AlsterResearch

GIEAG Immobilien AG

Germany | Real Estate | Marktkapitalisierung EUR 89,9 Mio.

31-Jan-22

UPDATE

Positive Entwicklung der Projektpipeline erhöht nochmal die Visibilität

What's it all about?

GIEAG Immobilien AG (GIEAG) konnte in den vergangenen Wochen diverse positive Nachrichten vermelden, welche aus unserer Sicht die Qualität des Geschäftsmodells sowie die überdurchschnittlich hohen und vor allem visiblen Wachstumsaussichten des Unternehmens untermauern. Neben soliden H1 2021-Zahlen konnten insbesondere wichtige Meilensteine bei diversen Projektgesellschaften (Gerlingen, Ottobrunn) erreicht werden. Zudem sollte es GIEAG auch in 2021 gelungen sein, weitere neue Projekte zu akquirieren und somit die ohnehin prall gefüllten Projektpipeline weiter auszubauen. GIEAG bleibt daher aus unserer Sicht ein attraktiv bewerteter Immobilienentwickler, welcher derzeit mit einem Abschlag von ca. 50% zum fairen Wert (eAR) handelt. Wir raten daher unvermindert zum KAUF und halten trotz kurzfristig negativer politischer Berichterstattung (z.B. Stopp staatlicher Fördermittel zur energetischen Sanierung) an unserem Kursziel von EUR 33,00 fest.

KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel	**EUR 33,00 (33,00)**
Aktueller Kurs	EUR 21,40
Kurspotenzial	54,2%

ResearchHub

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

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

AlsterResearch

GIEAG Immobilien AG

Germany | Real Estate | Marktkapitalisierung EUR 89,9 Mio. | EV EUR 328,6 Mio.

KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel	**EUR 33,00 (33,00)**
Aktueller Kurs	EUR 21,40
Kurspotenzial	54,2%

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

Entwicklung der Projektpipeline erhöht nochmal die Visibilität

GIEAG konnte in den vergangenen Wochen durch positive Meldungen auf sich aufmerksam machen, welche aus unserer Sicht vom Kapitalmarkt allerdings nicht oder nicht hinreichend gewürdigt wurde. Wir sehen darin eine Chance für Anleger, die sich an einem stark wachsendem Projektentwickler mit ausgewiesener Expertise im süddeutschen Raum beteiligen wollen. Der Abschlag von ca. 50% auf den fairen Wert ist unserer Meinung nach nicht gerechtfertigt – insbesondere vor dem Hintergrund des starken Track Rekords der Gesellschaft sowie der **gigantische Projektpipeline von über EUR 1,7 Mrd.**

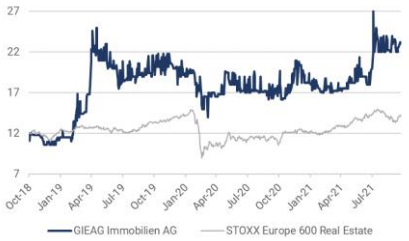
Gerlingen Work Bereits Mitte Januar hat GIEAG bei dem Bürokomplex Gerlingen Work in der Nähe von Stuttgart einen weiteren Vermietungserfolg erzielt. So konnte der Projektentwickler die Versicherungsgesellschaft BNP Paribas Cardif Deutschland als langfristigen Mieter gewinnen. Die vermieteten Büroflächen umfassen mehr als 3.200m² des Bürokomplexes. Am 24. Januar konnte GIEAG zudem weitere 1.250m² im gleichen Objekt erfolgreich vermietet. So wurde mit dem frechverlag, einem Teil der Bertelsmann Gruppe, ein langfristiger Mieter gefunden. Damit sind knapp 85% der rund 29,000m² Gesamtfläche langfristig vermietet, was einmal mehr zeigt, dass GIEAG a) Zugang zu namhaften Mietern hat und b) auch in Zeiten von Corona bedarfsgerechte Büroimmobilien konzipieren und vermieten kann. Aus unserer Sicht stellt die hohe Vermietungsquote einen wichtigen Bestandteil dar, um das Objekt in den kommenden Monaten „verkaufsfähig" zu machen. In Summe gehen wir bei Gerlingen Work von einem Verkaufserlös von rund EUR 115-125 Mio. (eAR ~Faktor 23-24x JNKM) aus sowie einem Exit in Q3/Q4 2022. Gerlingen Work stellt damit das einzige Objekt in unserer 2022er Umsatzschätzung dar. Die hohe Vermietungsquote erhöht demnach signifikant die Erfolgsaussichten und somit Visibilität auf einen Exit im laufenden Jahr.

Ottobrunn - Projekt Finsinger Feld Eine weitere, wesentliche Veränderungen hat sich bei dem Projekt in Ottobrunn im Speckgürtel von München ergeben. Bei dem Objekt entwickelt GIEAG einen mehr als 85.000m² großen Büro- und Technologiecampus durch Nachverdichtung eines bereits bestehenden, ca. 19ha umfassenden Gewerbeareals.

- Fortsetzung -

GIEAG Immobilien AG	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Umsatz	11,4	9,6	82,0	225,5	123,7	150,9
Wachstum yoy	-49,8%	-15,9%	752,0%	175,1%	-45,2%	22,1%
EBITDA	36,9	3,0	31,6	50,7	40,6	42,7
EBIT	33,6	0,1	28,7	47,8	37,7	39,8
Jahresüberschuss	27,3	-6,2	15,9	30,2	21,9	23,6
Nettoverschuldung	140,3	254,0	238,7	308,5	343,7	347,2
Nettoversch./EBITDA	3,8x	86,0x	7,6x	6,1x	8,5x	8,1x
Gewinn pro Aktie	6,55	-1,48	3,79	7,19	5,23	5,62
Dividende pro Aktie	0,80	0,80	1,00	1,25	1,56	1,95
Dividendenrendite	3,7%	3,7%	4,7%	5,8%	7,3%	9,1%
Rohertragsmarge	58,0%	123,1%	49,9%	30,0%	40,0%	35,0%
EBITDA-Marge	322,7%	30,7%	38,5%	22,5%	32,8%	28,3%
EBIT-Marge	293,8%	1,3%	35,1%	21,2%	30,5%	26,4%
ROCE	12,9%	0,0%	7,8%	10,7%	7,9%	8,0%
EV/EBITDA	6,2x	116,5x	10,4x	7,9x	10,7x	10,2x
EV/EBIT	6,8x	2.838,5x	11,4x	8,3x	11,5x	11,0x
KGV	3,3x	-14,4x	5,7x	3,0x	4,1x	3,8x
FCF-Rendite	-51,9%	-113,7%	23,1%	-73,7%	-33,8%	3,6%

Quelle: Unternehmensdaten, AlsterResearch



Quelle: AlsterResearch

Hoch/Tief 52 W.	27,00 / 17,00
Kurs/Buchwert	1,7x

Ticker / Symbols

ISIN	DE0005492276
WKN	549227
Bloomberg	2GI:GR

Änderung der Prognosen

		Sales	EBIT	EPS
2021	alt	00.0	00.0	00.0
	Δ	–	–	–
2022	alt	00.0	00.0	00.0
	Δ	–	–	–
2023	alt	00.0	00.0	00.0
	Δ	–	–	–

Aktienkennzahlen

Aktienanzahl (in Mio. Stück)	4,20
Buchwert p.A.: (in EUR)	12,69
Ø Handelsvolumen: (52 W.)	1.500

Aktionärsstruktur

Founding Family	92,2%
Treasury shares	0,6%
Streubesitz	7,2%

Unternehmensbeschreibung

GIEAG ist ein auf den süddeutschen Raum fokussiertes Immobilienunternehmen. Dabei konzentriert sich das familiengeführte Unternehmen auf die Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien, einschließlich Büros, Einzelhandel und Logistik, und investiert in Wohnimmobilien mit hohem Entwicklungspotenzial. Die Projektentwicklungspipeline der kommenden 4-5 Jahre summiert sich auf ca. EUR 1,7 Mrd.

Nach unseren Schätzungen stellt „Ottobrunn“ das größte Einzelprojekt der Gesellschaft dar und könnte für sich genommen rund EUR 950 Mio. Umsatzpotenzial in den kommenden Jahren erwirtschaften. Umso wichtiger erachten wir die erfolgreiche Erreichung wichtiger Meilensteine in diesem Projekt. So hat der Planungs- und Umweltausschuss des Gemeinderats Ottobrunn in seiner Sitzung von Anfang Dezember 2021 den Aufstellungsbeschluss für den Bebauungsplan für das Gewerbeareal Finsinger Feld gefasst. Bereits parallel zur Bauleitplanung wird eine technische Masterplanung für die nachhaltige Energie- und Mobilitätsversorgung des künftigen Campus erstellt. Die Realisierung wird in mehreren Bauabschnitten erfolgen. Der Bebauungsplan gibt eine Struktur mit flexiblen Baufeldern vor und ermöglicht so eine Entwicklung, die auf Marktentwicklungen und Nutzeranforderungen bestmöglich reagieren kann.

Neue Projekte Zudem ist es GIEAG wohl auch in 2021 gelungen, neue Projekte zu akquirieren und somit die ohnehin prall gefüllten Projektpipeline auszubauen. So wurde ein kleineres Objekt im Logistikbereich in Nordbayern erworben – genauso wie ein weiteres Wohnprojekt im Umkreis von München. Obwohl derzeit keine weiteren Einzelheiten über Größe, Umsatzpotenziale oder Timing vorliegen, zeigen die weiteren Aktivitäten, dass GIEAG fähig ist, weiter lukrative Objekte zu erwerben. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen nicht zuletzt auch von dem langjährigen Netzwerk zu potentiellen Verkäufern, Maklern aber auch finanzierenden Banken und Behörden profitiert.

H1 2021 Zahlen Bereits Anfang Dezember veröffentlichte GIEAG den Bericht für die ersten 6 Monate 2021. Während Umsatz (EUR 41,3 Mio.) und Ergebnis (Jahresüberschuss EUR 8,8 Mio.) 17%, respektive 32% hinter den Vergleichszahlen der Vorjahresperiode zurückblieben, entspricht dies unserer Ansicht nach lediglich dem typischen Umsatzverlauf eines Projektentwicklers. Infolgedessen halten wir die Aussagekraft der Halbjahreszahlen für relativ gering. So sehen wir GIEAG trotz allem auf einem guten Weg, unsere Umsatz- und Ertragserwartungen für 2021 zu erreichen. Unter anderem hatte GIEAG im Sommer diverse notarielle Verkaufsverträge geschlossen, die in Summe zu mehr als 70% der von uns prognostizierten Umsatzerwartung von EUR 225,5 Mio. führen sollte. Hinweis: Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass GIEAG gem. HGB Rechnungslegung Umsätze erst ergebniswirksam nach erfolgreichen Nutzen-Lastenwechsel verbuchen kann. Anders als nach IFRS, wo bereits der notarielle Verkaufsvertrag ausreicht, unterliegt GIEAG hier der konservativeren deutschen Rechnungslegung. Solle es hier zum Stichtag 31.12 bei dem einen oder anderen Projekt noch nicht zu dem erwähnten Nutzen- Lastenwechsel gekommen sein, würden sich die Umsätze automatisch in die nächste Rechnungsperiode verschieben. Aus unserer Sicht würde dies jedoch lediglich buchhalterische Implikationen ohne Auswirkung auf die Bewertung der GIEAG Aktie haben.

Förderstopp aller KfW-Programme für energieeffiziente Gebäude Das Wirtschaftsministerium hatte letzte Woche einen sofort geltenden Antrags- und Zusagestopp für die Programme Effizienzhaus 55 und Effizienzhaus 40 sowie das Programm für Energetische Sanierung ausgerufen. Bei GIEAG betrifft dies nach Aussagen des Managements ein Projektvolumen von rund EUR 200 Mio. Ob zukünftig andere Fördertöpfe zur Verfügung stehen, oder ob der Förderstopp gänzlich zu Lasten der Entwicklermarge geht, ist derzeit abschließend noch nicht quantifizierbar. Der abrupte Stopp sämtlicher KfW-Programme belastet jedoch die Nachrichtenlage sowie Planungssicherheit und stellt GIEAG daher vor noch nicht abschließend bezifferte Planungsprobleme.

Fazit GIEAG konnte in den vergangenen Wochen diverse positive Nachrichten vermelden, welche aus unserer Sicht die Qualität des Geschäftsmodells sowie die überdurchschnittlich hohen und vor allem visiblen Wachstumsaussichten des Unternehmens untermauern. Neben soliden H1 2021-Zahlen konnten insbesondere wichtige Meilensteine bei diversen Projektgesellschaften (Gerlingen, Otto-Brunn) erreicht werden. Zudem sollte es GIEAG auch in 2021 gelungen sein, weitere neue Projekte zu akquirieren und somit die ohnehin prall gefüllten Projektpipeline weiter auszubauen. GIEAG bleibt daher aus unserer Sicht ein attraktiv bewerteter Immobilienentwickler, welcher derzeit mit einem Abschlag von ca. 50% zum fairen Wert (eAR) handelt. Wir raten daher unvermindert zum KAUF und halten trotz kurzfristig negativer politischer Berichterstattung (z.B. Stopp staatlicher Fördermittel zur energetischen Sanierung) an unserem Kursziel von EUR 33,00 fest.

Pipelinebewertung – Stand alone

In Summe beläuft sich die in Planung befindliche Projektpipeline auf einen Gesamtbetrag von rund EUR 1,7 Mrd. (Entwicklungspipeline), was in etwa einer Umsatzpipeline von EUR 2,1 Mrd. entspricht. Diese soll in den kommenden 10 Jahren realisiert werden. Ausgehendend von einer durchschnittlichen Entwicklermarge von rund 22%, ergibt sich eine Nettoentwickler-Marge der Pipeline von rund EUR 347 Mio.

Abzüglich der zum Jahresende 2020 in der Bilanz aufgeführten Nettoverschuldung, ergibt sich ein Nettosubstanzwert der Pipeline von rund EUR 108 Mio. oder EUR 25,60 je Aktie.

Abgezinst auf den heutigen Tag, wäre die bestehende Projektpipeline ca. EUR 20,30 je Aktie wert und entspräche damit in etwa dem derzeitigen Aktienkurs der GIEAG.

Überschlagsrechnung - Pipelinewert in EUR			
Projekt Pipeline		2.100	Mrd.
Entwickler-Marge	22,0%	462	Mio.
Steuern	25,0%	116	Mio.
Nettoentwickler-Marge		**347**	Mio.
Schulden FY 2020		239	Mio.
Nettosubstanzwert der Pipeline		**108**	**Mio.**
Anzahl Aktien		4,2	Mio.
Pipelinewert / Aktie		25,6	
Dicount Faktor		0,8	
Pipelinewert / Aktie (Diskontiert)		**20,3**	

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

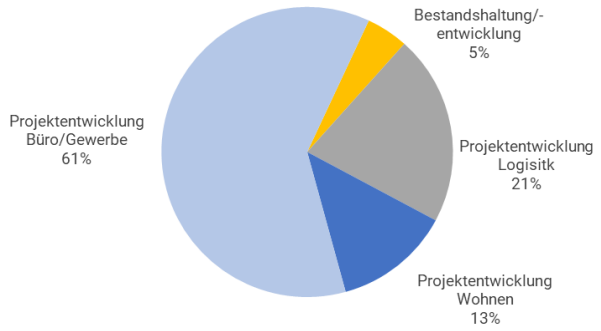
AlsterResearch

Investment Case in sechs Grafiken

Unternehmensprofil

PROJEKTENTWICKLUNG	BESTANDSHALTUNG UND –ENTWICKLUNG
Büro | Logistik | Wohnen	*Wohnimmobilien*
– Realisiertes Entwicklungsvolumen 2000 - 2019 von über EUR 500 Mio. – Projektvolumina einzelner Projekte von EUR 10 – 150 Mio. – Greenfield und Revitalisierung	– Volumen EUR 5 – 30 Mio. pro Projekt – Fokus auf den süddeutschen Raum – Eigenes Property- & Asset-Management und Vertriebssteuerung – Immobilien mit Entwicklungspotenzial – Nachverdichtung & Revitalisierung – Privatisierung

Umsatzanteil nach Asset Klassen in %



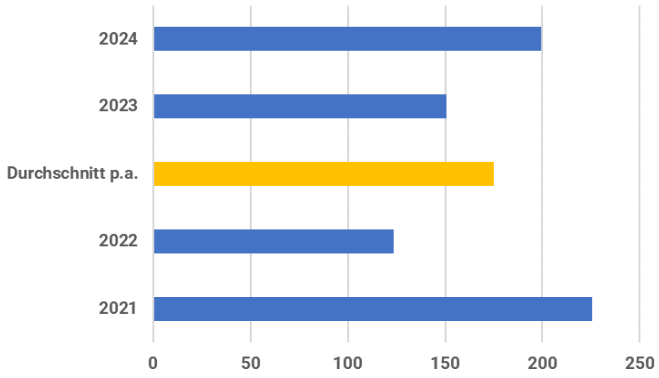
Ankermieter

SAP
BOSCH
Bundesanstalt für Immobilienaufgaben
AUKTION & MARKT AKTIENGESELLSCHAFT
Deutsche Telekom
cat

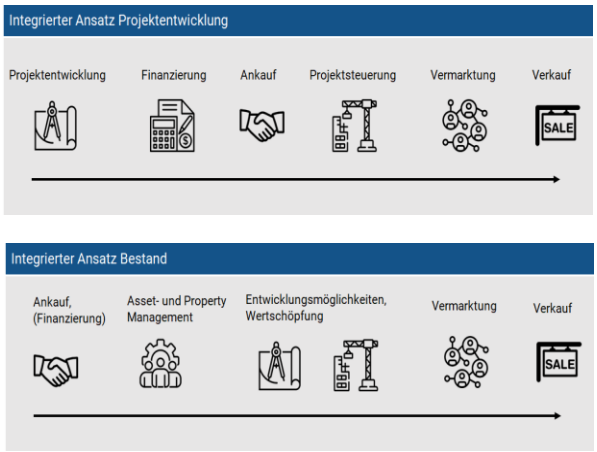
Stärken des Geschäftsmodels

- Konzeption, Finanzierung, Akquisition, Projektsteuerung, Vermarktung, Verkauf aus einer Hand
- Stabile Strukturen
- Schlanke Unternehmensorganisation
- Schnelle Reaktion auf Veränderungen im Markt
- Aus langjähriger Entwicklertätigkeit resultierendes Know-how
- Bewährtes Netzwerk aus verlässlichen Partnern

Projektpipeline in EUR Mio.



Wertschöpfungskette



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

SWOT-Analyse

Stärken

- Familiengeführtes Unternehmen mit schlanker Unternehmensorganisation und kurzen Entscheidungswegen
- Langjährige Erfahrung (Gründung 1999) und Track-Rekord (ca. 145 Tsd. m² entwickelte Fläche) / Einzelinvestitionen zwischen EUR 15-150 Mio.
- Ausgewogenes Geschäftsmodell welches kontinuierlichen Cashflow aus dem Bestandsgeschäft mit attraktiver Entwickler-Marge aus dem Projektgeschäft kombiniert
- Bewährtes Netzwerk aus verlässlichen Partnern (z.B. Gewerke / Makler)
- Fokussierung auf den überdurchschnittlich stark wachsenden süddeutschen Immobilienmarkt

Schwächen

- Grundsätzlich erratischer Geschäftsverlauf aufgrund projektbezogener Entwicklertätigkeit
- Keine Fokussierung könnte am Kapitalmarkt zu einem Bewertungsabschlag führen
- Geringer Free Float an der Börse und unterdurchschnittlicher Bekanntheitsgrad bei institutionellen Investoren

Chancen

- Expansion des Geschäftsmodells in angrenzende, nördliche Bundesländer
- Projektpipeline von ca. EUR 1,7 Mrd. für die kommenden 5 Jahre
- Weiter steigende Immobilienpreise sowie Mieten könnten sich positiv auf den Geschäftsverlauf der Gesellschaft auswirken
- Im Falle größerer Projektfinanzierungen erlaubt die Börsennotierung den Zugang zu frischem Kapital

Risiken

- Nach über 10 Jahren haussierendem Immobilienmarkt könnte sich die Entwicklung verlangsamen oder sogar rückläufig sein
- Politischer Druck in den deutschen Immobilienmarkt eingreifen zu wollen wächst (Stichwort Mietendeckel)
- Zunehmende Verdichtung des Wohnraums insbesondere in Ballungszentren könnte zukünftig den Zugang zu guten Lagen erschweren und somit dem zukünftigen Wachstum entgegen wirken
- Hohe Auslastung der Baubranche birgt das Risiko steigender Preise bei Gewerken / Subunternehmen sowie Baustoffen

AlsterResearch

Bewertung

DCF Model

Das DCF-Modell führt zu einem **Kursziel von EUR 33,00 pro Aktie**. Wichtige Annahmen sind:

Umsatzwachstum: Wir erwarten, dass GIEAG Immobilien weiterhin dynamisch wachsen sollte. Allerdings gehen wir ebenfalls davon aus, dass das Unternehmen die typische sprunghafte Umsatzentwicklung aufzeigen sollte, die für ein Projektentwickler typisch ist. In 2020 stieg der Umsatz um mehr als das 7,5-fache, für 2021 wird nochmals ein Umsatzsprung von 170% erwartet. Langfristig gehen wir jedoch von konservativen Wachstumsraten von 1,5% aus.

EBIT-Margen: Die typische Entwicklermarge liegt zwischen 15-25%. Wir gehen davon aus, dass GIEAG dieses Margenniveau langfristig verteidigen kann.

WACC: Wir modellieren einen gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz von 6,0%. Die Risikoprämie nehmen wir mit 5,0% an, das Beta liegt bei 1,0x und der risikofreie Zinssatz bei 3,5%.

DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Endwert
NOPAT	36,8	28,9	30,6	38,2	44,2	47,4	50,2	51,2	
Abschreibung & Amortis.	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	
Änderung des w/c	-97,7	-46,0	-22,4	-26,0	-32,6	-29,2	-29,5	-29,5	
Änderung Rückstellungen	2,2	-5,7	2,7	4,8	3,0	0,7	0,5	0,5	
Capex	-2,3	-2,5	-3,0	-3,0	-3,4	-3,1	-3,1	-3,2	
Cash flow	-58,2	-22,4	10,7	16,9	14,1	18,7	20,9	22,0	549,1
Barwert (Gegenwartswert)	-58,4	-21,2	9,6	14,3	11,3	14,1	14,9	14,8	377,6
WACC	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,6%

DCF pro Aktie abgeleitet aus	
Gesamter Barwert	376,9
Adj. Halbjahres-Barwert	387,7
Nettoverschuldung	238,7
Finanzanlagen	0,6
Rückstellungen	na
Wert des Eigenkapitals	149,6
Anzahl ausstehender Aktien	4,2
Discontierter Cash Flow / Aktie	**35,61**
Discount / (Prämie)	**66,4%**
Aktienkurs	**21,40**

DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Planungshorizont durchsch. Wachstum (2021E - 2028E)	1,2%
Endwert Wachstum (2028E - Unendlichkeit)	1,5%
Endwert ROCE	8,0%
Endwert WACC	5,6%

WACC abgeleitet aus	
Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	5,0%
Steuersatz	25,0%
Beta	1,05
Unlevered Beta	0,51
Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	1,0
Relevered beta	0,90
Risikoloser Zins	2,0%
Risikoprämie	6,0%
Eigenkapitalkosten	7,4%

Sensitivitätsanalyse DCF

WACC	Langfristige Wachstumsrate 0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
2,0%	-11,7	-7,9	-3,5	1,8	8,0
1,0%	0,1	5,6	12,2	20,2	30,3
0,0%	16,6	25,0	35,6	49,1	67,0
-1,0%	41,3	55,5	74,4	100,6	139,5
-2,0%	82,2	109,8	150,8	218,1	348,6

Anteil Endwert	
2021E - 2024E	-14,8%
2025E - 2028E	14,6%
Endwert	100,2%

Source: AlsterResearch

Adj. FCF-Rendite

Aufgrund der Tatsache, dass Unternehmen in Bezug auf geografische Exposition, Größe oder Wettbewerbsstärke selten genügend Ähnlichkeit mit Konkurrenten aufweisen, und um die Fallstricke einer schwachen langfristigen Sichtbarkeit auszugleichen, wurde eine Analyse des bereinigten freien Cashflows durchgeführt.

Die bereinigte Free Cash Flow Rendite ergibt einen **fairen Wert von EUR 26.70 pro Aktie auf der Basis von 2022E und EUR 33,00 pro Aktie auf der Basis von 2023E**. Unsere FCF-Rendite unterstützt somit das DCF-basierte Kursziel.

Die Hauptstellschraube dieses Modells ist die Höhe der Rendite, die einem kontrollierenden Investor zur Verfügung steht, beeinflusst durch die Kapitalkosten dieses Investors (Opportunitätskosten) und dem Kaufpreis - in diesem Fall dem Unternehmenswert des Unternehmens. Hier wird die bereinigte FCF-Rendite als Proxy für die erforderliche Rendite verwendet und ist definiert als EBITDA abzüglich Minderheitsbeteiligungen, Steuern und Investitionen, die zur Erhaltung des vorhandenen Vermögens erforderlich sind (Erhaltungsinvestitionen).

FCF Rendite EUR Mio.	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EBITDA	**50,7**	**40,6**	**42,7**	**52,6**	**60,5**
- Erhaltungsinvestition	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
- Minderheiten	-0,9	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0
- Steuerzahlungen	9,8	7,1	7,6	10,1	11,6
= Adjustierter FCF	**38,9**	**31,2**	**32,9**	**40,5**	**47,1**
Aktuelle MarketCap	**89,9**	**89,9**	**89,9**	**89,9**	**89,9**
+ Nettoversch. (-cash)	308,5	343,7	347,2	346,3	352,0
+ Pensionsverpfl.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Off-B/S Finanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Fin. Verm-gegenstände	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
- Kumulierte Dividenden	4,2	9,4	16,0	24,2	34,5
EV Adjustierungen	303,8	333,7	330,6	321,5	316,9
= Richtiger EV	**393,6**	**423,6**	**420,5**	**411,4**	**406,8**
Adjustierte FCF-Rendite	**9,9%**	**7,4%**	**7,8%**	**9,8%**	**11,6%**
Basis Hurdle Rate	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
ESG Adjustierung	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
Adj. Hurdle Rate	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Fairer EV	**556,3**	**445,7**	**469,6**	**578,7**	**672,3**
- EV Adjustierung	303,8	333,7	330,6	321,5	316,9
Faire MarketCap	**252,6**	**112,0**	**139,0**	**257,2**	**355,4**
Anzahl Aktien (Mio.)	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Fairer Wert je Aktie EUR	**60,13**	**26,67**	**33,09**	**61,24**	**84,61**
Prämie (-) / Discount (+)	**181,0%**	**24,6%**	**54,6%**	**186,2%**	**295,4%**

Sensitivitätsanalyse fairer Wert						
Adj. Hurdle Rate	5,0%	113,1	69,1	77,8	116,4	148,6
	6,0%	82,2	44,4	51,7	84,2	111,3
	7,0%	**60,1**	**26,7**	**33,1**	**61,2**	**84,6**
	8,0%	43,6	13,4	19,1	44,0	64,6
	9,0%	30,7	3,1	8,2	30,6	49,0

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Einfach ausgedrückt geht das Modell davon aus, dass Investoren eine Mindestrendite auf den Kaufpreis benötigen. Die geforderte Rendite nach Steuern entspricht der Hurdle Rate von 6,0%. Eine geringere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie teuer ist; eine höhere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie günstig ist. **Basierend auf dem Leeway ESG-Score können zudem ESG-Anpassungen vorgenommen werden. Eine hohe Punktzahl bedeutet ein hohes Bewusstsein für ökologische, soziale oder Governance-Themen hin und kann daher das Gesamtrisiko einer Investition in das Unternehmen senken. Eine niedrige Punktzahl hingegen kann das Risiko einer Investition erhöhen und somit eine höhere erforderliche Hurdle Rate erfordern.**

AlsterResearch

Projektpipeline - Bestand

1./2. Speicher, Binsfeld, Baumholder

Wohnen	Bestandshaltung
vermietbare Fläche	34 Tqm²
JNKM	1,287 Mio. EUR

3. Erbendorf bei Nürnberg
Erbendorf

Wohnen	Bestandshaltung
vermietbare Fläche	8 Tm²
JNKM	0,959 Mio. EUR

4. Gaggenau
Gaggenau I

Wohnen	Bestandshaltung
vermietbare Fläche	14,7 Tm²
JNKM	0,959 Mio. EUR

4. Gaggenau
Gaggenau II

Wohnen	Bestandshaltung
vermietbare Fläche	2,6 Tqm²
JNKM	0,125 Mio. EUR

5. Heidenheim a. d. Brenz
Heidenheim

Wohnen	Bestandshaltung
vermietbare Fläche	5,8 Tm²
JNKM	0,374 Mio. EUR

6. München
Forstenried

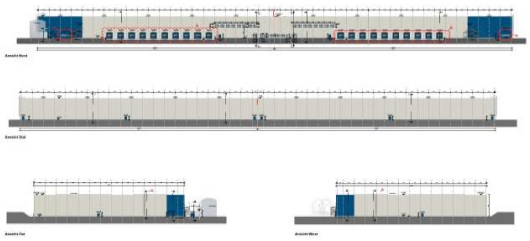
Wohnen	Sanierung
vermietbare Fläche	1,5 Tm²
Investment	7,1 Mio. EUR

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Projektpipeline - Logistik

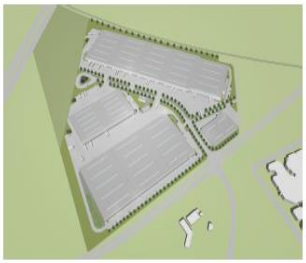
1.1. Emmering bei Fürstenfeldbruck
Emmering Entwicklung

Logistik	Optimierung / Entwicklung
vermietbare Fläche	143 Tm²
JNKM	0,947 Mio. EUR



1.2. Erfurt - Stotternheim
Erfurt III

Logistik	Projektentwicklung
vermietbare Fläche	48 Tqm²
JNKM	1,5 Mio. EUR



1.3. Schkeuditz bei Leipzig
Schkeuditz

Logistik	Projektentwicklung
vermietbare Fläche	95 Tm²
JNKM	4,49 Mio. EUR

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Projektpipeline - Wohnen

2.1. Geretsried
Kirschgarten

Wohnen	WEG Verkauf / Global Verkauf
vermietbare Fläche	7,6 Tm²
JNKM	NN

2.2. Stuttgart
Mayliving

Wohnen	WEG Verkauf
vermietbare Fläche	8,5 Tqm²
JNKM	NN

2.3. Leipheim bei Ulm
Leipheim

Wohnen	Projektentwicklung
vermietbare Fläche	NN
JNKM	NN

2.4. Stuttgart
Mönchstraße

Wohnen	Bestandshaltung
vermietbare Fläche	4,1 Tm²
JNKM	0,65 Mio. EUR

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Projektpipeline – Büro / Gewerbe

3.1. Stuttgart
Mayoffice

Büro	Verkauf
vermietbare Fläche	8,5 Tm²
JNKM	1,5 Mio. EUR

3.2. Gerlingen bei Stuttgart
Gerlingen Work

Büro	Projektentwicklung
vermietbare Fläche	29 Tqm²
JNKM	4,75 Mio. EUR

3.3./3.4./(2.5.) Karlsruhe
Kwartier

Büro / Wohnen	Revitalisierung
vermietbare Fläche	32 Tm²
JNKM	3,1 Mio. EUR

3.5. Stuttgart
Neckartalstraße

Büro	Projektentwicklung
vermietbare Fläche	8,3 Tm²
JNKM	1,3 Mio. EUR

3.6./3.8. Ottobrunn bei München
Ottobrunn Finsinger Feld

Büro	Projektentwicklung
vermietbare Fläche	100-150 Tqm²
JNKM	NN

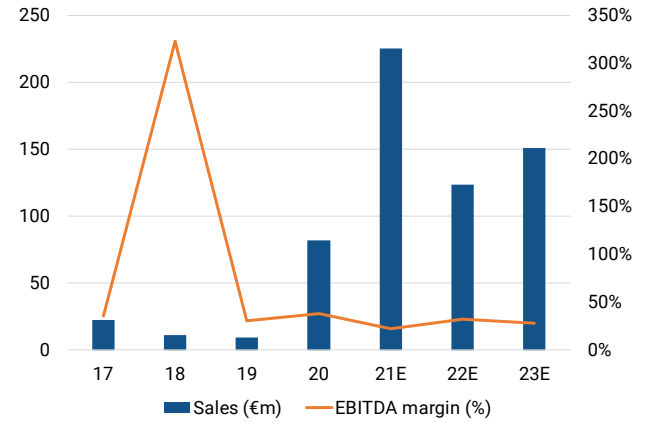
3.7. Reutlingen
Heinzelmannareal

Büro / Wohnen	Projektentwicklung
vermietbare Fläche	10,5 Tqm²
JNKM	NN

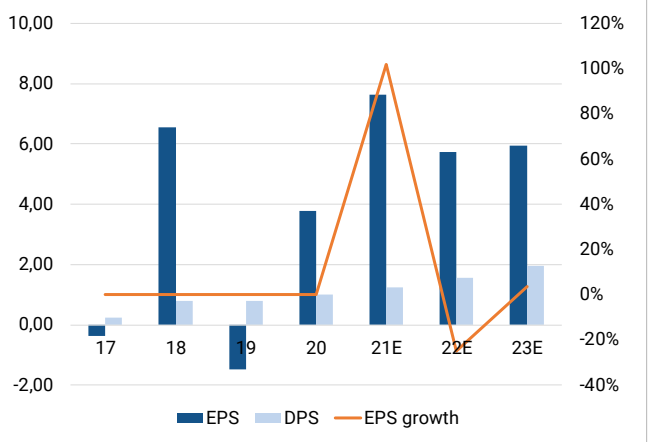
Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Finanzkennzahlen in Charts

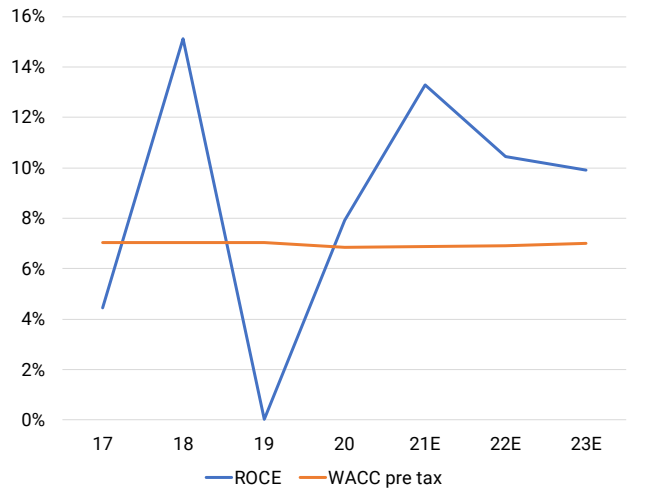
Umsatz vs. EBITDA.Margenentwicklung



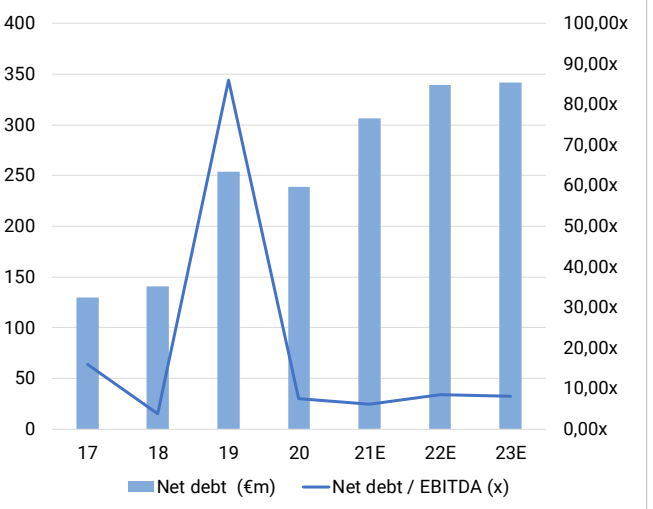
EPS, DPS in EUR & yoy EPS growth



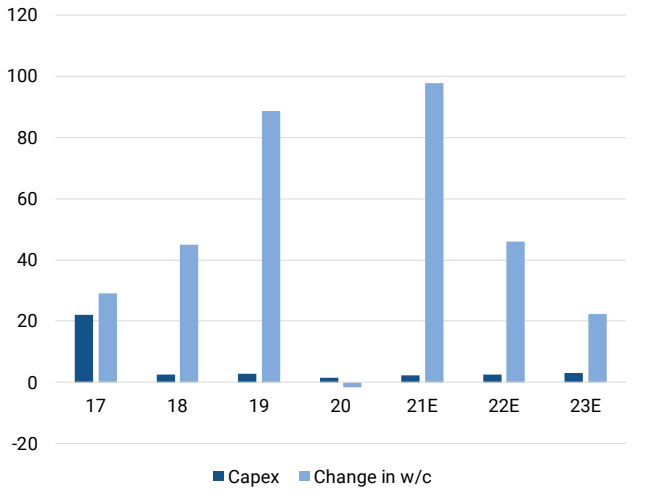
ROCE vs. WACC (vor Steuer)



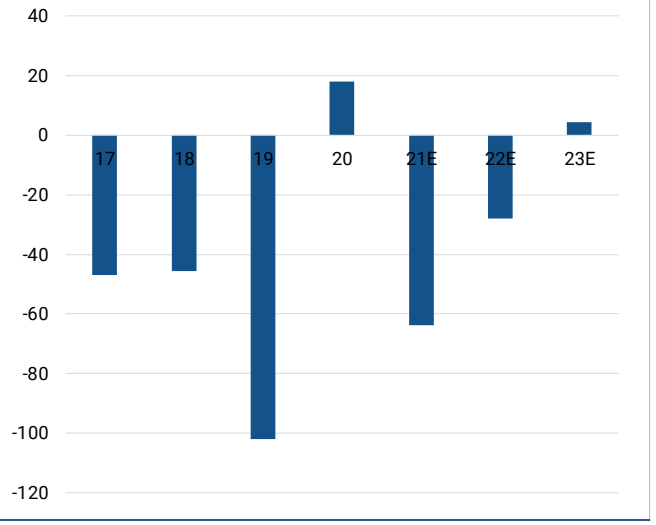
Nettoverschuldung und Net Debt/EBITDA



Capex & Veränderungen w/c in EUR Mio.



Free Cash Flow in EUR Mio.



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

AlsterResearch

Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoumsatz	**11,4**	**9,6**	**82,0**	**225,5**	**123,7**	**150,9**
Umsatzwachstum	-49,8%	-15,9%	752,0%	175,1%	-45,2%	22,1%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0,8	136,5	33,6	22,6	-6,2	0,0
Gesamumsatz	**12,3**	**146,1**	**115,6**	**248,1**	**117,5**	**150,9**
Materialaufwendungen	5,6	134,3	74,6	180,4	68,0	98,1
Bruttogewinn	**6,6**	**11,8**	**41,0**	**67,7**	**49,5**	**52,8**
Sonstige betriebliche Erträge	41,4	1,5	0,9	0,0	2,5	3,0
Personalaufwendungen	2,9	2,8	4,1	5,6	5,8	6,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,2	7,6	6,2	11,3	5,6	6,8
EBITDA	**36,9**	**3,0**	**31,6**	**50,7**	**40,6**	**42,7**
Abschreibung	3,3	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9
EBITA	33,6	0,1	28,7	47,8	37,7	39,8
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**33,6**	**0,1**	**28,7**	**47,8**	**37,7**	**39,8**
Finanzergebnis	-4,5	-6,1	-7,5	-8,8	-9,3	-9,3
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	29,1	-5,9	21,2	39,1	28,4	30,6
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	29,1	-5,9	21,2	39,1	28,4	30,6
Steuern	2,1	0,3	5,3	9,8	7,1	7,6
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	27,0	-6,3	15,9	29,3	21,3	22,9
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	**27,0**	**-6,3**	**15,9**	**29,3**	**21,3**	**22,9**
Minderheitsbeteiligung	0,2	0,0	0,0	0,9	0,6	0,7
Jahresüberschuss (berichtet)	27,3	-6,2	15,9	30,2	21,9	23,6
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	4,16	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20
Gewinn pro Aktie (berichtet)	**6,55**	**-1,48**	**3,79**	**7,19**	**5,23**	**5,62**

Profit and loss (common size)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoumsatz	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	7%	1.418%	41%	10%	-5%	0%
Gesamumsatz	**107%**	**1.518%**	**141%**	**110%**	**95%**	**100%**
Materialaufwendungen	49%	1.395%	91%	80%	55%	65%
Bruttogewinn	**58%**	**123%**	**50%**	**30%**	**40%**	**35%**
Sonstige betriebliche Erträge	362%	16%	1%	0%	2%	2%
Personalaufwendungen	25%	29%	5%	3%	5%	4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	71%	79%	8%	5%	5%	5%
EBITDA	**323%**	**31%**	**39%**	**23%**	**33%**	**28%**
Abschreibung	29%	29%	3%	1%	2%	2%
EBITA	294%	1%	35%	21%	30%	26%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	**294%**	**1%**	**35%**	**21%**	**30%**	**26%**
Finanzergebnis	-39%	-63%	-9%	-4%	-7%	-6%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	254%	-62%	26%	17%	23%	20%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	254%	-62%	26%	17%	23%	20%
Steuern	18%	3%	7%	4%	6%	5%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	236%	-65%	19%	13%	17%	15%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss	**236%**	**-65%**	**19%**	**13%**	**17%**	**15%**
Minderheitsbeteiligung	2%	0%	0%	0%	1%	0%
Jahresüberschuss (berichtet)	**238%**	**-65%**	**19%**	**13%**	**18%**	**16%**

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Bilanz (in EUR Mio.)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Immaterielle Vermögenswerte	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Goodwill	4,6	3,8	3,1	3,1	3,1	3,1
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	97,7	98,5	97,1	96,5	96,0	96,2
Finanzielle Vermögenswerte	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
ANLAGEVERMÖGENEN	**102,6**	**102,8**	**100,7**	**100,1**	**99,7**	**99,8**
Vorräte	135,6	261,0	294,6	370,8	382,0	403,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,9	1,3	0,9	2,5	1,4	1,7
Sonstiges Umlaufvermögen	7,4	7,5	7,1	7,1	7,1	7,1
Barmittel	53,6	41,6	61,7	41,5	26,3	22,8
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	1,3	0,8	0,6	2,3	1,2	1,5
UMLAUFVERMÖGEN	**199,8**	**312,2**	**365,0**	**424,1**	**417,9**	**436,2**
AKTIVA	**302,3**	**415,0**	**465,7**	**524,1**	**517,6**	**536,0**
EIGENKAPITAL	**50,7**	**41,0**	**53,3**	**78,4**	**94,5**	**110,9**
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Langfristige Schulden	193,9	295,6	300,5	350,0	370,0	370,0
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Rückstellungen	14,6	16,7	15,9	18,0	12,4	15,1
Langfristige Verbindlichkeiten	**208,5**	**312,2**	**316,3**	**368,0**	**382,4**	**385,1**
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2,8	8,8	5,1	7,4	2,8	4,0
Anzahlungen	19,4	33,7	68,3	33,8	12,4	7,5
Sonstige Verbindlichkeiten	8,1	6,6	9,8	22,6	12,4	15,1
Latente Steuern	12,0	11,8	11,7	11,7	11,7	11,7
Passive Rechnungsabgrenzung	0,0	0,0	0,5	1,5	0,8	1,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	**42,3**	**61,0**	**95,3**	**76,9**	**40,0**	**39,3**
PASSIVA	**302,3**	**415,0**	**465,7**	**524,1**	**517,6**	**536,0**

Bilanz (common size)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Immaterielle Vermögenswerte	**0%**	**0%**	**0%**	**0%**	**0%**	**0%**
Goodwill	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	32%	24%	21%	18%	19%	18%
Finanzielle Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ANLAGEVERMÖGENEN	**34%**	**25%**	**22%**	**19%**	**19%**	**19%**
Vorräte	45%	63%	63%	71%	74%	75%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstiges Umlaufvermögen	2%	2%	2%	1%	1%	1%
Barmittel	18%	10%	13%	8%	5%	4%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0%	0%	0%	0%	0%	0%
UMLAUFVERMÖGEN	**66%**	**75%**	**78%**	**81%**	**81%**	**81%**
AKTIVA	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
EIGENKAPITAL	**17%**	**10%**	**11%**	**15%**	**18%**	**21%**
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	64%	71%	65%	67%	71%	69%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	5%	4%	3%	3%	2%	3%
Langfristige Verbindlichkeiten	**69%**	**75%**	**68%**	**70%**	**74%**	**72%**
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1%	2%	1%	1%	1%	1%
Anzahlungen	6%	8%	15%	6%	2%	1%
Sonstige Verbindlichkeiten	3%	2%	2%	4%	2%	3%
Latente Steuern	4%	3%	3%	2%	2%	2%
Passive Rechnungsabgrenzung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	**14%**	**15%**	**20%**	**15%**	**8%**	**7%**
PASSIVA	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Cash flow statement (EUR Mio.)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Jahresüberschuss/Verlust	27,0	-6,3	15,9	29,3	21,3	22,9
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	3,3	2,7	2,8	2,9	2,9	2,9
Abschreibung von Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	-28,4	-7,2	3,2	2,2	-5,7	2,7
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	2,0	-10,8	21,9	34,4	18,5	28,5
Veränderung des Bestands	-63,4	-124,0	-33,6	-76,1	-11,2	-21,2
Veränderung der Lieferung und Leistungen	0,0	0,0	0,5	-1,6	1,1	-0,3
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	0,0	0,0	-3,7	2,3	-4,6	1,2
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	18,4	35,4	38,5	-22,3	-31,3	-2,2
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	-44,9	-88,6	1,7	-97,7	-46,0	-22,4
Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten	**-42,9**	**-99,3**	**23,6**	**-63,3**	**-27,5**	**6,1**
CAPEX	-2,6	-2,7	-1,4	-2,3	-2,5	-3,0
Zahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	36,3	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0,9	3,9	1,2	0,0	0,0	0,0
Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten	**34,6**	**1,2**	**-0,2**	**-2,3**	**-2,5**	**-3,0**
Mittelfluss vor Finanzierung	-8,3	-98,1	23,4	-65,6	-30,0	3,1
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	29,5	99,0	4,9	49,5	20,0	0,0
Kauf eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	-1,5	-3,3	-3,4	-4,2	-5,3	-6,6
Sonstige	-4,3	-6,3	-3,9	0,0	0,0	0,0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten	**23,6**	**89,3**	**-2,4**	**45,3**	**14,8**	**-6,6**
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	15,3	-8,8	21,1	-20,3	-15,2	-3,5
Flüssige Mittel am Ende der Periode	**27,2**	**18,4**	**39,5**	**19,2**	**4,0**	**0,5**

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Deutschland	11,4	9,6	82,0	225,5	123,7	150,9
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
Gesamtumsatz	**11,4**	**9,6**	**82,0**	**225,5**	**123,7**	**150,9**

Regionale Umsatzverteilung (common size)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
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%
Gesamtumsatz	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Kennzahlen	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Daten pro Aktie						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	6,55	-1,48	3,79	7,19	5,23	5,62
Cash Flow pro Aktie	-11,11	-24,33	4,95	-15,78	-7,23	0,77
Buchwert pro Aktie	12,18	9,77	12,69	18,67	22,50	26,39
Dividende pro Aktie	0,80	0,80	1,00	1,25	1,56	1,95
Bewertung						
KGV	3,3x	-14,4x	5,7x	3,0x	4,1x	3,8x
Kurs/CF	-1,9x	-0,9x	4,3x	-1,4x	-3,0x	27,9x
Preis/Buchwert	1,8x	2,2x	1,7x	1,1x	1,0x	0,8x
Dividendenrendite (%)	3,7%	3,7%	4,7%	5,8%	7,3%	9,1%
FCF-Rendite (%)	-51,9%	-113,7%	23,1%	-73,7%	-33,8%	3,6%
Unternehmenswert/Umsatz	20,1x	35,7x	4,0x	1,8x	3,5x	2,9x
Unternehmenswert/EBITDA	6,2x	116,5x	10,4x	7,9x	10,7x	10,2x
Unternehmenswert/EBIT	6,8x	2.838,5x	11,4x	8,3x	11,5x	11,0x
G&V (EUR Mio.)						
Umsatz	11,4	9,6	82,0	225,5	123,7	150,9
Wachstum Veränderung (%)	-49,8%	-15,9%	752,0%	175,1%	-45,2%	22,1%
Rohertrag	6,6	11,8	41,0	67,7	49,5	52,8
Rohertragsmarge (%)	58,0%	123,1%	49,9%	30,0%	40,0%	35,0%
EBITDA	36,9	3,0	31,6	50,7	40,6	42,7
EBITDA Marge (%)	322,7%	30,7%	38,5%	22,5%	32,8%	28,3%
EBIT	33,6	0,1	28,7	47,8	37,7	39,8
EBIT Marge (%)	293,8%	1,3%	35,1%	21,2%	30,5%	26,4%
Jahresüberschuss	27,3	-6,2	15,9	30,2	21,9	23,6
Kapitalflussrechnung						
Operativer Cashflow	-42,9	-99,3	23,6	-63,3	-27,5	6,1
Investitionen	-2,6	-2,7	-1,4	-2,3	-2,5	-3,0
Erhaltungsinvestitionen	3,3	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9
Freier Cash Flow	-45,5	-102,1	22,2	-65,6	-30,0	3,1
Bilanz (EUR Mio.)						
Immaterielle Vermögenswerte	4,6	3,8	3,1	3,1	3,1	3,1
Materielle Vermögensgegenstände	97,7	98,5	97,1	96,5	96,0	96,2
Eigenkapital	50,7	41,0	53,3	78,4	94,5	110,9
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	208,5	312,2	316,3	368,0	382,4	385,1
Netto-Finanzverbindlichkeiten	140,3	254,0	238,7	308,5	343,7	347,2
w/c Anforderungen	115,3	219,9	222,1	332,0	368,2	393,2
Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	53,3%	-15,2%	29,8%	37,4%	22,6%	20,7%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	12,9%	0,0%	7,8%	10,7%	7,9%	8,0%
Nettoverschuldung	276,7%	618,7%	447,8%	393,4%	363,8%	313,2%
Nettoverschuldung / EBITDA	3,8x	86,0x	7,6x	6,1x	8,5x	8,1x

Quelle: Unternehmensangaben; 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 Recherchebericht s 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
GIEAG Immobilien AG	2

Haftungsausschluss

1. Allgemeine Informationen/Haftung Dieses Dokument wurde von der SRH AlsterResearch AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.
Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverarbeitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von SRH AlsterResearch zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.
Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch SRH AlsterResearch erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrungen mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des „Financial Services and Markets Act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen: oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.
Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden. In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und dies zu beachten.
Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebots für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. 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 SRH AlsterResearch AG hat interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung und Verteilung des Rechercheberichts zu vermeiden oder entsprechend offen zu legen. Alle Mitglieder der AlsterResearch AG, die an der Erstellung des Rechercheberichts beteiligt sind, unterliegen den internen Compliance-Vorschriften. Kein Teil der Vergütung des Produzenten steht in direktem oder indirektem Zusammenhang mit der Erstellung dieser Finanzanalyse. Für den Fall, dass ein Research-Analyst oder eine nahestehende Person in einen Interessenkonflikt gerät, ist der Research-Analyst von der Berichterstattung über dieses Unternehmen ausgeschlossen.

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

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

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

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

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

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

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

5. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:
31-Jan-22 11:42:59

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

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

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

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

AlsterResearch

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

Research

HANNAH GABERT
Team Assistant
Tel: +49 40 309 293-53
E-Mail: h.gabert@alsterresearch.com

HARALD HOF
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: h.hof@alsterresearch.com

NIKOLAI RENKEN
Analyst
Tel: +49 40 309 293-54
E-Mail: n.renken@alsterresearch.com

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

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

DR. OLIVER WOJAHN, CFA
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-58
E-Mail: o.wojahn@alsterresearch.com

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

Sales

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

mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG
Rottenbucher Straße 28
82166 Gräfelfing

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

Equity Capital Markets / Trading

KAI JORDAN
Member of the Board
Tel: +49 40 36 0995-22
E-Mail: kjordan@mwbfairtrade.com

ALEXANDER DEUSS
Head of Institutional Sales
Tel: +49 40 36 0995- 22
E-Mail: adeuss@mwbfairtrade.com

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

Unser Research wird veröffentlicht unter:

RESEARCH HUB	www.research-hub.de
BLOOMBERG	www.bloomberg.com
FACTSET	www.factset.com
THOMSON REUTERS / REFINITIV	www.refinitiv.com
CAPITALIQ	www.capitaliq.com