

# GIEAG Immobilien AG

Deutschland | Immobilien | Marktkapitalisierung na 18,3 Mio.

8-Apr-24

UPDATE



## Schwieriges Marktumfeld forciert Teilrückzug von der Börse; KAUFEN

### What's it all about?

Die GIEAG Immobilien AG hat sich aufgrund des schwierigen Marktumfeldes teilweise von der Börse zurückgezogen. Der Handel wurde auf der Handelsplattform Xetra und an der Frankfurter Wertpapierbörse eingestellt, die Aktie bleibt aber weiterhin im m:access der Börse München handelbar. Dieser Schritt ist aus unserer Sicht eine Konsequenz aus der geringen Handelsaktivität sowie den hohen Kosten der Börsennotierung. Das Marktumfeld für gewerbliche Immobilieninvestments in Deutschland bleibt mit einem deutlichen Rückgang der Investitionen gegenüber dem Vorjahr (-57 %) weiterhin schwierig. Aufgrund der hohen Finanzierungskosten gehen wir weiterhin von einer herausfordernden Marktsituation für Projektentwickler aus und passen unsere Prognosen entsprechend an. Für Investoren, die der aktuellen Situation am Immobilienmarkt trotzen, empfehlen wir die Aktie weiterhin zum KAUF, reduzieren jedoch unser Kursziel auf EUR 6,00.

### KAUFEN (KAUFEN)

|                |                  |
|----------------|------------------|
| Kursziel       | EUR 6,00 (12,00) |
| Aktueller Kurs | EUR 4,38         |
| Kurspotenzial  | 37,0%            |



### 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://mwb-research.com)

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

# GIEAG Immobilien AG

Deutschland | Immobilien | Marktkapitalisierung EUR 18,3 Mio. | EV EUR 249,0 Mio.

**KAUFEN** (KAUFEN)

**Kursziel** EUR 6,00 (12,00)  
**Aktueller Kurs** EUR 4,38  
**Kurspotenzial** 37,0%

**ANALYST**

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

## Schwieriges Marktumfeld forciert Teilrückzug von der Börse

**Teilrückzug von der Börse** Die GIEAG Immobilien AG („GIEAG“) hat am Freitag die Einstellung der Notierung ihrer Aktien auf der elektronischen Handelsplattform Xetra sowie an der Frankfurter Wertpapierbörse bekannt gegeben. Das teilweise Delisting von den beiden Handelsplätzen wurde von der Gesellschaft selbst beantragt und bereits am 28.03.2024 vollzogen. Die Notierung im m:access der Börse München ist hiervon jedoch nicht betroffen. Damit ist ein Handel in der Aktie weiterhin gewährleistet, wenn auch mit nochmals eingeschränkter Liquidität in dem ohnehin sehr marktengen Titel.

**Nachvollziehbarer Schritt** Aus unserer Sicht ist dieser Schritt aufgrund des ohnehin geringen Börsenumsatzes und der damit verbundenen Kosten nachvollziehbar. Der Streubesitz der Aktie beträgt laut letzter Meldung lediglich 6,8%. Neben eigenen Aktien (0,4%) ist die Gründerfamilie mit 92,8% dominierender Aktionär. Damit war bereits vor dem Teilrückzug nur ein geringer Börsenhandel erkennbar. Die mit der Börsennotierung verbundenen Kosten erscheinen angesichts der schwierigen Lage auf dem deutschen Immobilienmarkt nicht mehr verhältnismäßig, weshalb die Beschränkung auf den Börsenplatz München im Rahmen einer Kostenoptimierung erfolgte.

**Herausforderndes Marktumfeld** Die Dynamik auf den gewerblichen Investmentmärkten in Deutschland blieb auch 2023 verhalten. Das hohe Zinsniveau, Unsicherheiten hinsichtlich zukünftiger Regulierungen, Personalengpässe sowie steigende Baukosten bleiben die Gründe für eine verhaltene Nachfrage. Laut BNP Paribas Real Estates wurden 2023 insgesamt knapp EUR 23,3 Mrd. in gewerblich genutzte Immobilien investiert. Gegenüber dem sehr guten Vorjahreswert beläuft sich der Umsatzrückgang auf rund 57 %. Auch im Vergleich zum langjährigen 10-Jahres-Durchschnitt bleibt die Nachfrage sehr schwach und bewegt sich in etwa auf dem Niveau kurz nach der Finanzkrise 2008.

**Fazit:** Der Teilrückzug von der Börse ist aus unserer Sicht ein logischer und nachvollziehbarer Schritt. Die GIEAG folgt damit auch dem Trend anderer börsennotierter Unternehmen, die durch die schlechte Marktlage *-Fortsetzung-*



Quelle: mwb research

**Hoch/Tief 52 W.** 10,80 / 4,38  
**Kurs/Buchwert** 0,3x

**Ticker / Symbols**

**ISIN** DE0005492276  
**WKN** 549227  
**Bloomberg** 2GI:GR

**Änderung der Prognosen**

|       |     | Umsatz | EBIT   | GjA    |
|-------|-----|--------|--------|--------|
| 2023E | alt | 22,0   | 3,0    | -0,95  |
|       | Δ   | 0,0%   | 0,0%   | na%    |
| 2024E | alt | 123,7  | 34,3   | 5,02   |
|       | Δ   | -78,2% | -89,4% | na%    |
| 2025E | alt | 142,2  | 37,0   | 5,63   |
|       | Δ   | -33,2% | -52,1% | -64,0% |

**Aktienkennzahlen**

**Aktienanzahl** (in Mio. Stück) 4,18  
**Buchwert p.A.:** (in EUR) 15,88  
**Ø Handelsvol.:** (52 W.) 1.500

**Aktionärsstruktur**

**Gründersfamilie** 92,8%  
**Eigene Aktien** 0,4%  
**Streubesitz** 6,8%

**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.

| GIEAG Immobilien    | 2020   | 2021  | 2022   | 2023E  | 2024E | 2025E  |
|---------------------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|
| Umsatz              | 82,0   | 139,8 | 84,0   | 22,0   | 27,0  | 95,0   |
| Wachstum yoy        | 752,0% | 70,5% | -39,9% | -73,8% | 22,7% | 251,9% |
| EBITDA              | 31,6   | 47,0  | 13,0   | 5,4    | 5,9   | 19,9   |
| EBIT                | 28,7   | 44,4  | 10,7   | 3,0    | 3,7   | 17,7   |
| Jahresüberschuss    | 15,9   | 29,0  | -2,8   | -4,0   | -3,0  | 8,5    |
| Nettoverschuldung   | 238,7  | 191,1 | 230,7  | 238,3  | 236,9 | 218,9  |
| Nettoversch./EBITDA | 7,6x   | 4,1x  | 17,7x  | 44,2x  | 39,9x | 11,0x  |
| Gewinn pro Aktie    | 3,79   | 6,92  | -0,67  | -0,95  | -0,72 | 2,02   |
| Dividende pro Aktie | 1,00   | 1,00  | 0,00   | 0,00   | 0,25  | 0,30   |
| Dividendenrendite   | 22,8%  | 22,8% | 0,0%   | 0,0%   | 5,7%  | 6,9%   |
| Rohertagsmarge      | 49,9%  | 37,0% | 19,9%  | 35,0%  | 25,0% | 23,0%  |
| EBITDA-Marge        | 38,5%  | 33,6% | 15,5%  | 24,5%  | 22,0% | 21,0%  |
| EBIT-Marge          | 35,1%  | 31,8% | 12,7%  | 13,8%  | 13,5% | 18,7%  |
| ROCE                | 7,8%   | 11,8% | 3,2%   | 0,9%   | 1,2%  | 5,9%   |
| EV/Umsatz           | 3,1x   | 1,5x  | 3,0x   | 11,7x  | 9,5x  | 2,5x   |
| EV/EBITDA           | 8,1x   | 4,5x  | 19,1x  | 47,6x  | 43,0x | 11,9x  |
| EV/EBIT             | 8,9x   | 4,7x  | 23,3x  | 84,3x  | 69,9x | 13,4x  |
| KGV                 | 1,2x   | 0,6x  | -6,6x  | -4,6x  | -6,1x | 2,2x   |

Quelle: Unternehmensdaten, mwb research

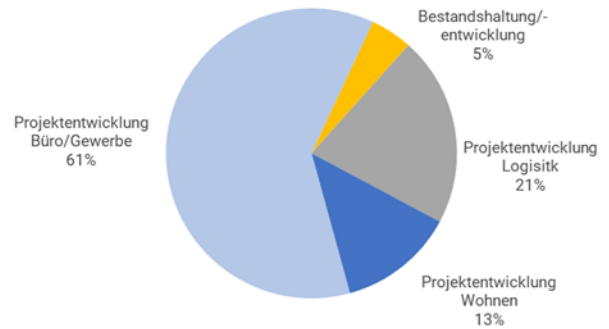
für Nebenwerte zum Rückzug von der Börse gedrängt wurden. Die Marktdaten deuten zudem darauf hin, dass auch operativ noch keine Besserung in Sicht ist. Zwar verharren die Finanzierungskosten seit gut 6 Monaten auf einem stabil hohen Niveau, die Diskussion über mögliche Zinssenkungen zieht sich jedoch in die Länge. Für die GIEAG bedeutet dies, dass auch 2024 keine wesentliche Verbesserung auf der Transaktionsseite spürbar sein dürfte. Zudem steht die Refinanzierung ausstehender Kredite an (Nettoverschuldung Ende 2022 bei rund EUR 230 Mio.). Wir haben daher unsere Einschätzung der Immobilienpipeline erneut um ein Jahr nach hinten verschoben, was sich in einer Anpassung unserer Prognosen widerspiegelt. Mit einem neuen Kursziel von EUR 6,00 (alt: EUR 12,00) empfehlen wir die Aktie weiterhin zum KAUF.

# Investment Case in sechs Grafiken

## Unternehmensprofil

| PROJEKTENTWICKLUNG   | BESTANDSHALTUNG UND -ENTWICKLUNG   |
|--|--|
| Büro   Logistik   Wohnen   | Wohnimmobilien   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- Realisiertes Entwicklungsvolumen 2000 - 2019 von über EUR 500 Mio.</li> <li>- Projektvolumina einzelner Projekte von EUR 10 – 150 Mio.</li> <li>- Greenfield und Revitalisierung</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Volumen EUR 5 – 30 Mio. pro Projekt</li> <li>- Fokus auf den süddeutschen Raum</li> <li>- Eigenes Property- &amp; Asset-Management und Vertriebssteuerung</li> <li>- Immobilien mit Entwicklungspotenzial</li> <li>- Nachverdichtung &amp; Revitalisierung</li> <li>- Privatisierung</li> </ul> |

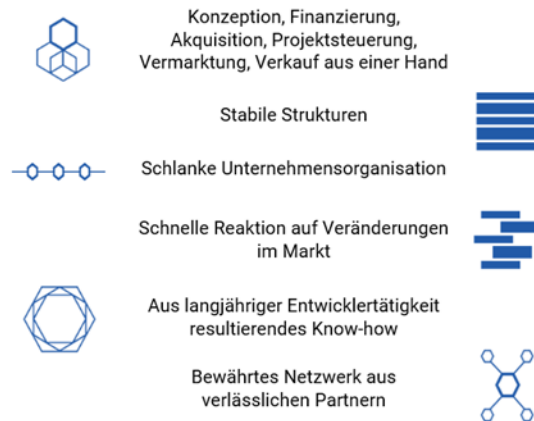
## Umsatzanteil nach Asset Klassen in %



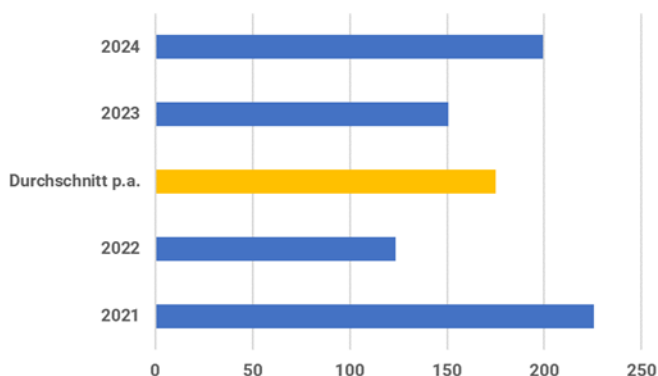
## Ankermieter



## Stärken des Geschäftsmodells



## Projektpipeline in EUR Mio.



## Wertschöpfungskette



Quelle: Unternehmensangaben; mwb research AG

# SWOT-Analyse

## Stärken

- Familiengeführtes Unternehmen mit schlanker Unternehmensorganisation und kurzen Entscheidungswegen
- Langjährige Erfahrung (Gründung 1999) und Track-Rekord (ca. 145 Tsd. m<sup>2</sup> 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

- Hohes Zinsniveau führt zu einer Austrocknung der Transaktionsvolumina
- 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 entgegenwirken
- Hohe Auslastung der Baubranche birgt das Risiko steigender Preise bei Gewerken / Subunternehmen sowie Baustoffen

# Bewertung

## DCF Model

Aus dem DCF-Modell ergibt sich ein Zeitwert von **EUR 6,00** pro Aktie:

**Umsatzwachstum:** Wir gehen davon aus, dass GIEAG Immobilien AG weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2023E-2030E bei 25,8% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 2,0%.

**ROCE.** Die Kapitalrenditen entwickeln sich von 0,9% in 2023E bis auf 5,7% in 2030E.

**WACC.** Ausgangspunkt ist ein historisches Aktien-Beta von 1,30. Ein Deleveraging und die Korrektur um die Mean Reversion ergibt ein Asset-Beta von 1,06. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und einer Aktienrisikoprämie von 6,0% ergeben sich Eigenkapitalkosten von 10,7%. Bei Fremdkapitalkosten vor Steuern von 5,0%, einem Steuersatz von 25,0% und einem Zielwert für Schulden/Eigenkapital von 0,5 ergibt sich ein langfristiger WACC von 8,4%.

| DCF (in Mio. EUR)<br>(außer Daten je Aktie und Beta) | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | Endwert |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| NOPAT  | 2,2   | 2,7   | 13,7  | 13,8  | 12,7  | 11,4  | 10,9  | 11,1  |         |
| Abschreibung & Amortis.                              | 2,3   | 2,3   | 2,2   | 2,2   | 2,2   | 2,2   | 2,1   | 2,1   |         |
| Änderung des w/c                                     | 0,3   | 3,8   | 8,1   | 5,3   | 5,2   | 5,1   | 5,1   | 5,1   |         |
| Änderung Rückstellungen                              | -6,0  | -1,4  | 2,0   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   |         |
| Capex  | -0,3  | -0,4  | -1,4  | -1,3  | -1,3  | -1,4  | -1,4  | -1,4  |         |
| Cash flow  | -1,6  | 6,9   | 24,6  | 20,1  | 18,8  | 17,4  | 16,8  | 17,0  | 270,3   |
| Barwert (Gegenwartswert)                             | -1,6  | 6,5   | 21,3  | 16,1  | 13,8  | 11,8  | 10,5  | 9,8   | 157,0   |
| WACC   | 8,6%  | 8,6%  | 8,6%  | 8,6%  | 8,6%  | 8,6%  | 8,6%  | 8,6%  | 8,4%    |

### DCF pro Aktie abgeleitet aus

|                            |       |
|----------------------------|-------|
| Gesamter Barwert           | 245,1 |
| Adj. Halbjahres-Barwert    | 255,4 |
| Nettoverschuldung          | 230,7 |
| Finanzanlagen              | 0,4   |
| Rückstellungen             | na    |
| Wert des Eigenkapitals     | 25,1  |
| Anzahl ausstehender Aktien | 4,2   |

|                                  |              |
|----------------------------------|--------------|
| Discountierter Cash Flow / Aktie | <b>6,00</b>  |
| Discount / (Prämie)              | <b>37,0%</b> |

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| <b>Aktienkurs</b> | <b>4,38</b> |
|-------------------|-------------|

### DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen

|   |       |
|---|-------|
| Planungshorizont durchsch. Wachstum (2023E-2030E) | 25,8% |
| Endwert Wachstum (2030E - Unendlichkeit)          | 2,0%  |
| Endwert ROCE                                      | 5,7%  |
| Endwert WACC                                      | 8,4%  |

### WACC abgeleitet aus

|  |       |
|--|-------|
| Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern      | 5,0%  |
| Steuersatz                                 | 25,0% |
| Beta                                       | 1,30  |
| Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen) | 1,06  |
| Zielrate Verschuldung / Eigenkapital       | 0,5   |
| Relevered beta                             | 1,46  |
| Risikoloser Zins                           | 2,0%  |
| Risikoprämie                               | 6,0%  |
| Eigenkapitalkosten                         | 10,7% |

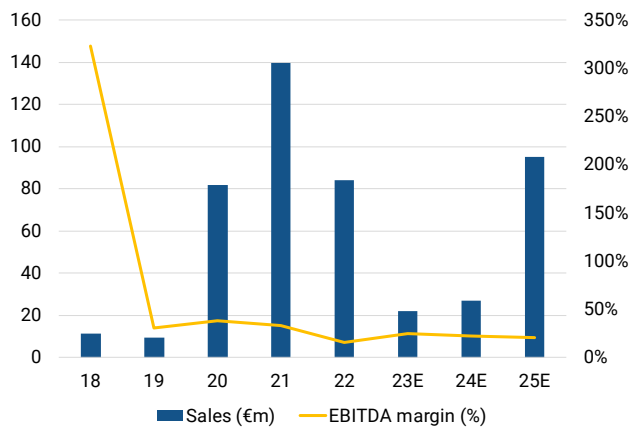
### Sensitivitätsanalyse DCF

|  | WACC  | Langfristige Wachstumsrate |      |            |      |      | Anteil Endwert |       |
|--|-------|----------------------------|------|------------|------|------|----------------|-------|
|  |       | 1,0%                       | 1,5% | 2,0%       | 2,5% | 3,0% |                |       |
|  | 2,0%  | -10,8                      | -9,3 | -7,7       | -5,9 | -3,8 | 2023E-2026E    | 17,3% |
|  | 1,0%  | -5,8                       | -3,9 | -1,8       | 0,7  | 3,6  | 2027E-2030E    | 18,7% |
|  | 0,0%  | 0,4                        | 3,0  | <b>6,0</b> | 9,5  | 13,7 | Endwert        | 64,0% |
|  | -1,0% | 8,6                        | 12,3 | 16,6       | 21,9 | 28,3 |                |       |
|  | -2,0% | 19,7                       | 25,3 | 32,0       | 40,5 | 51,5 |                |       |

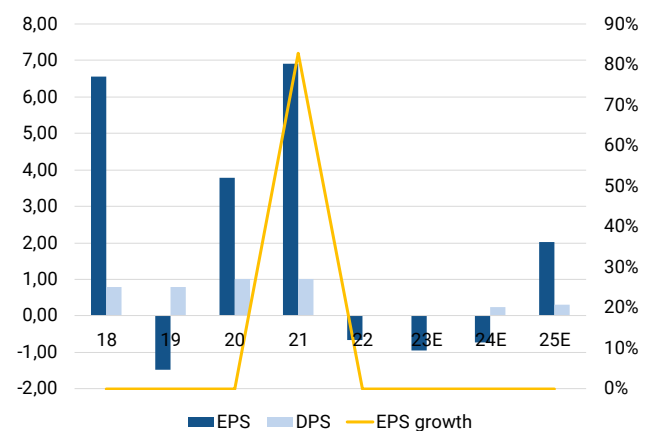
Source: mwb research

# Finanzkennzahlen in Charts

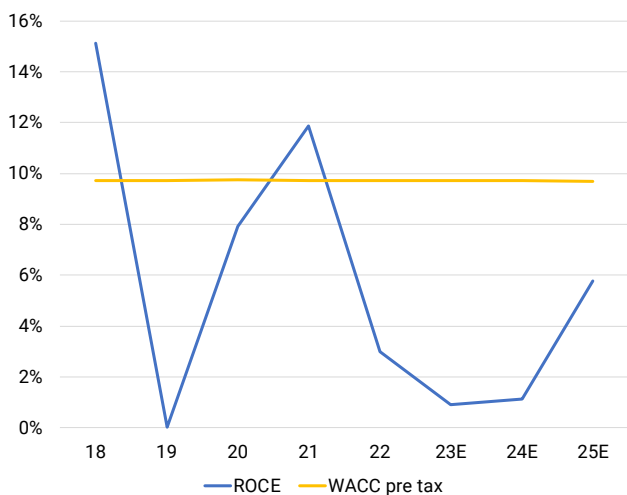
**Umsatz vs. EBITDA-Margenentwicklung**



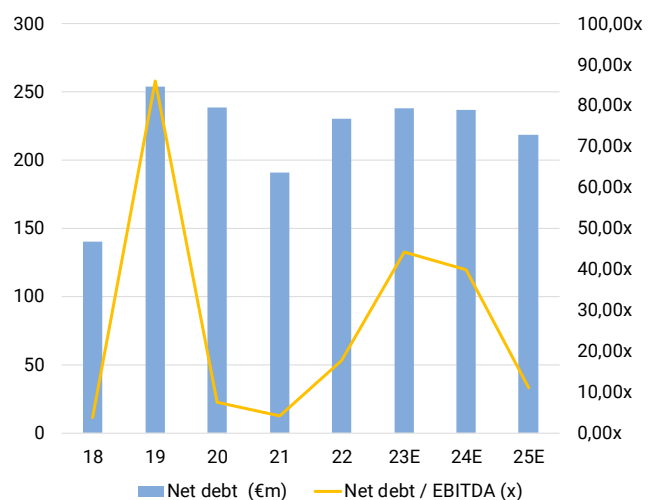
**EPS, DPS in EUR & yoy EPS growth**



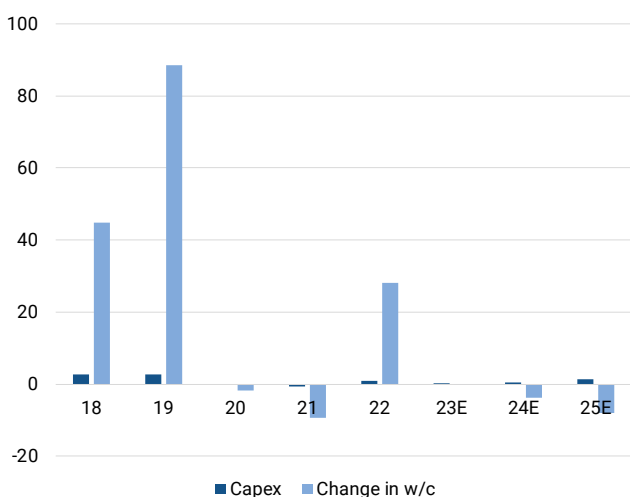
**ROCE vs. WACC (vor Steuer)**



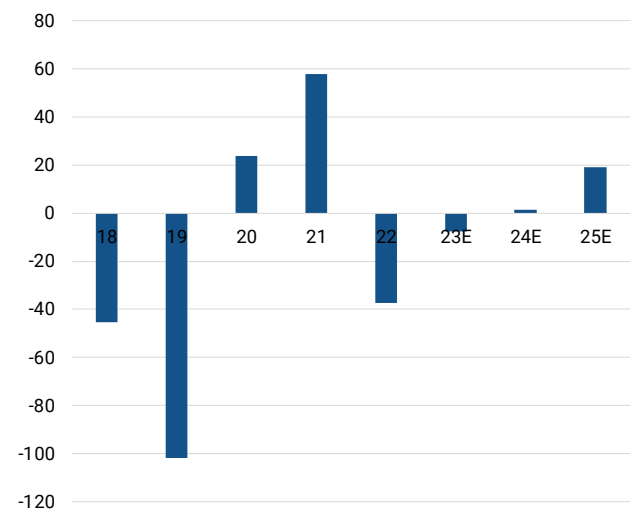
**Nettoverschuldung und Net Debt/EBITDA**



**Capex & Veränderungen w/c in EUR Mio.**



**Free Cash Flow in EUR Mio.**



Quelle: Unternehmensangaben; mwb research AG

# Finanzkennzahlen

| Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)           | 2020         | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E       |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| <b>Nettoumsatz</b>                              | <b>82,0</b>  | <b>139,8</b> | <b>84,0</b>  | <b>22,0</b>  | <b>27,0</b>  | <b>95,0</b> |
| Umsatzwachstum                                  | 752,0%       | 70,5%        | -39,9%       | -73,8%       | 22,7%        | 251,9%      |
| Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse             | 33,6         | -22,0        | -25,2        | 0,0          | 0,0          | -1,9        |
| <b>Gesamumsatz</b>                              | <b>115,6</b> | <b>117,8</b> | <b>58,8</b>  | <b>22,0</b>  | <b>27,0</b>  | <b>93,1</b> |
| Materialaufwendungen                            | 74,6         | 66,1         | 42,1         | 14,3         | 20,3         | 71,3        |
| <b>Bruttogewinn</b>                             | <b>41,0</b>  | <b>51,7</b>  | <b>16,7</b>  | <b>7,7</b>   | <b>6,8</b>   | <b>21,9</b> |
| Sonstige betriebliche Erträge                   | 0,9          | 12,3         | 7,4          | 1,1          | 1,1          | 4,8         |
| Personalaufwendungen                            | 4,1          | 5,8          | 3,5          | 2,2          | 0,8          | 2,9         |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen              | 6,2          | 11,2         | 7,6          | 1,2          | 1,1          | 3,8         |
| <b>EBITDA</b>                                   | <b>31,6</b>  | <b>47,0</b>  | <b>13,0</b>  | <b>5,4</b>   | <b>5,9</b>   | <b>19,9</b> |
| Abschreibung                                    | 2,8          | 2,6          | 2,3          | 2,3          | 2,3          | 2,2         |
| EBITA   | 28,7         | 44,4         | 10,7         | 3,0          | 3,7          | 17,7        |
| Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         |
| <b>EBIT</b>                                     | <b>28,7</b>  | <b>44,4</b>  | <b>10,7</b>  | <b>3,0</b>   | <b>3,7</b>   | <b>17,7</b> |
| Finanzergebnis                                  | -7,5         | -8,6         | -10,5        | -8,1         | -7,5         | -6,9        |
| Wiederkehrender Gewinn vor Steuern              | 21,2         | 35,7         | 0,1          | -5,1         | -3,9         | 10,8        |
| Ausserordentliches Ergebnis                     | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         |
| Gewinn vor Steuern                              | 21,2         | 35,7         | 0,1          | -5,1         | -3,9         | 10,8        |
| Steuern   | 5,3          | 6,0          | 2,8          | -1,2         | -0,9         | 2,6         |
| Reingewinn aus fortgeführten Geschäften         | 15,9         | 29,8         | -2,6         | -3,8         | -2,9         | 8,2         |
| Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen    | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         |
| <b>Jahresüberschuss</b>                         | <b>15,9</b>  | <b>29,8</b>  | <b>-2,6</b>  | <b>-3,8</b>  | <b>-2,9</b>  | <b>8,2</b>  |
| Minderheitsbeteiligung                          | 0,0          | -0,8         | -0,2         | -0,1         | -0,1         | 0,2         |
| Jahresüberschuss (berichtet)                    | 15,9         | 29,0         | -2,8         | -4,0         | -3,0         | 8,5         |
| Durchschnittliche Anzahl von Aktien             | 4,20         | 4,18         | 4,18         | 4,18         | 4,18         | 4,18        |
| <b>Gewinn pro Aktie (berichtet)</b>             | <b>3,79</b>  | <b>6,92</b>  | <b>-0,67</b> | <b>-0,95</b> | <b>-0,72</b> | <b>2,02</b> |

| Gewinn & Verlustrechnung (common size)          | 2020        | 2021        | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Nettoumsatz</b>                              | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |
| Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse             | 41%         | -16%        | -30%        | 0%          | 0%          | -2%         |
| <b>Gesamumsatz</b>                              | <b>141%</b> | <b>84%</b>  | <b>70%</b>  | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>98%</b>  |
| Materialaufwendungen                            | 91%         | 47%         | 50%         | 65%         | 75%         | 75%         |
| <b>Bruttogewinn</b>                             | <b>50%</b>  | <b>37%</b>  | <b>20%</b>  | <b>35%</b>  | <b>25%</b>  | <b>23%</b>  |
| Sonstige betriebliche Erträge                   | 1%          | 9%          | 9%          | 5%          | 4%          | 5%          |
| Personalaufwendungen                            | 5%          | 4%          | 4%          | 10%         | 3%          | 3%          |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen              | 8%          | 8%          | 9%          | 6%          | 4%          | 4%          |
| <b>EBITDA</b>                                   | <b>39%</b>  | <b>34%</b>  | <b>16%</b>  | <b>25%</b>  | <b>22%</b>  | <b>21%</b>  |
| Abschreibung                                    | 3%          | 2%          | 3%          | 11%         | 8%          | 2%          |
| EBITA   | 35%         | 32%         | 13%         | 14%         | 14%         | 19%         |
| Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>EBIT</b>                                     | <b>35%</b>  | <b>32%</b>  | <b>13%</b>  | <b>14%</b>  | <b>14%</b>  | <b>19%</b>  |
| Finanzergebnis                                  | -9%         | -6%         | -13%        | -37%        | -28%        | -7%         |
| Wiederkehrender Gewinn vor Steuern              | 26%         | 26%         | 0%          | -23%        | -14%        | 11%         |
| Ausserordentliches Ergebnis                     | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Gewinn vor Steuern                              | 26%         | 26%         | 0%          | -23%        | -14%        | 11%         |
| Steuern   | 7%          | 4%          | 3%          | -6%         | -3%         | 3%          |
| Reingewinn aus fortgeführten Geschäften         | 19%         | 21%         | -3%         | -17%        | -11%        | 9%          |
| Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen    | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>Jahresüberschuss</b>                         | <b>19%</b>  | <b>21%</b>  | <b>-3%</b>  | <b>-17%</b> | <b>-11%</b> | <b>9%</b>   |
| Minderheitsbeteiligung                          | 0%          | -1%         | -0%         | -1%         | -0%         | 0%          |
| <b>Jahresüberschuss (berichtet)</b>             | <b>19%</b>  | <b>21%</b>  | <b>-3%</b>  | <b>-18%</b> | <b>-11%</b> | <b>9%</b>   |

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research



| Bilanz (in EUR Mio.)                             | 2020         | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Immaterielle Vermögenswerte</b>               | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   |
| Goodwill   | 3,1          | 2,2          | 1,7          | 1,7          | 1,7          | 1,7          |
| Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung              | 97,1         | 84,0         | 78,2         | 76,2         | 74,3         | 73,5         |
| Finanzielle Vermögenswerte                       | 0,6          | 0,3          | 0,4          | 0,4          | 0,4          | 0,4          |
| <b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>                          | <b>100,7</b> | <b>86,5</b>  | <b>80,4</b>  | <b>78,3</b>  | <b>76,5</b>  | <b>75,7</b>  |
| Vorräte  | 294,6        | 272,7        | 247,5        | 235,1        | 230,1        | 225,1        |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen       | 0,9          | 2,2          | 3,2          | 0,2          | 0,3          | 1,0          |
| Sonstiges Umlaufvermögen                         | 7,1          | 4,4          | 4,9          | 4,9          | 4,9          | 4,9          |
| Barmittel  | 61,7         | 92,4         | 32,0         | 31,9         | 13,2         | 11,3         |
| Latente Steuern                                  | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Rechnungsabgrenzungsposten                       | 0,6          | 0,7          | 0,4          | 0,2          | 0,3          | 0,9          |
| <b>UMLAUFVERMÖGEN</b>                            | <b>365,0</b> | <b>372,4</b> | <b>288,0</b> | <b>272,3</b> | <b>248,8</b> | <b>243,3</b> |
| <b>AKTIVA</b>                                    | <b>465,7</b> | <b>458,9</b> | <b>368,3</b> | <b>350,7</b> | <b>325,2</b> | <b>318,9</b> |
| <b>EIGENKAPITAL</b>                              | <b>53,3</b>  | <b>73,6</b>  | <b>66,4</b>  | <b>62,6</b>  | <b>59,6</b>  | <b>66,8</b>  |
| MINDERHEITSBETEILIGUNG                           | 0,8          | 1,6          | 1,7          | 1,7          | 1,7          | 1,7          |
| Langfristige Schulden                            | 300,5        | 283,5        | 262,4        | 270,0        | 250,0        | 230,0        |
| Rückstellungen für Pensionen                     | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Andere Rückstellungen                            | 15,9         | 18,7         | 8,2          | 2,2          | 0,8          | 2,9          |
| <b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>            | <b>316,3</b> | <b>302,3</b> | <b>270,7</b> | <b>272,2</b> | <b>250,8</b> | <b>232,8</b> |
| kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken  | 0,0          | 0,0          | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,2          |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 5,1          | 6,7          | 4,6          | 0,6          | 0,8          | 2,9          |
| Anzahlungen                                      | 68,3         | 60,4         | 1,2          | 1,1          | 0,8          | 0,0          |
| Sonstige Verbindlichkeiten                       | 9,8          | 3,2          | 12,4         | 2,2          | 1,1          | 3,8          |
| Latente Steuern                                  | 11,7         | 10,1         | 9,9          | 9,9          | 9,9          | 9,9          |
| Passive Rechnungsabgrenzung                      | 0,5          | 1,1          | 1,2          | 0,2          | 0,2          | 0,7          |
| <b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>            | <b>95,3</b>  | <b>81,5</b>  | <b>29,5</b>  | <b>14,1</b>  | <b>13,0</b>  | <b>17,5</b>  |
| <b>PASSIVA</b>                                   | <b>465,7</b> | <b>458,9</b> | <b>368,3</b> | <b>350,7</b> | <b>325,2</b> | <b>318,9</b> |

| Bilanz (common size)                                      | 2020        | 2021        | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Immaterielle Vermögenswerte</b>                        | <b>0%</b>   | <b>0%</b>   | <b>0%</b>   | <b>0%</b>   | <b>0%</b>   | <b>0%</b>   |
| Goodwill  | 1%          | 0%          | 0%          | 0%          | 1%          | 1%          |
| Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung                       | 21%         | 18%         | 21%         | 22%         | 23%         | 23%         |
| Finanzielle Vermögenswerte                                | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>                                   | <b>22%</b>  | <b>19%</b>  | <b>22%</b>  | <b>22%</b>  | <b>24%</b>  | <b>24%</b>  |
| Vorräte   | 63%         | 59%         | 67%         | 67%         | 71%         | 71%         |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen                | 0%          | 0%          | 1%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Sonstiges Umlaufvermögen                                  | 2%          | 1%          | 1%          | 1%          | 2%          | 2%          |
| Barmittel   | 13%         | 20%         | 9%          | 9%          | 4%          | 4%          |
| Latente Steuern   | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Rechnungsabgrenzungsposten                                | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>UMLAUFVERMÖGEN</b>                                     | <b>78%</b>  | <b>81%</b>  | <b>78%</b>  | <b>78%</b>  | <b>76%</b>  | <b>76%</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>11%</b>  | <b>16%</b>  | <b>18%</b>  | <b>18%</b>  | <b>18%</b>  | <b>21%</b>  |
| MINDERHEITSBETEILIGUNG                                    | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 1%          | 1%          |
| Langfristige Schulden                                     | 65%         | 62%         | 71%         | 77%         | 77%         | 72%         |
| Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Andere Rückstellungen                                     | 3%          | 4%          | 2%          | 1%          | 0%          | 1%          |
| <b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>                     | <b>68%</b>  | <b>66%</b>  | <b>73%</b>  | <b>78%</b>  | <b>77%</b>  | <b>73%</b>  |
| kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken           | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen          | 1%          | 1%          | 1%          | 0%          | 0%          | 1%          |
| Anzahlungen   | 15%         | 13%         | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Sonstige Verbindlichkeiten                                | 2%          | 1%          | 3%          | 1%          | 0%          | 1%          |
| Latente Steuern   | 3%          | 2%          | 3%          | 3%          | 3%          | 3%          |
| Passive Rechnungsabgrenzung                               | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>                     | <b>20%</b>  | <b>18%</b>  | <b>8%</b>   | <b>4%</b>   | <b>4%</b>   | <b>5%</b>   |
| <b>PASSIVA</b>  | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

| Kapitalflussrechnung (EUR Mio.)                    | 2020        | 2021         | 2022         | 2023E       | 2024E        | 2025E        |
|--|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| Jahresüberschuss/Verlust                           | 15,9        | 29,8         | -2,6         | -3,8        | -2,9         | 8,2          |
| Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)    | 2,8         | 2,9          | 2,3          | 2,3         | 2,3          | 2,2          |
| 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   | 3,2         | 15,1         | -7,8         | -6,0        | -1,4         | 2,0          |
| Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c     | 21,9        | 47,8         | -8,0         | -7,5        | -2,0         | 12,5         |
| Veränderung des Bestands                           | -33,6       | 22,0         | 25,1         | 12,5        | 5,0          | 5,0          |
| Veränderung der Lieferung und Leistungen           | 0,5         | -1,3         | -1,0         | 3,0         | -0,1         | -0,7         |
| Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL          | -3,7        | 1,6          | -2,2         | -4,0        | 0,2          | 2,1          |
| Veränderung anderer Positionen des Working Capital | 38,5        | -12,9        | -50,2        | -11,2       | -1,4         | 1,7          |
| Erhöhung/Verminderung des Working Capital          | 1,7         | 9,4          | -28,2        | 0,3         | 3,8          | 8,1          |
| <b>Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten</b>   | <b>23,6</b> | <b>57,2</b>  | <b>-36,3</b> | <b>-7,3</b> | <b>1,7</b>   | <b>20,5</b>  |
| CAPEX  | 0,0         | 0,8          | -1,0         | -0,3        | -0,4         | -1,4         |
| Zahlungen für Akquisitionen                        | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 0,0          |
| Finanzielle Investitionen                          | 0,0         | -1,5         | 3,3          | 0,0         | 0,0          | 0,0          |
| Einkommen aus Anlagenverkäufen                     | -0,2        | 10,3         | 10,7         | 0,0         | 0,0          | 0,0          |
| <b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten</b>     | <b>-0,2</b> | <b>9,6</b>   | <b>13,1</b>  | <b>-0,3</b> | <b>-0,4</b>  | <b>-1,4</b>  |
| Mittelfluss vor Finanzierung                       | 23,4        | 66,8         | -23,2        | -7,6        | 1,3          | 19,1         |
| Zunahme/Abnahme der Schuldenposition               | 4,9         | -16,9        | -20,9        | 7,6         | -20,0        | -20,0        |
| 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                                | -3,4        | -4,2         | -4,2         | 0,0         | 0,0          | -1,0         |
| Sonstige   | -3,9        | -15,9        | -12,9        | 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>-2,4</b> | <b>-37,0</b> | <b>-38,0</b> | <b>7,6</b>  | <b>-20,0</b> | <b>-21,0</b> |
| Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel               | 21,1        | 29,8         | -61,2        | -0,0        | -18,7        | -1,9         |
| <b>Flüssige Mittel am Ende der Periode</b>         | <b>39,4</b> | <b>69,2</b>  | <b>8,0</b>   | <b>8,0</b>  | <b>-10,7</b> | <b>-12,6</b> |

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

| Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.) | 2020        | 2021         | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|---------------------------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Deutschland                           | 82,0        | 139,8        | 84,0        | 22,0        | 27,0        | 95,0        |
| 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>82,0</b> | <b>139,8</b> | <b>84,0</b> | <b>22,0</b> | <b>27,0</b> | <b>95,0</b> |

| Regionale Umsatzverteilung (common size) | 2020        | 2021        | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 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                                 | 2020   | 2021   | 2022    | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>Daten pro Aktie</b>                     |        |        |         |        |        |        |
| Ergebnis pro Aktie (berichtet)             | 3,79   | 6,92   | -0,67   | -0,95  | -0,72  | 2,02   |
| Cash Flow pro Aktie                        | 4,95   | 13,04  | -9,23   | -2,30  | -0,13  | 4,38   |
| Buchwert pro Aktie                         | 12,69  | 17,60  | 15,88   | 14,96  | 14,26  | 15,97  |
| Dividende pro Aktie                        | 1,00   | 1,00   | 0,00    | 0,00   | 0,25   | 0,30   |
| <b>Bewertung</b>                           |        |        |         |        |        |        |
| KGV  | 1,2x   | 0,6x   | -6,6x   | -4,6x  | -6,1x  | 2,2x   |
| Kurs/CF                                    | 0,9x   | 0,3x   | -0,5x   | -1,9x  | -33,2x | 1,0x   |
| Preis/Buchwert                             | 0,3x   | 0,2x   | 0,3x    | 0,3x   | 0,3x   | 0,3x   |
| Dividendenrendite (%)                      | 22,8%  | 22,8%  | 0,0%    | 0,0%   | 5,7%   | 6,9%   |
| FCF-Rendite (%)                            | 113,1% | 297,7% | -210,8% | -52,5% | -3,0%  | 100,0% |
| Unternehmenswert/Umsatz                    | 3,1x   | 1,5x   | 3,0x    | 11,7x  | 9,5x   | 2,5x   |
| Unternehmenswert/EBITDA                    | 8,1x   | 4,5x   | 19,1x   | 47,6x  | 43,0x  | 11,9x  |
| Unternehmenswert/EBIT                      | 8,9x   | 4,7x   | 23,3x   | 84,3x  | 69,9x  | 13,4x  |
| <b>G&amp;V (EUR Mio.)</b>                  |        |        |         |        |        |        |
| Umsatz                                     | 82,0   | 139,8  | 84,0    | 22,0   | 27,0   | 95,0   |
| Wachstum Veränderung (%)                   | 752,0% | 70,5%  | -39,9%  | -73,8% | 22,7%  | 251,9% |
| Rohertrag                                  | 41,0   | 51,7   | 16,7    | 7,7    | 6,8    | 21,9   |
| Rohertragsmarge (%)                        | 49,9%  | 37,0%  | 19,9%   | 35,0%  | 25,0%  | 23,0%  |
| EBITDA                                     | 31,6   | 47,0   | 13,0    | 5,4    | 5,9    | 19,9   |
| EBITDA Marge (%)                           | 38,5%  | 33,6%  | 15,5%   | 24,5%  | 22,0%  | 21,0%  |
| EBIT                                       | 28,7   | 44,4   | 10,7    | 3,0    | 3,7    | 17,7   |
| EBIT Marge (%)                             | 35,1%  | 31,8%  | 12,7%   | 13,8%  | 13,5%  | 18,7%  |
| Jahresüberschuss                           | 15,9   | 29,0   | -2,8    | -4,0   | -3,0   | 8,5    |
| <b>Kapitalflussrechnung</b>                |        |        |         |        |        |        |
| Operativer Cashflow                        | 23,6   | 57,2   | -36,3   | -7,3   | 1,7    | 20,5   |
| Investitionen                              | 0,0    | 0,8    | -1,0    | -0,3   | -0,4   | -1,4   |
| Erhaltungsinvestitionen                    | 2,8    | 2,6    | 2,3     | 2,3    | 2,3    | 2,2    |
| Freier Cash Flow                           | 23,6   | 57,9   | -37,3   | -7,6   | 1,3    | 19,1   |
| <b>Bilanz (EUR Mio.)</b>                   |        |        |         |        |        |        |
| Immaterielle Vermögenswerte                | 3,1    | 2,2    | 1,8     | 1,8    | 1,8    | 1,8    |
| Materielle Vermögensgegenstände            | 97,1   | 84,0   | 78,2    | 76,2   | 74,3   | 73,5   |
| Eigenkapital                               | 53,3   | 73,6   | 66,4    | 62,6   | 59,6   | 66,8   |
| Pensionsrückstellungen                     | 0,0    | 0,0    | 0,0     | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Verbindlichkeiten und Rückstellungen       | 316,3  | 302,3  | 270,9   | 272,4  | 251,0  | 233,0  |
| Netto-Finanzverbindlichkeiten              | 238,7  | 191,1  | 230,7   | 238,3  | 236,9  | 218,9  |
| w/c Anforderungen                          | 222,1  | 207,7  | 245,0   | 233,6  | 228,7  | 223,2  |
| <b>Kennzahlen</b>                          |        |        |         |        |        |        |
| Eigenkapitalrendite (ROE)                  | 29,8%  | 40,5%  | -3,9%   | -6,1%  | -4,9%  | 12,3%  |
| Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) | 7,8%   | 11,8%  | 3,2%    | 0,9%   | 1,2%   | 5,9%   |
| Nettoverschuldung                          | 447,8% | 259,7% | 347,3%  | 380,8% | 397,3% | 327,6% |
| Nettoverschuldung / EBITDA                 | 7,6x   | 4,1x   | 17,7x   | 44,2x  | 39,9x  | 11,0x  |

Quelle: Unternehmensangaben; 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 |
|---------------------|------------|
| GIEAG Immobilien AG | 2          |

# Haftungsausschluss

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**5. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung dieser Finanzanalyse:**  
8-Apr-24 11:21:47

## 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)

**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**  
**Rottenbucher 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**  
Rottenbucher 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](http://ResearchHub)  
[Bloomberg](http://Bloomberg)  
[FactSet](http://FactSet)  
[Thomson Reuters / Refinitiv](http://Thomson Reuters / Refinitiv)  
[CapitalIQ](http://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)