

FCR Immobilien AG

Deutschland | Immobilien | Marktkapitalisierung EUR 110 Mio.

27 Januar 2021

UPDATE



Fokussierung nimmt weiter Fahrt auf; Kaufen

What's it all about?

Wir sehen FCR auf einem guten Weg den eingeschlagenen Strategiewechsel hin zu einem reinen Bestandhalter konsequent fort zu führen. Die positiven Auswirkungen insbesondere auf den FFO werden bereits in 2021 sichtbar, wo wir mit einer Verdoppelung des FFO's gegenüber 2020 rechnen (eAR EUR 10,5 Mio.) Die angekündigte Kapitalerhöhung wird zudem dabei helfen, wertschaffende Immobilien im Sweet Spot der Immobilienbranche zu erwerben. Wir halten unser Anlageurteil unverändert mit KAUFEN und Kursziel EUR 14,80 bei, nicht zuletzt auch aufgrund des weiter gesteigerten NAV pro Aktie, welcher per Ende Sept. einen Wert von EUR 11,26 erreicht hat. Eine Prämie von lediglich ca. 6% zum gestrigen Schlusskurs ist unserer Einschätzung nach weder mit den guten Wachstumsaussichten der Gesellschaft, noch im Vergleich zu anderen Immobilienunternehmen, die teilweise Aufschläge bis zu 30% aufweisen zu rechtfertigen.

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	EUR 14,80 (14,80)
Aktueller Kurs	EUR 12,00
Kurspotenzial	23%

ANALYST

Thomas Wissler

Equity Research Analyst

t.wissler@alsterresearch.com

+49 40 309 293-58

Wichtiger Hinweis. Bitte lesen Sie auch die letzten Seiten dieser Studie "Pflichtangaben" und "Interessenkonflikte".

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

Dieser Bericht wurde von der SRH AlsterResearch AG erstellt. Die Gesellschaft untersteht der regulatorischen Aufsicht der BaFin.

FCR Immobilien AG

Deutschland | Immobilien | Marktkapitalisierung EUR 110 Mio.

Kaufen (Kaufen)

Kursziel EUR 14,80 (14,80)
Aktueller Kurs EUR 12,00
Kurspotential 23%

ANALYST

Thomas Wissler
 Equity Research Analyst
 t.wissler@alsterresearch.com
 +49 40 309 293-58

Fokussierung auf das Kerngeschäft nimmt Fahrt auf; KAUFEN

Der angekündigte **Strategiewechsel** der FCR Immobilien (FCR) hin zu einem reinen Bestandshalter und Bestandsentwickler hat unserer Einschätzung nach in H2 2020 weiter an Fahrt gewonnen. So wurden alleine im 4. Quartal vier weitere Kauf-Transaktionen mit einer Gesamtfläche von über 20.000 m² vermeldet – alles Objekte die sich im **Sweet Spot des Immobiliensegments** befinden, d.h. Einkaufs- und Fachmarktzentren, typischerweise in der Größenordnung ab 1.500 m² in B- und C-Lagen, die größtenteils an krisenresistente Lebensmitteleinzelhändler vermietet sind. **Anfangsrenditen zwischen 8-9% p.a.** machen dies zu einem äußerst lukrativen Segment der Immobilien Branche. Gleichzeitig wurde die Veräußerung von 3 weiteren Fachmarktzentren gemeldet (siehe Tabelle nächste Seite). Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass auch der Verkaufsprozess des restlichen Tradingportfolios weiter Gestalt annimmt. Insbesondere bei den drei Hotels (Westerburg, Kitzbühel und Pelagone, Italien) gehen wir davon aus, dass sich der Verkaufsprozess in fortgeschrittenen Stadien befindet.

Die umgesetzte **Portfoliobereinigung** ist aus unserer Sicht sehr positiv zu sehen und bringt zahlreiche **signifikante Vorteile** mit sich, u.a.

- **Fokussierung auf das Kerngeschäft** führt zu besseren Bewirtschaftungsergebnissen des bestehenden Portfolios. So gehen wir davon aus, dass die Bewirtschaftung bestehender Immobilienprojekte signifikantes Upside-Potential birgt. Zum Ende des letzten Jahres konnten zum Beispiel in drei Objekten Mietvertragsverlängerungen zwischen 3 und 8 Jahren vollzogen werden, die über die Laufzeit in Summe knapp EUR 3 Mio. zusätzliche Mieterträge generieren werden. Die **durchschnittliche Restmietdauer, (WAULT) sollte somit signifikant von 4,4 Jahren zum Ende 2019 auf ca. 5,5 Jahre zum Ende 2020 verbessert werden (eAR)**. Zusätzlich gehen wir davon aus, dass die Fokussierung auf das Kerngeschäft auch positive Effekte auf die Leerstandsquoten haben sollten, die derzeit bei durchschnittlich 10% liegen (eAR).

Fortsetzung

FCR Immobilien AG	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Umsätze	37,3	49,7	67,8	70,4	73,5
<i>Wachstum yoy</i>	na	33,2%	36,5%	3,9%	4,4%
EBIT	7,6	18,5	18,5	27,3	39,8
FFO	3,4	-3,7	5,2	10,5	18,6
FFO-Marge	23,9%	-19,5%	18,7%	30,8%	39,7%
Jahresüberschuss	2,9	9,7	9,7	16,0	25,2
Nettoverschuldung	153	209	264	323	393
LTV	64,4%	68,0%	71,9%	70,4%	70,9%
Gewinn pro Aktie	0,35	1,07	1,06	1,53	2,41
FFO pro Aktie	0,41	-0,41	0,57	1,00	1,78
Dividende pro Aktie	0,18	0,35	0,35	0,38	0,48
<i>Dividendenrendite</i>	1,5%	2,9%	2,9%	3,2%	4,0%
FFO-Rendite	3,4%	-3,4%	4,8%	8,3%	14,8%
EV/EBIT	36,0x	17,6x	20,6x	16,6x	13,1x
KGV	34,7x	11,3x	11,3x	7,8x	5,0x

Quelle: AlsterResearch AG



Source: Company data, AlsterResearch

Hoch/Tief 52 Wochen 13,60 / 9,00
Kurs/Buchwert 1,02x

Ticker / Symbol

ISIN DE000A1YC913
 WKN A1YC91
 Bloomberg FC9:GR

Änderungen der Schätzungen

		Sales	EBIT	EPS
2020	alt	67,8	18,5	1,06
	Δ	-	-	-
2021	alt	70,4	27,3	1,53
	Δ	-	-	-
2022	alt	73,5	39,8	2,41
	Δ	-	-	-

Aktienkennzahlen

Aktienzahl (in Mio.) 9,15
 Buchwert je Aktie (in EUR) 11,77
 Ø Handelsvolumen (12 Monate) 4.000

Aktionärsstruktur

RAT Asset & Trading AG 66,1 %
 FaMe Invest & Mgmt GmbH 8,5 %
 Streubesitz 25,4 %

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.

- **Frei werdende Mittel können ins Kerngeschäft reinvestiert werden.** So plant FCR kurz- bis mittelfristig Zukäufe von Bestandsimmobilien in Höhe von rd. EUR 160 Mio. Bei Anfangsrenditen um die 8-9% sowie einer FK-Hebelung (LTV) von bis zu 80% führen unserer Einschätzung nach zu einer signifikanten Erhöhung sämtlicher G&V und Bilanzkennzahlen. So gehen wir davon aus, dass sich der **FFO bereits in 2021 mehr als verdoppeln sollte, was nicht zuletzt auch auf die sprunghafte Kostenstruktur der Gesellschaft zurück zu führen ist.** Der FFO sollte zudem davon profitieren, dass das Tradingportfolio per Definition geringere FFO's erwirtschaftet da in der Regel Immobilien mit hoher Leerstandsquote erworben und dieses nach erfolgreicher Bewirtschaftung und Reduzierung der Leerstandsquote wieder veräußert werden.

Portfolioveränderung

Nachfolgende Tabelle fasst sämtliche gemeldete Transaktionen in Q4 2020 zusammen:

Datum	K/VK	Art	Ort	Ankermieter	JNKM EUR Tsd.	Fläche m2	WAULT Jahren	Kaufpreis EUR Mio.
21.10.20	K	Einkaufszentrum	Eilenburg	Kaufland und toom Baumarkt	800	15.000	8,7	10 Mio.
27.10.20	K	Lebensmittelmärkte			185			1,99 Mio.
		Einzelhandel	Ruhle, Thüringen	Netto	100	1.200	9	
		Einzelhandel	Bückerburg, Thüringen	Niedrig-Preis-Markt (NP)	85	1.000	4	
30.10.20	K	Fachmarkt	Ludwigslust	toom Baumarkt	435	7.600		3,8 Mio.
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 Mio.
8.12.20	VK	Fachmarktzentrum	Pößneck, Thüringen	NKD, „von-gut“		7.600		

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Kapitalerhöhung

Wie bereits Ende September angekündigt plant FCR eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlage unter teilweiser Ausnutzung des genehmigten Kapitals. Diese besteht aus einem Bezugsangebot für die bestehenden Aktionäre sowie einem zeitgleich durchgeführten öffentlichen Angebot für die nicht bezogenen Aktien sowie einer Privatplatzierung. Die neuen Aktien werden zu einem Preis von EUR 10,80 je Aktie angeboten, was einen **Abschlag von über 11% zum gestrigen Schlusskurs** bedeutet. Die Bezugsfrist läuft vom 28. Januar bis zum 10. Februar 2021. Im Rahmen des Bezugsangebots können die Aktionäre neue Aktien im Verhältnis 7:1 erwerben, wodurch bis zu 1,306 Mio. neue Aktien geschaffen werden könnten. In Summe entspricht dies einem Bruttoerlös von bis zu EUR 14,1 Mio., die der Gesellschaft nach erfolgreicher Kapitalerhöhung zufließen könnte und welches für den weiteren Ausbau des Immobilienportfolio geplant ist.

Fazit:

Wir sehen FCR auf einem guten Weg den eingeschlagenen Strategiewechsel konsequent fort zu führen. Die positiven Auswirkungen insbesondere auf den FFO werden bereits in 2021 sichtbar, wo wir bereits mit einer Verdoppelung des FFO's gegenüber 2020 rechnen (eAR EUR 10,5 Mio.) Die angekündigte Kapitalerhöhung wird unserer Meinung nach zusätzlich dabei helfen, wertschaffende Immobilien im Sweet Spot der Immobilienbranche zu erwerben.

Wir halten unser Anlageurteil unverändert mit KAUFEN und Kursziel EUR 14,80 bei, nicht zuletzt auch aufgrund des weiter gestiegenen NAV pro Aktie, welcher per Ende Sept. einen Wert von EUR 11,26 (nach EUR 11,04 zum Halbjahresstichtag) erreicht hat. Eine Prämie von lediglich ca. 6% zum gestrigen Schlusskurs ist unserer Einschätzung nach weder mit den guten Wachstumsaussichten der Gesellschaft, noch im Vergleich zu anderen Immobilienunternehmen, die teilweise Aufschläge bis zu 30% aufweisen zu rechtfertigen.

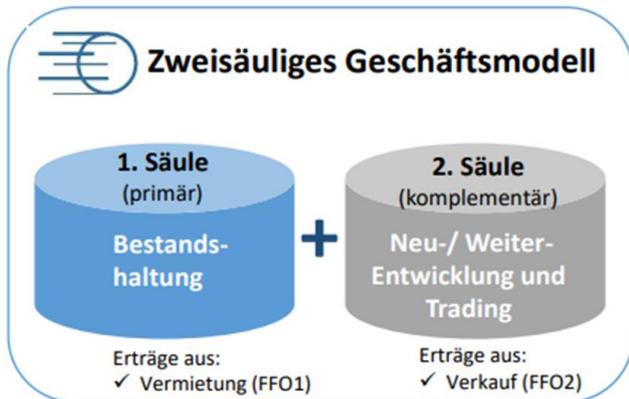
Szenario Analyse – Abverkauf Trading Portfolio

FCR Szenario Analyse in EUR Mio.		2022E	
Bestandsimmobilien	312,0	per Ende H1 2020	
davon Immobilien (held for sale)	53,0		
Bestand ex Trading	259,0		
Nettomittelzufluss aus Trading Immobilien	35,0		
Kapitalerhöhung (Bruttoerlös)	14,0		
zu investierendes Kapital	49,0	20% Eigenkapitalbedarf	
Volumen zusätzliches Bestandsimmobilien	245,0	80% LTV	
Berechnung Mieterlöse	in EUR Mio.	Miet-Rendite	Miet-erlöse
Bestand alt	259,0	7,5%	19,4
Bestand Neuerwerb	245,0	9,0%	22,1
Bestand gesamt	504,0	8,2%	41,5
Mieterlöse gesamt (neu)			41,5
FFO I-Marge	40%		16,6 FFO I
Anzahl Aktien			10,45
FFOPS in EUR			1,59
Berechnung Fairer Wert			
Fairer Multiple (FFOPS/Kurs '22E)			10,2x
Fairer Wert FCR			16,19 EUR

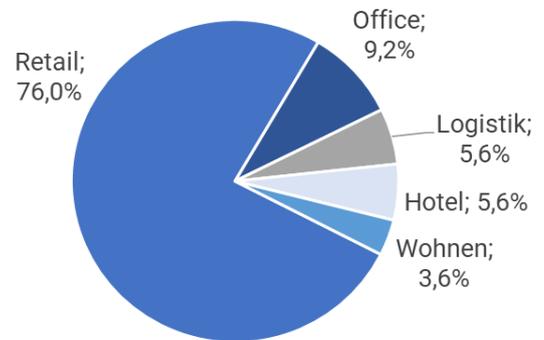
Quelle: AlsterResearch

Investment Case in sechs Grafiken

Geschäftsmodell



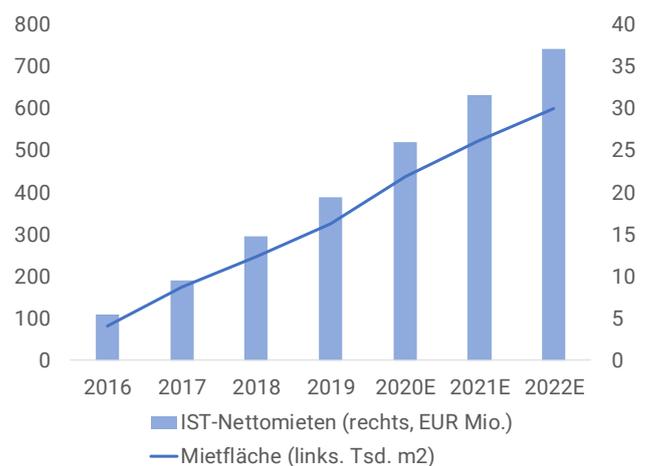
Mieteinnahmen nach Asset Klassen (2019)



Hauptmieter

Lebensmittel/Einzelhandel	Fachmarkt/Einzelhandel

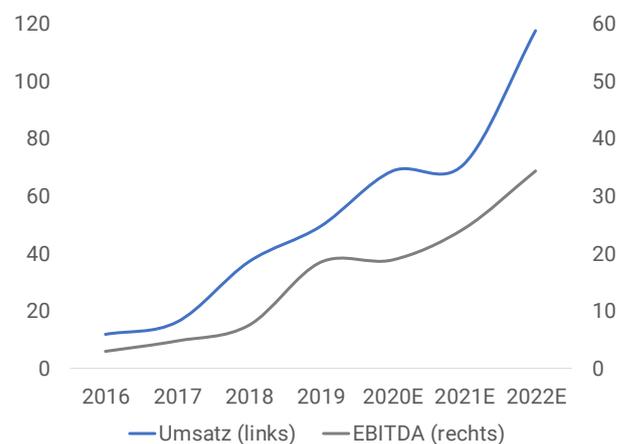
Mietfläche sowie IST Nettomieteinnahmen



Entwicklung Leerstand sowie Anzahl der Objekte



Umsatz und Ergebnisentwicklung 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

Schwächen

- Organisationsstruktur spiegelt die avisierte Unternehmensgröße noch nicht ausreichend wieder (Alleinvorstand)
- 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

- Corona-Krise könnte die Konsumfreude bundesweit massiv dämpfen
- Einzelpersonenrisiko bei Schlüsselposition durch starke Konzentration auf den Gründer
- Auflagen der Kommunen, die die Nutzung einschränken
- Stärkeres Wachstum des Onlinehandels
- Ausweisung weiterer Einzelhandelsflächen in der Nachbarschaft

Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoumsatz	37,3	49,7	67,8	70,4	73,5
Umsatzwachstum	na	0,3	0,4	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der Fertigerzeugnisse und unfertigen Erzeugnisse	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Gesamtumsatz	37,3	50,1	67,8	70,4	73,5
Wertveränderung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien	0,0	13,7	4,4	5,5	6,7
Aufw. aus der Veräußerung von Finanzanlagen gehaltenen Immobilien	21,3	27,9	37,8	34,7	24,9
Personalaufwand	3,3	6,6	5,4	4,4	4,8
Sonstige Ausgaben und Materialkosten	5,1	10,9	10,5	9,5	10,6
Gesamte Betriebsausgaben	29,7	31,7	49,3	43,1	33,7
EBITDA	7,6	18,5	18,5	27,3	39,8
Abschreibung	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
EBITA	7,1	18,1	18,2	27,0	39,5
Goodwill Abschreibung und immaterielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertminderungsaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	7,1	18,1	18,2	27,0	39,5
Finanzergebnis	-4,3	-6,2	-6,7	-8,2	-9,9
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern aus fortgeführten Geschäften	2,8	11,9	11,5	18,8	29,6
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	2,8	11,9	11,5	18,8	29,6
Steuern	-0,1	2,2	1,7	2,8	4,4
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	2,9	9,7	9,7	16,0	25,2
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	2,9	9,7	9,7	16,0	25,2
Minderheitsbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	2,9	9,7	9,7	16,0	25,2
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	8,5	9,1	9,1	10,5	10,5
Gewinn pro Aktie (berichtet)	0,35	1,07	1,06	1,53	2,41

Gewinn und Verlustrechnung (common size)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoumsatz	100%	100%	100%	100%	100%
Zunahme/Abnahme der Fertigerzeugnisse und unfertigen Erzeugnisse	0%	1%	0%	0%	0%
Gesamtumsatz	100%	101%	100%	100%	100%
Wertveränderung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien	0%	28%	7%	8%	9%
Aufw. aus der Veräußerung von Finanzanlagen gehaltenen Immobilien	57%	56%	56%	49%	34%
Personalaufwand	9%	13%	8%	6%	7%
Sonstige Ausgaben und Materialkosten	14%	22%	15%	13%	14%
Gesamte Betriebsausgaben	80%	64%	73%	61%	46%
EBITDA	20%	37%	27%	39%	54%
Abschreibung	1%	1%	0%	0%	0%
EBITA	19%	36%	27%	38%	54%
Goodwill Abschreibung und immaterielle Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%
Wertminderungsaufwand	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	19%	36%	27%	38%	54%
Finanzergebnis	-11%	-12%	-10%	-12%	-13%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern aus fortgeführten Geschäften	8%	24%	17%	27%	40%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	8%	24%	17%	27%	40%
Steuern	0%	4%	3%	4%	6%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	8%	20%	14%	23%	34%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss	8%	20%	14%	23%	34%
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss (berichtet)	8%	20%	14%	23%	34%

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Bilanz (EUR Mio.)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Immaterielle Vermögenswerte	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	0,5	0,8	2,9	3,0	3,1
Finanzielle Vermögenswerte	237,6	299,2	368,0	457,8	554,7
ANLAGEVERMÖGENEN	238,3	300,2	371,1	461,0	558,0
Vorräte	0,3	1,9	0,7	0,7	0,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,2	9,7	1,5	1,5	1,6
Sonstiges Umlaufvermögen	4,8	4,8	4,5	4,7	4,9
Barmittel	3,9	10,1	4,7	6,6	0,8
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
UMLAUFVERMÖGEN	10,5	26,8	11,7	13,8	8,3
AKTIVA	248,8	327,0	382,8	474,9	566,3
EIGENKAPITAL	71,0	85,6	91,1	123,0	149,4
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Schulden	147,3	211,5	261,6	321,6	386,6
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Rückstellungen	2,0	3,3	3,3	3,3	3,3
Langfristige Verbindlichkeiten	149,3	214,8	265,0	325,0	390,0
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	9,5	7,4	7,4	7,4	7,4
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2,3	2,2	2,6	2,7	2,8
Anzahlungen	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten (inkl. aus Leasing- und Mietverträgen)	2,8	2,3	2,3	2,3	2,3
Latente Steuern	13,9	14,4	14,4	14,4	14,4
Passive Rechnungsabgrenzung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	5,2	4,6	4,9	5,0	5,1
PASSIVA	248,8	327,0	382,8	474,9	566,3

Bilanz (common size)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Immaterielle Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	0%	0%	1%	1%	1%
Finanzielle Vermögenswerte	96%	91%	96%	96%	98%
ANLAGEVERMÖGENEN	96%	92%	97%	97%	99%
Vorräte	0%	1%	0%	0%	0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0%	3%	0%	0%	0%
Sonstiges Umlaufvermögen	2%	1%	1%	1%	1%
Barmittel	2%	3%	1%	1%	0%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0%	0%	0%	0%	0%
UMLAUFVERMÖGEN	4%	8%	3%	3%	1%
AKTIVA	100%	100%	100%	100%	100%
EIGENKAPITAL	29%	26%	24%	26%	26%
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	59%	65%	68%	68%	68%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	1%	1%	1%	1%	1%
Langfristige Verbindlichkeiten	60%	66%	69%	68%	69%
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	4%	2%	2%	2%	1%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1%	1%	1%	1%	0%
Anzahlungen	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Verbindlichkeiten (inkl. aus Leasing- und Mietverträgen)	1%	1%	1%	0%	0%
Latente Steuern	6%	4%	4%	3%	3%
Passive Rechnungsabgrenzung	0%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	2%	1%	1%	1%	1%
PASSIVA	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Jahresüberschuss/Verlust	2,9	9,8	9,7	16,0	25,2
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
Abschreibung von Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	0,8	-5,5	-4,4	-5,5	-6,7
Mittelfluss aus Geschäftstätigkeit vor Veränderungen des w/c	4,3	4,6	5,6	10,8	18,8
Erhöhung/Verminderung des Bestands	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0
Erhöhung/Verminderung der LuL	0,0	0,0	8,2	-0,1	-0,1
Erhöhung/Verminderung der Verbindlichkeiten aus LuL	0,0	0,0	0,4	0,1	0,1
Zunahme/Abnahme anderer Positionen des Working Capital	3,1	-8,3	0,0	0,0	0,0
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	3,1	-8,3	9,8	0,0	0,0
Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten	7,4	-3,7	15,4	10,8	18,9
CAPEX	0,2	0,0	0,4	0,4	0,4
Zahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	2,0	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	96,6	56,0	64,4	84,3	90,2
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0,0	0,0	0,0	5,0	5,0
Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten	-96,7	-56,0	-66,8	-79,7	-85,6
Mittelfluss vor Finanzierung	-89,3	-59,6	-51,4	-68,9	-66,8
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	91,1	64,6	50,1	60,0	65,0
Kauf eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	1,0	6,4	0,0	14,0	0,0
Dividendenzahlungen	0,3	1,5	3,2	3,2	4,0
Sonstige	-4,4	-3,7	0,0	0,0	0,0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten	87,4	65,7	46,9	70,8	61,0
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	-1,9	6,1	-4,5	1,9	-5,8
Flüssige Mittel am Ende der Periode	3,1	9,1	4,7	6,6	0,8

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Immobilienkennzahlen	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Anzahl Immobilien	58	76	92	109	129
Mietfläche	248.000	326.000	441.600	523.200	709.500
IST-Nettomieten in EUR Mio.	14,4	19,1	28,1	33,9	46,8
FFO	3,4	-3,7	5,2	10,5	18,6
FFO-Marge	24%	-20%	19%	31%	40%
FFO pro Aktie	0,41	-0,41	0,57	1,00	1,78
Potential-Nettomieten in EUR Mio.	17,7	22,2	na	na	na
Vermietungsquote in %	85,0%	88,0%	na	na	na
Marktwert in EUR Mio.	237,4	299,0	368,0	457,8	554,7
IST-Nettomietrenditen in %	6,1%	6,4%	7,6%	7,4%	8,4%
WAULT in Jahren	5,5	4,4	5,5	5,6	5,7
NAV in EUR	9,97	10,75	11,33	12,94	15,44
LTV	64,4%	68,0%	71,9%	70,4%	70,9%

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Kennzahlen	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Daten pro Aktie					
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	0,35	1,07	1,06	1,53	2,41
Cash Flow pro Aktie	0,82	-0,43	1,66	1,01	1,78
Buchwert pro Aktie	8,37	9,36	9,96	11,77	14,29
Dividende pro Aktie	0,18	0,35	0,35	0,38	0,48
Bewertung					
KGV	33x	11x	11x	8x	5x
Kurs/CF	14x	-27x	7x	11x	6x
Preis/Buchwert	1,4x	1,2x	1,2x	1,0x	0,8x
Dividendenrendite (%)	1,6%	3,0%	3,1%	3,3%	4,2%
FCF-Rendite (%)	57,6%	118,6%	-1024,5%	-132,5%	-77,6%
Unternehmenswert/Umsatz	6,7	6,3	5,5	6,3	7,0
Unternehmenswert/EBITDA	33,1	17,0	20,0	16,2	12,9
Unternehmenswert/EBIT	35,4	17,3	20,3	16,4	13,0
G&V (EUR Mio.)					
Umsatz	37,3	49,7	67,8	70,4	73,5
Wachstum Veränderung (%)	na	33%	36%	4%	4%
Rohertrag	na	na	na	na	na
Rohertragsmarge (%)	na	na	na	na	na
EBITDA	7,6	18,5	18,5	27,3	39,8
EBITDA Marge (%)	20%	37%	27%	39%	54%
EBIT	7,1	18,1	18,2	27,0	39,5
EBIT Marge (%)	19%	36%	27%	38%	54%
Jahresüberschuss	2,9	9,7	9,7	16,0	25,2
Kapitalflussrechnung					
Operativer Cashflow	7,4	-3,7	15,4	10,8	18,9
Investitionen	0,2	0,0	0,4	0,4	0,4
Erhaltungsinvestitionen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Freier Cash Flow	7,2	-3,7	15,0	10,4	18,5
Bilanz (EUR Mio.)					
Immaterielle Vermögenswerte	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Materielle Vermögensgegenstände	0,5	0,8	2,9	3,0	3,1
Eigenkapital	71,0	85,6	91,1	123,0	149,4
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	158,7	222,3	272,4	332,4	397,4
Netto-Finanzverbindlichkeiten	152,8	208,8	264,4	322,5	393,3
w/c Anforderungen	2,2	7,6	7,4	2,6	2,7
Kennzahlen					
Eigenkapitalrendite (ROE)	4%	11%	11%	13%	17%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	5%	7%	5%	7%	8%
Nettoverschuldungsgrad	215%	244%	290%	262%	263%
Nettoverschuldung / EBITDA	20,20	11,31	14,31	11,79	9,88

Quelle: Firmenangaben; 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, 8

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. 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. 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 von i.d.R. 7,5% 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.

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. 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.

6. 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.

7. 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.

8. 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 veröffentlicht unter: <https://www.alsterresearch.com>.

Kontakt

SRH AlsterResearch AG
Himmelstr. 9
22299 Hamburg

Tel: +49 40 309 293-52
Fax: +49 40 556 330-54
E-Mail: info@alsterresearch.com

Schlöter, Reidock & Hertrich GmbH
Leinpfad 100
22299 Hamburg

Tel: +49 40 3785 52- 0
Fax: +49 40 3785 52- 19
E-Mail: info@srh-research.de

mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG
Rottenbacher Straße 28
82166 Gräfelfing

Tel: +49 89 85852-0
Fax: +49 89 85852-505
E-Mail: info@mwbfairtrade.com

Research

OLIVER DREBING
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-57
E-Mail: o.drebing@alsterresearch.com

LOUISA HESSELBEIN
Analyst
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: l.hesselbein@alsterresearch.com

KARSTEN RAHLF, CFA
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-54
E-Mail: k.rahlf@alsterresearch.com

KATHARINA SCHLÖTER
Analystin
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: k.schloeter@alsterresearch.com

ANDREAS SCHÜLER
Analyst
Tel: +49 40 309 293-55
E-Mail: a.schueler@alsterresearch.com

THOMAS WISSLER
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-58
E-Mail: t.wissler@alsterresearch.com

ALEXANDER ZIENKOWICZ
Analyst
Tel: +49 40 309 293-56
E-Mail: a.zienkowitz@alsterresearch.com

Sales

MARKUS KÖNIG-WEISS
Leiter Sales
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: mkw@alsterresearch.com

Sales

CLEMENS SCHLÖTER
Senior Sales
Tel: +49 40 378 55 211
E-Mail: c.schloeter@srh-research.de

HANS SÜLWALD
Sales
Tel: +49 40 378 55 235
E-Mail: h.suelwald@srh-research.de

Equity Capital Markets / Trading

KAI JORDAN
Vorstand
Tel: +49 40 36 0995-22
E-Mail: kjordan@mwbfairtrade.com

ALEXANDER DEUSS
Leiter Institutionelle Kundenbetreuung
Tel: +49 40 36 0995- 22
E-Mail: adeuss@mwbfairtrade.com

SASCHA GUENON
Leiter Designated Sponsoring
Tel: +49 40 360 995 - 23
E-Mail: sguenon@mwbfairtrade.com