Situation, um auch weiterhin Opportunitäten am Markt zu nutzen.

**Action** Wir haben den Verkauf in unseren Schätzungen verarbeitet und entsprechend angepasst. In Summe führt die Veräußerung zu einem neuen Kursziel von EUR 22.00 (alt EUR 20.50), was einem Upside Potenzial von rund 70% entspricht. Wir bestätigen daher unsere KAUFEN-Empfehlung

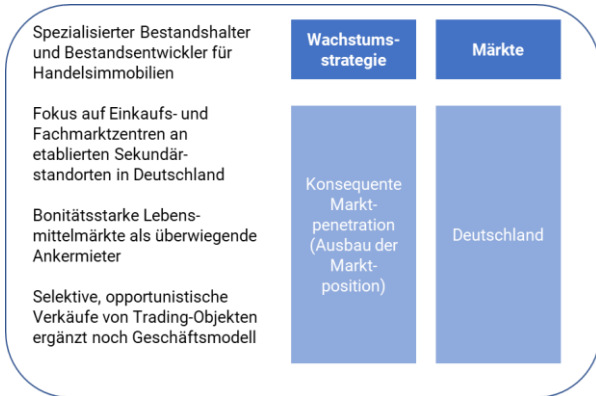
#### Übersicht der letzten Transaktionen der FCR Immobilien AG:

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	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					
21.10.2020	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	Bückeberg, 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	Fackmarkt	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		
<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)			

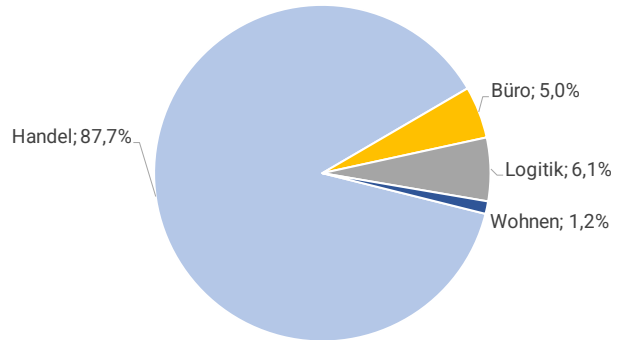
Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

# Investment Case in sechs Grafiken

## Geschäftsmodell



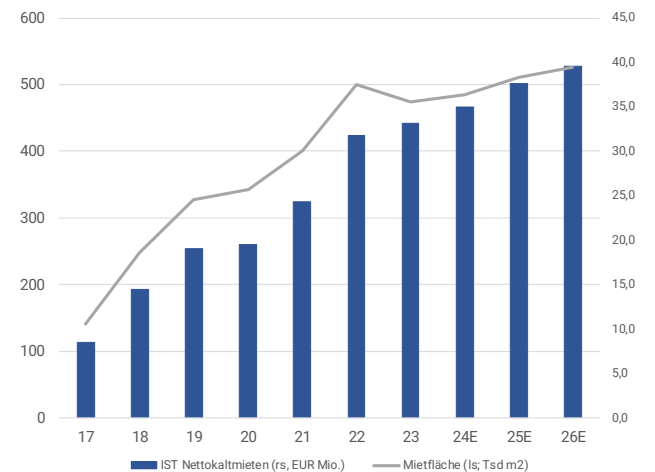
## Mieteinnahmen nach Segment 2023



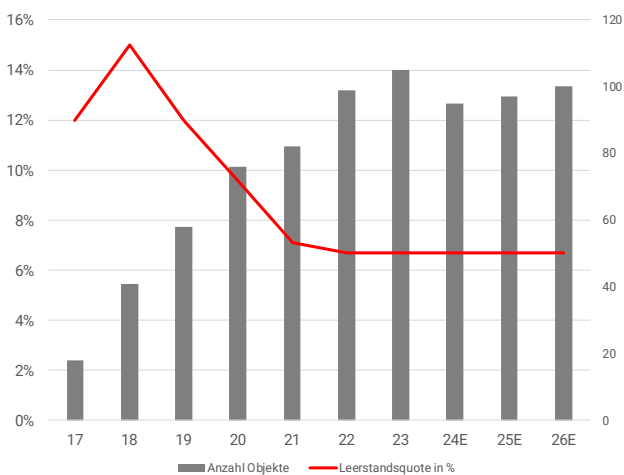
## Hauptmieter

Lebensmittel/ Einzelhandel	Fachmarkt/ Einzelhandel

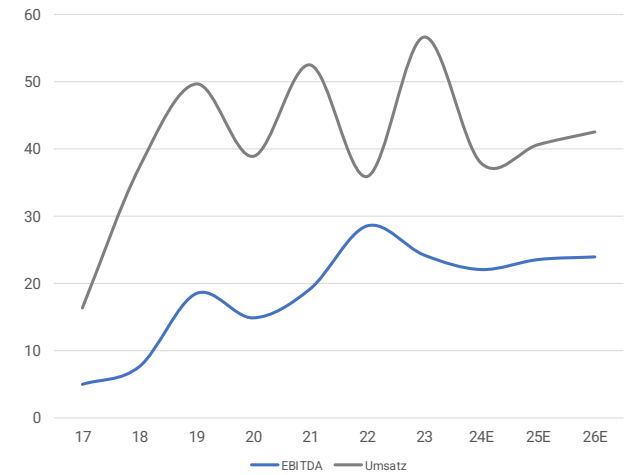
## Vermietbare Fläche und Mieteinnahmen



## 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 22,18** pro Aktie:

**Umsatzwachstum:** Wir gehen davon aus, dass FCR Immobilien AG weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2025E-2032E bei 6,2% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 2,0%.

**ROCE.** Die Kapitalrenditen entwickeln sich von 4,7% in 2024E bis auf 6,1% in 2032E.

**WACC.** Ausgangspunkt ist ein historisches Aktien-Beta von -0,04. Ein Deleveraging und die Korrektur um die Mean Reversion ergibt ein Asset-Beta von 1,20. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und einer Aktienrisikoprämie von 6,0% ergeben sich Eigenkapitalkosten von 11,9%. 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 9,2%.

DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Endwert
NOPAT	19,2	19,2	20,8	21,7	23,1	24,6	26,1	27,8	
Abschreibung & Amortis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Änderung des w/c	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	
Änderung Rückstellungen	-2,2	-2,3	-2,9	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9	
Capex	-20,6	-21,6	-6,8	-17,0	-17,8	-18,1	-18,4	-18,7	
Cash flow	-4,0	-5,0	10,7	1,8	2,3	3,3	4,4	5,6	80,0
Barwert (Gegenwartswert)	-3,8	-4,3	8,3	1,3	1,5	1,9	2,4	2,8	40,4
WACC	9,7%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,2%

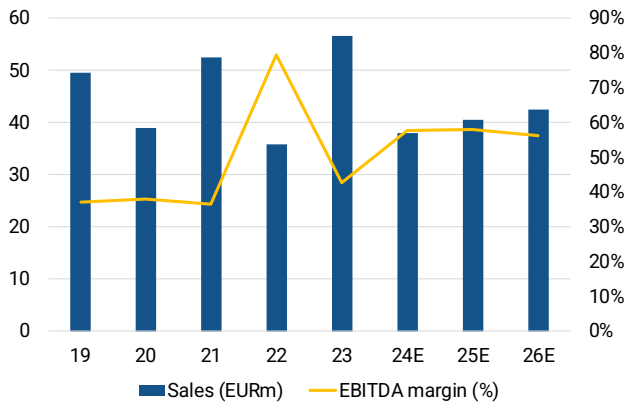
DCF pro Aktie abgeleitet aus		DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Gesamter Barwert	50,5	Planungshorizont durchsch. Wachstum (2025E-2032E)	6,2%
Adj. Halbjahres-Barwert	52,8	Endwert Wachstum (2032E - Unendlichkeit)	2,0%
Nettoverschuldung	264,8	Endwert ROCE	6,1%
Finanzanlagen	429,4	Endwert WACC	9,2%
Rückstellungen	na		
Wert des Eigenkapitals	217,4	WACC abgeleitet aus	
Anzahl ausstehender Aktien	9,8	Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	5,0%
		Steuersatz	25,0%
		Beta	-0,04
		Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen)	1,20
<b>Discountierter Cash Flow / Aktie</b>	<b>22,18</b>	Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	0,5
<b>Discount / (Prämie)</b>	<b>73,3%</b>	Relevered beta	1,65
		Risikoloser Zins	2,0%
		Risikoprämie	6,0%
		Eigenkapitalkosten	11,9%
<b>Aktienkurs</b>	<b>12,80</b>		

Sensitivitätsanalyse DCF								
	WACC	Langfristige Wachstumsrate					Anteil Endwert	
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%		
	2,0%	20,4	20,5	20,7	20,9	21,1	2025E-2028E	3,0%
	1,0%	20,9	21,1	21,3	21,6	21,9	2029E-2032E	16,9%
	0,0%	21,6	21,9	<b>22,2</b>	22,5	22,9	Endwert	80,1%
	-1,0%	22,5	22,9	23,3	23,8	24,4		
	-2,0%	23,7	24,2	24,8	25,6	26,6		

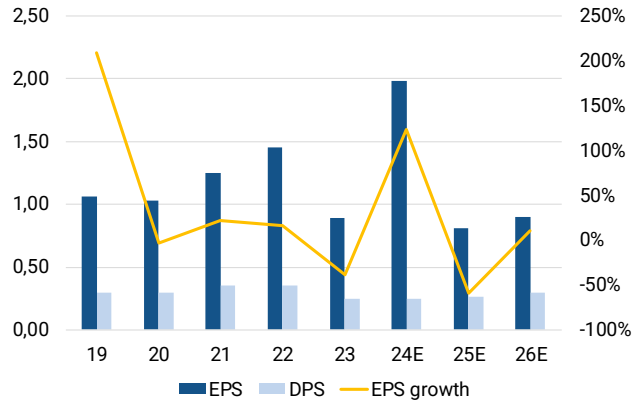
Quelle: mwb research

# Finanzkennzahlen in sechs Charts

**Umsatz vs. EBITDA Margenentwicklung**



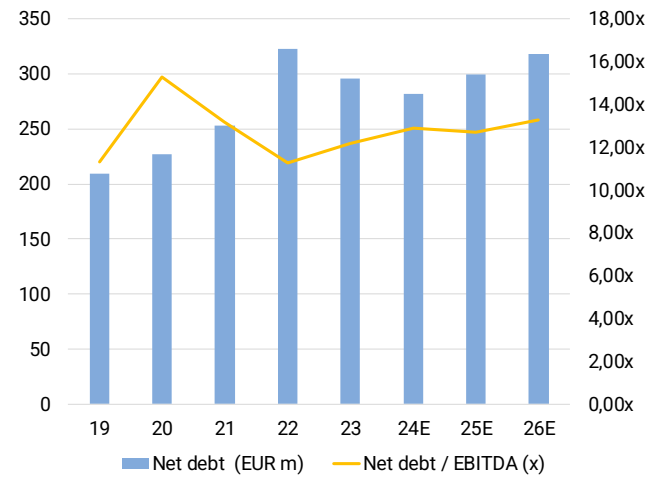
**GpA, DpA in EUR & GpA Wachstum**



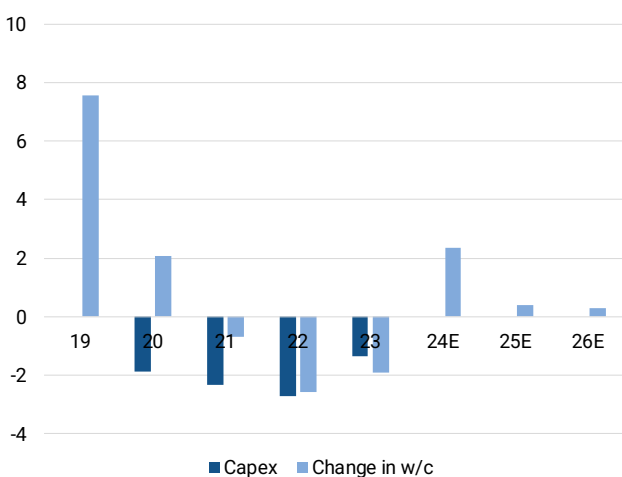
**ROCE vs. WACC (Vorsteuer)**



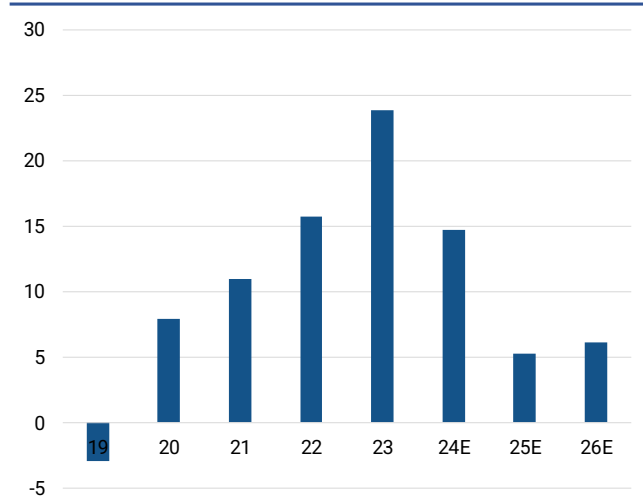
**Nettoverschuldung vs. Nettoverschuldung/EBITDA**



**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	1,4	-13,9	-12,9
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	11,9	17,3	10,1	23,1	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	23,1	9,7	11,0
Steuern	2,7	3,1	1,4	3,7	1,8	2,2
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	12,1	14,2	8,7	19,4	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>19,4</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	19,4	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>1,98</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%	4%	-34%	-30%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	23%	48%	18%	61%	24%	26%
Ausserordentliches Ergebnis	6%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	28%	48%	18%	61%	24%	26%
Steuern	5%	9%	2%	10%	4%	5%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	23%	39%	15%	51%	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>51%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss (berichtet)	23%	39%	15%	51%	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	28,2	30,4	32,4
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>53,6</b>	<b>56,4</b>	<b>58,8</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>402,2</b>	<b>471,5</b>	<b>449,5</b>	<b>488,3</b>	<b>514,0</b>	<b>540,3</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>108,0</b>	<b>118,8</b>	<b>125,3</b>	<b>157,3</b>	<b>162,8</b>	<b>168,9</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>488,3</b>	<b>514,0</b>	<b>540,3</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%	88%	88%	88%
<b>ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>89%</b>	<b>93%</b>	<b>93%</b>	<b>89%</b>	<b>89%</b>	<b>89%</b>
Vorräte	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4%	2%	1%	1%	2%	2%
Sonstiges Umlaufvermögen	1%	4%	4%	3%	3%	3%
Barmittel	5%	1%	1%	6%	6%	6%
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>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</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>32%</b>	<b>32%</b>	<b>31%</b>
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	65%	59%	58%	63%	64%	65%
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>64%</b>	<b>64%</b>	<b>65%</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%	3%	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	19,4	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>17,0</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>14,7</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	-23,7	-20,6	-21,6
Einkommen aus Anlagenverkäufen	1,1	-0,9	0,5	25,0	0,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten</b>	<b>-41,3</b>	<b>-74,4</b>	<b>13,3</b>	<b>1,3</b>	<b>-20,6</b>	<b>-21,6</b>
Mittelfluss vor Finanzierung	-28,0	-55,9	38,5	15,9	-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	-2,5	-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>17,5</b>	<b>17,4</b>
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	9,2	-9,4	1,1	21,6	2,2	2,0
<b>Flüssige Mittel am Ende der Periode</b>	<b>14,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,9</b>	<b>28,5</b>	<b>30,7</b>	<b>32,7</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	20,0	8,7	9,4
FFO-Marge	29,1%	29,6%	24,7%	57,3%	23,1%	23,8%
FFO pro Aktie	0,73	0,96	0,83	2,04	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	16,1	16,6	17,2
LTV	77,1%	75,1%	67,2%	62,0%	62,8%	63,5%

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	1,98	0,81	0,90
Cash Flow pro Aktie	1,37	1,89	2,57	1,48	0,54	0,63
Buchwert pro Aktie	11,14	12,16	12,79	16,05	16,61	17,24
Dividende pro Aktie	0,35	0,35	0,25	0,25	0,27	0,30
<b>Bewertung</b>						
KGV	10,2x	8,8x	14,4x	6,5x	15,8x	14,3x
Kurs/CF	9,3x	6,8x	5,0x	8,6x	23,7x	20,4x
Preis/Buchwert	1,1x	1,1x	1,0x	0,8x	0,8x	0,7x
Dividendenrendite (%)	2,7%	2,7%	2,0%	2,0%	2,1%	2,3%
FCF-Rendite (%)	10,7%	14,8%	20,1%	11,6%	4,2%	4,9%
Unternehmenswert/Umsatz	7,2x	12,5x	7,4x	10,7x	10,5x	10,4x
Unternehmenswert/EBITDA	19,7x	15,7x	17,4x	18,6x	18,0x	18,5x
Unternehmenswert/EBIT	20,4x	16,3x	18,3x	18,7x	18,0x	18,5x
<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	19,4	7,9	8,8
<b>Kapitalflussrechnung</b>						
Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten	13,3	18,5	25,2	14,7	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	14,7	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	157,3	162,8	168,9
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	281,8	299,6	317,6
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%	12,3%	4,9%	5,2%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	4,9%	6,1%	5,4%	4,7%	4,8%	4,6%
Net gearing	234,0%	271,3%	235,6%	179,2%	184,1%	188,0%
Nettoverschuldung / EBITDA	13,2x	11,3x	12,2x	12,9x	12,7x	13,3x

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. Potentielle 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:**  
27-Mar-25 10:18:04

## 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)