

# GIEAG Immobilien AG

Deutschland | Real Estate | Marktkapitalisierung EUR 12,6 Mio.

26-Sep-24

UPDATE



## Herausforderndes GJ 23; Verhaltend optimistischer Ausblick; KAUFEN

### What's it all about?

Das GJ23 war für die Immobilienbranche weiterhin sehr herausfordernd. Hohe Zinsen, regulatorische Unsicherheiten und steigende Baukosten führten zu einer verhaltenen Nachfrage und stark sinkenden Investitionsvolumen in gewerbliche Sektor. In diesem Umfeld bekam auch die GIEAG die Auswirkungen der Krise deutlich zu spüren. Der Umsatz brach um 80 % auf EUR 16 Mio. ein, wobei die Bestandshaltung den größten Anteil ausmachte. Das Jahresergebnis rutschte aufgrund von Wertberichtigungen und gestiegenen Zinsaufwendungen mit EUR -12,6 Mio. weiter in die Verlustzone. Trotz verschlechterter Bilanzrelationen bleibt der Ausblick verhalten optimistisch. Erfolgreiche Refinanzierungsmaßnahmen sichern die Liquidität für bestehende Projekte. Mit der eingeleiteten Zinswende der Notenbanken sind mittelfristig positive Impulse für den Immobilienmarkt zu erwarten. Wir bekräftigen daher unsere KAUFEN-Empfehlung mit neuem Kursziel von EUR 5,00 (alt EUR 6,00) aufgrund einer weiteren (Teil-)Verschiebung der Projektpipeline.

### KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel	EUR 5,00 (6,00)
Aktueller Kurs	EUR 3,02
Kurspotenzial	65,6%



### 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 | Real Estate | Marktkapitalisierung EUR 12,6 Mio. | EV EUR 254,4 Mio.

**KAUFEN** (KAUFEN)

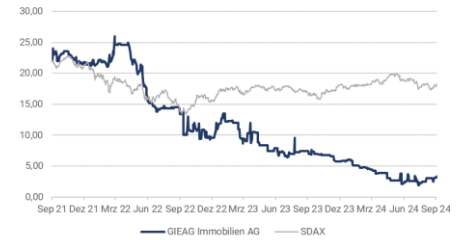
**Kursziel** EUR 5,00 (6,00)  
**Aktueller Kurs** EUR 3,02  
**Kurspotenzial** 65,6%

**ANALYST**

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

## Herausforderndes GJ 23; Verhaltend optimistischer Ausblick

**Marktumfeld und Einflussfaktoren** Das Jahr 2023 stellt sich für die Immobilienbranche im Allgemeinen und für Projektentwickler im Besonderen als äußerst herausfordernd dar. Das hohe Zinsniveau, Unsicherheiten über zukünftige Regulierungen, Personalengpässe sowie steigende Baukosten sind weiterhin 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 beträgt der Umsatzrückgang 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.



Quelle: mwb research

**Hoch/Tief 52 W.** 7,75 / 1,90  
**Kurs/Buchwert** 0,2x

**Ticker / Symbols**

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

**Änderung der Prognosen**

		Umsatz	EBIT	GjA
<b>2024E</b>	alt	27,0	3,7	-0,83
	Δ	0,0%	5,7%	na%
<b>2025E</b>	alt	95,0	19,6	2,27
	Δ	-52,6%	-59,9%	-96,9%
<b>2026E</b>	alt	100,0	17,8	2,04
	Δ	-50,0%	-49,3%	-80,6%

**2-Säulen-Strategie federt fehlendes Projektgeschäft ab** In diesem Marktumfeld bekam auch die GIEAG Immobilien AG die Auswirkungen der Krise zu spüren. Zahlreiche Projekte konnten nicht realisiert werden und Transaktionen verliefen nicht wie geplant oder kamen gar nicht erst zustande. In der Folge brach der Umsatz im abgelaufenen Geschäftsjahr gegenüber dem Vorjahr um rund 80% ein und betrug im GJ23 nur noch rund EUR 16 Mio. Dabei profitierte die Gesellschaft noch von einer Besonderheit ihres Geschäftsmodells, nämlich der 2-Säulen-Strategie aus Projektentwicklung und Bestandshaltung. Letzteres dürfte unserer Einschätzung nach den Löwenanteil der in 2023 generierten Umsätze ausmachen (mwb-Schätzung ca. EUR 15,5 Mio.). Die Projektentwicklung lieferte demnach nur einen verschwindend geringen Umsatzbeitrag von unter EUR 0,5 Mio.

**Abschreibungen und hohe Zinsen belasten** Auf der Ertragsseite setzte sich der Negativtrend fort. Nachdem bereits 2022 ein Verlust nach Steuern in Höhe von EUR 2,4 Mio. ausgewiesen wurde, rutschte das Jahresergebnis 2023 mit EUR -12,6 Mio. weiter in die Verlustzone. Maßgeblich beeinflusst wurde das Ergebnis in 2023 durch Wertberichtigungen auf das Immobilienportfolio (Abschreibungen von rund EUR 4 Mio.) sowie deutlich gestiegene Zinsaufwendungen, die sich gegenüber dem Vorjahr nahezu verdoppelt haben (EUR 15,9 Mio. gegenüber EUR 8,6 Mio. im Geschäftsjahr 2022). Unter dem Strich verblieb ein Verlust je Aktie von rund EUR 3,00, der unsere Erwartungen von rund EUR 1,00 deutlich verfehlte.

-Fortsetzung-

GIEAG Immobilien	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz	139,8	84,0	15,9	27,0	45,0	50,0
Wachstum yoy	70,5%	-39,9%	-81,0%	69,6%	66,7%	11,1%
EBITDA	47,0	13,0	9,5	5,9	9,9	11,0
EBIT	44,4	10,7	3,2	3,9	7,9	9,0
Jahresüberschuss	30,6	-2,4	-12,6	-3,3	0,3	1,7
Nettoverschuldung	191,1	230,7	241,7	241,6	212,2	182,1
Nettoversch./EBITDA	4,1x	17,7x	25,4x	40,7x	21,4x	16,6x
Gewinn pro Aktie	7,32	-0,58	-3,01	-0,79	0,07	0,40
Dividende pro Aktie	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,04
Dividendenrendite	33,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%
Rohertagsmarge	37,0%	19,9%	116,7%	25,0%	24,0%	25,0%
EBITDA-Marge	33,6%	15,5%	59,8%	22,0%	22,0%	22,0%
EBIT-Marge	31,8%	12,7%	20,3%	14,3%	17,5%	18,0%
ROCE	11,8%	3,2%	1,0%	1,2%	2,6%	3,1%
EV/Umsatz	1,5x	2,9x	16,0x	9,4x	5,0x	3,9x
EV/EBITDA	4,3x	18,7x	26,7x	42,8x	22,7x	17,7x
EV/EBIT	4,6x	22,8x	78,6x	65,8x	28,6x	21,6x
KGv	0,4x	-5,2x	-1,0x	-3,8x	43,3x	7,6x

Quelle: Unternehmensdaten, mwb research

**Aktienkennzahlen**

**Aktienanzahl (in Mio. Stück)** 4,19  
**Buchwert p.A.: (in EUR)** 12,87  
**Ø Handelsvol.: (52 W.)** 82

**Aktionärsstruktur**

**Gründungsfamilie** 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.

**Verschlechterung der Bilanzrelationen in Folge hoher Verluste** Bedingt durch die Ausweitung der Verluste verzeichnete die GIEAG auch eine Verschlechterung der Bilanzrelationen im Geschäftsjahr 2023. So sank die Eigenkapitalquote zum Jahresende um rund 3 Prozentpunkte auf 15,2% (2022: 18%). Die Nettoverschuldung blieb hingegen nahezu konstant und beläuft sich zum 31.12.2023 auf EUR 242 Mio., was in etwa unseren Erwartungen entspricht (mwb-Schätzung: EUR 238 Mio.).

**Verhaltend positiver Ausblick** Auch wenn das Geschäftsjahr 2023 im Wesentlichen nicht unseren Erwartungen entspricht, sind wir für die mittelfristigen Perspektiven der Gesellschaft weiterhin verhalten optimistisch. Im Rahmen einer Überprüfung der Liquiditätssituation wurde der GIEAG von den beauftragten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften eine positive Fortführungsprognose bescheinigt. Nicht zuletzt aufgrund der lukrativen Bestandsimmobilien und Projekte im Portfolio konnte die GIEAG in den vergangenen Monaten erfolgreich Refinanzierungsmaßnahmen durchführen. Damit sollte die Gesellschaft über die notwendige Liquidität verfügen, um die bestehenden Projekte zu realisieren und daraus positive Erträge und Eigenkapital zu generieren. Zudem haben die Notenbanken weltweit die Zinswende eingeleitet. Dies sollte mittelfristig auch bzw. gerade für den angespannten deutschen Immobilienmarkt zu positiven Impulsen führen.

**Fazit:** Die Lage auf dem Immobiliensektor bleibt angespannt, jedoch sind vielerorts Besserungstendenzen erkennbar - nicht zuletzt durch erste Zinsanpassungen der weltweiten Notenbanken, allen voran der EZB sowie der US-Notenbank. Abhängig von weiteren Zinsschritten gehen wir daher davon aus, dass in den kommenden Monaten weitere Entlastungen auf dem deutschen Immobilienmarkt sichtbar werden. Hiervon sollte die GIEAG nicht zuletzt aufgrund der gesicherten Liquidität, aber auch aufgrund des nachweislich werthaltigen Immobilienportfolios überproportional profitieren können. Neben der Projektentwicklung sollte auch die Bestandshaltung weiterhin ein Mindestmaß an Cashflow generieren. Wir bleiben daher bei unserer KAUFEN-Empfehlung, reduzieren jedoch das Kursziel von EUR 6,00 auf EUR 5,00.

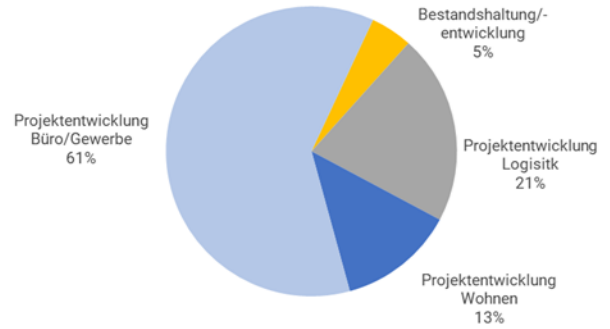
Die Änderung unserer Schätzungen basiert auf der Annahme, dass die GIEAG die ursprünglich geplante Projektpipeline nicht vollständig und in der ursprünglich geplanten Geschwindigkeit abarbeiten wird. Vielmehr gehen wir von einer weiteren Verschiebung der Projektpipeline aus, was sich in den reduzierten Umsatz- und Ertragsaussichten der Gesellschaft widerspiegelt. Im Jahr 2025 sollte die Gewinnschwelle jedoch wieder erreicht werden.

# 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 %



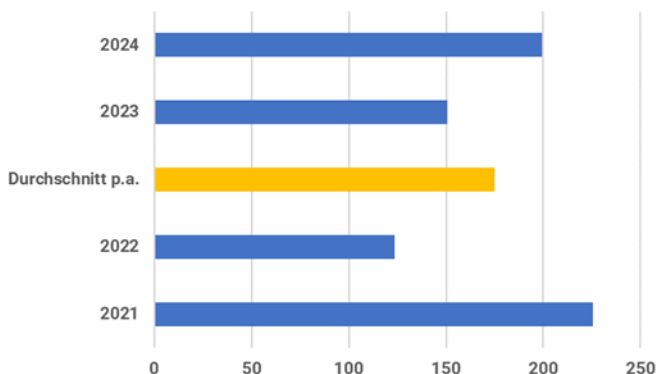
## Ankermieter



## Stärken des Geschäftsmodells

- 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; 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 5,00** pro Aktie:

**Umsatzwachstum:** Wir gehen davon aus, dass GIEAG Immobilien AG weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2024E-2031E bei 11,3% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 2,0%.

**ROCE.** Die Kapitalrenditen entwickeln sich von 1,2% in 2024E bis auf 3,6% in 2031E.

**WACC.** Ausgangspunkt ist ein historisches Aktien-Beta von 0,29. Ein Deleveraging und die Korrektur um die Mean Reversion ergibt ein Asset-Beta von 0,68. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und einer Aktienrisikoprämie von 6,0% ergeben sich Eigenkapitalkosten von 7,6%. 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 6,3%.

DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	Endwert
NOPAT	2,8	6,0	6,9	6,4	5,8	5,6	5,9	6,1	
Abschreibung & Amortis.	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	
Änderung des w/c	8,3	26,0	26,8	46,1	59,6	-1,9	-1,9	-2,0	
Änderung Rückstellungen	-6,6	1,8	0,5	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	
Capex	-0,4	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
Cash flow	6,2	35,1	35,4	53,9	66,8	5,1	5,2	5,3	125,8
Barwert (Gegenwartswert)	6,0	32,3	30,5	43,4	50,4	3,6	3,4	3,3	80,6
WACC	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,3%

### DCF pro Aktie abgeleitet aus

Gesamter Barwert	253,6
Adj. Halbjahres-Barwert	262,1
Nettoverschuldung	241,7
Finanzanlagen	0,6
Rückstellungen	na
Wert des Eigenkapitals	20,9
Anzahl ausstehender Aktien	4,2

Discountierter Cash Flow / Aktie	5,00
Discount / (Prämie)	65,7%

Aktienkurs	3,02
------------	------

### DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen

Planungshorizont durchsch. Wachstum (2024E-2031E)	11,3%
Endwert Wachstum (2031E - Unendlichkeit)	2,0%
Endwert ROCE	3,6%
Endwert WACC	6,3%

### WACC abgeleitet aus

Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	5,0%
Steuersatz	25,0%
Beta	0,29
Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen)	0,68
Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	0,5
Relevered beta	0,94
Risikoloser Zins	2,0%
Risikoprämie	6,0%
Eigenkapitalkosten	7,6%

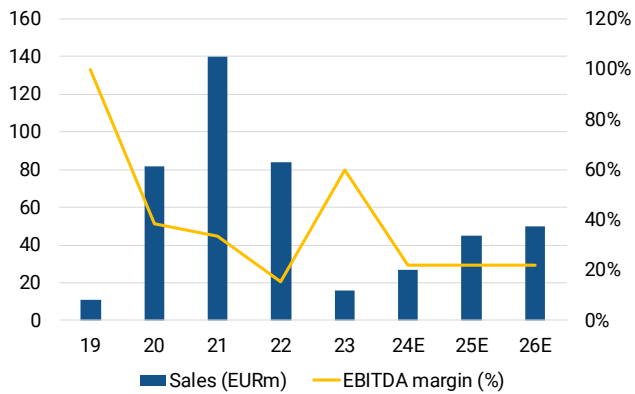
### Sensitivitätsanalyse DCF

	WACC	Langfristige Wachstumsrate					Anteil Endwert	
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%		
	2,0%	-6,6	-5,8	-4,9	-3,8	-2,5	2024E-2027E	44,3%
	1,0%	-3,3	-2,1	-0,7	0,9	3,0	2028E-2031E	23,9%
	0,0%	1,1	2,8	5,0	7,7	11,2	Endwert	31,8%
	-1,0%	7,2	10,0	13,8	18,8	26,0		
	-2,0%	16,4	21,7	29,4	41,2	61,9		

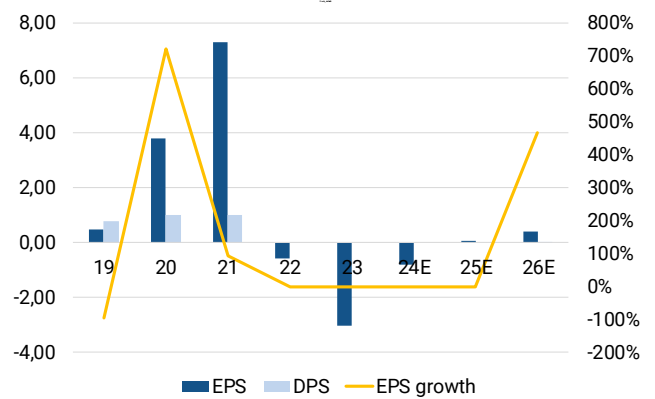
Source: mwb research

# Finanzkennzahlen in Charts

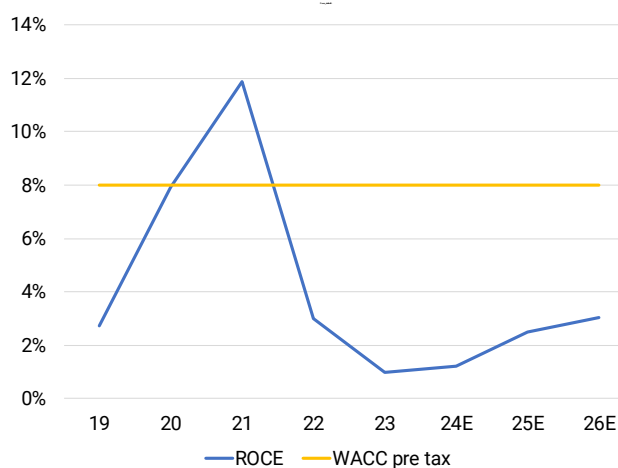
**Umsatz vs. EBITDA.Margenentwicklung**



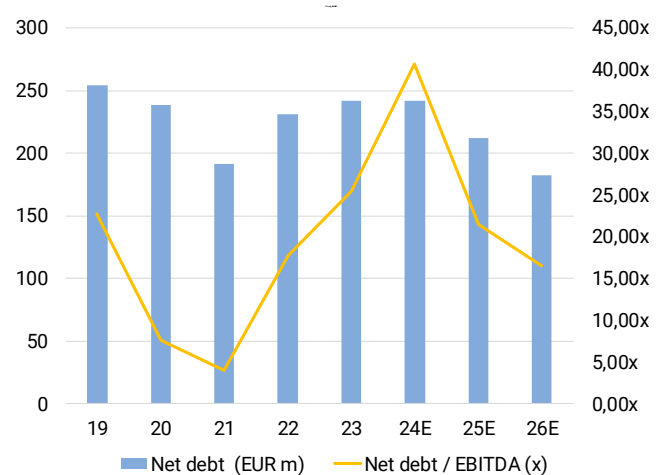
**EPS, DPS in EUR & yoy EPS growth**



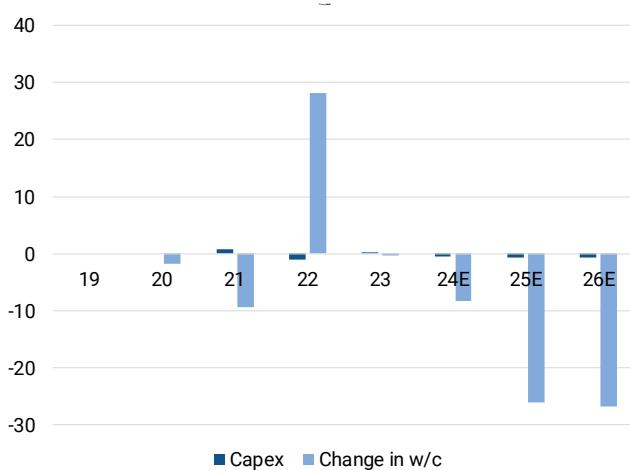
**ROCE vs. WACC (vor Steuer)**



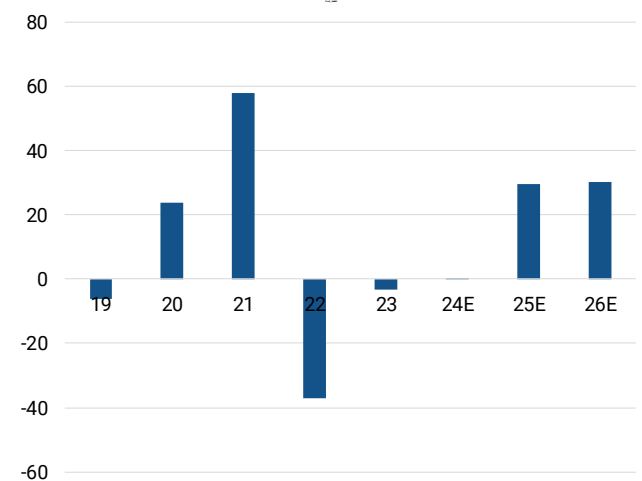
**Nettoverschuldung und Net Debt/EBITDA**



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



**Free Cash Flow in EUR Mio.**



Quelle: Unternehmensangaben; mwb research AG

# Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>139,8</b>	<b>84,0</b>	<b>15,9</b>	<b>27,0</b>	<b>45,0</b>	<b>50,0</b>
Umsatzwachstum	70,5%	-39,9%	-81,0%	69,6%	66,7%	11,1%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	-22,0	-25,2	20,2	0,0	0,0	-1,0
<b>Gesamumsatz</b>	<b>117,8</b>	<b>58,8</b>	<b>36,1</b>	<b>27,0</b>	<b>45,0</b>	<b>49,0</b>
Materialaufwendungen	66,1	42,1	17,5	20,3	34,2	36,5
<b>Bruttogewinn</b>	<b>51,7</b>	<b>16,7</b>	<b>18,6</b>	<b>6,8</b>	<b>10,8</b>	<b>12,5</b>
Sonstige betriebliche Erträge	12,3	7,4	2,8	1,1	2,3	2,5
Personalaufwendungen	5,8	3,5	4,0	0,8	1,4	2,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	11,2	7,6	7,9	1,1	1,8	2,0
<b>EBITDA</b>	<b>47,0</b>	<b>13,0</b>	<b>9,5</b>	<b>5,9</b>	<b>9,9</b>	<b>11,0</b>
Abschreibung	2,6	2,3	4,1	2,1	2,0	2,0
EBITA	44,4	10,7	5,5	3,9	7,9	9,0
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0,0	0,0	2,2	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>44,4</b>	<b>10,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>7,9</b>	<b>9,0</b>
Finanzergebnis	-8,6	-10,5	-15,6	-8,1	-7,5	-6,9
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	35,7	0,1	-12,4	-4,2	0,4	2,1
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	35,7	0,1	-12,4	-4,2	0,4	2,1
Steuern	6,0	2,8	0,1	-1,0	0,1	0,5
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	29,8	-2,6	-12,4	-3,2	0,3	1,6
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>29,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>-12,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,6</b>
Minderheitsbeteiligung	0,8	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	30,6	-2,4	-12,6	-3,3	0,3	1,7
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	4,18	4,19	4,19	4,19	4,19	4,19
<b>Gewinn pro Aktie (berichtet)</b>	<b>7,32</b>	<b>-0,58</b>	<b>-3,01</b>	<b>-0,79</b>	<b>0,07</b>	<b>0,40</b>

Gewinn & Verlustrechnung (common size)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	-16%	-30%	127%	0%	0%	-2%
<b>Gesamumsatz</b>	<b>84%</b>	<b>70%</b>	<b>227%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>98%</b>
Materialaufwendungen	47%	50%	110%	75%	76%	73%
<b>Bruttogewinn</b>	<b>37%</b>	<b>20%</b>	<b>117%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	9%	9%	18%	4%	5%	5%
Personalaufwendungen	4%	4%	25%	3%	3%	4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8%	9%	50%	4%	4%	4%
<b>EBITDA</b>	<b>34%</b>	<b>16%</b>	<b>60%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>
Abschreibung	2%	3%	26%	8%	5%	4%
EBITA	32%	13%	34%	14%	17%	18%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0%	0%	14%	0%	0%	0%
<b>EBIT</b>	<b>32%</b>	<b>13%</b>	<b>20%</b>	<b>14%</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>
Finanzergebnis	-6%	-13%	-98%	-30%	-17%	-14%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	26%	0%	-78%	-16%	1%	4%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	26%	0%	-78%	-16%	1%	4%
Steuern	4%	3%	1%	-4%	0%	1%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	21%	-3%	-78%	-12%	1%	3%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>21%</b>	<b>-3%</b>	<b>-78%</b>	<b>-12%</b>	<b>1%</b>	<b>3%</b>
Minderheitsbeteiligung	1%	0%	-1%	-0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss (berichtet)</b>	<b>22%</b>	<b>-3%</b>	<b>-79%</b>	<b>-12%</b>	<b>1%</b>	<b>3%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research



Bilanz (in EUR Mio.)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<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	2,2	1,7	1,3	1,3	1,3	1,3
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	84,0	78,2	69,2	67,6	66,2	65,0
Finanzielle Vermögenswerte	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>86,5</b>	<b>80,4</b>	<b>71,2</b>	<b>69,5</b>	<b>68,1</b>	<b>66,9</b>
Vorräte	272,7	247,5	263,7	249,7	224,9	200,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,2	3,2	3,1	0,3	0,5	0,5
Sonstiges Umlaufvermögen	4,4	4,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Barmittel	92,4	32,0	11,7	28,4	37,8	47,9
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,7	0,4	0,2	0,3	0,5	0,5
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>372,4</b>	<b>288,0</b>	<b>282,5</b>	<b>282,5</b>	<b>267,5</b>	<b>252,9</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>458,9</b>	<b>368,3</b>	<b>353,6</b>	<b>351,9</b>	<b>335,6</b>	<b>319,8</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>73,6</b>	<b>66,4</b>	<b>53,9</b>	<b>50,7</b>	<b>50,9</b>	<b>52,6</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	1,6	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
Langfristige Schulden	283,5	262,4	253,1	270,0	250,0	230,0
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Rückstellungen	18,7	8,2	9,3	2,7	4,5	5,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>302,3</b>	<b>270,7</b>	<b>262,4</b>	<b>272,7</b>	<b>254,5</b>	<b>235,0</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	0,0	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6,7	4,6	11,3	0,8	1,4	1,5
Anzahlungen	60,4	1,2	1,6	1,4	1,4	1,5
Sonstige Verbindlichkeiten	3,2	12,4	11,9	14,8	15,8	17,5
Latente Steuern	10,1	9,9	9,8	9,8	9,8	9,8
Passive Rechnungsabgrenzung	1,1	1,2	0,9	0,2	0,3	0,3
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>81,5</b>	<b>29,5</b>	<b>35,7</b>	<b>27,0</b>	<b>28,6</b>	<b>30,6</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>458,9</b>	<b>368,3</b>	<b>353,6</b>	<b>351,9</b>	<b>335,6</b>	<b>319,8</b>

Bilanz (common size)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Goodwill	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	18%	21%	20%	19%	20%	20%
Finanzielle Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>19%</b>	<b>22%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>
Vorräte	59%	67%	75%	71%	67%	63%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0%	1%	1%	0%	0%	0%
Sonstiges Umlaufvermögen	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Barmittel	20%	9%	3%	8%	11%	15%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>81%</b>	<b>78%</b>	<b>80%</b>	<b>80%</b>	<b>80%</b>	<b>79%</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>16%</b>	<b>18%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	62%	71%	72%	77%	74%	72%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	4%	2%	3%	1%	1%	2%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>66%</b>	<b>73%</b>	<b>74%</b>	<b>77%</b>	<b>76%</b>	<b>73%</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1%	1%	3%	0%	0%	0%
Anzahlungen	13%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Verbindlichkeiten	1%	3%	3%	4%	5%	5%
Latente Steuern	2%	3%	3%	3%	3%	3%
Passive Rechnungsabgrenzung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>18%</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</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.)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Jahresüberschuss/Verlust	29,8	-2,6	-12,6	-3,2	0,3	1,6
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	2,9	2,3	2,3	2,1	2,0	2,0
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	15,1	-7,8	6,4	-6,6	1,8	0,5
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	47,8	-8,0	-3,9	-7,8	4,1	4,1
Veränderung des Bestands	22,0	25,1	12,5	14,0	24,8	24,9
Veränderung der Lieferung und Leistungen	-1,3	-1,0	3,0	2,8	-0,2	-0,1
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	1,6	-2,2	-4,0	-10,5	0,6	0,1
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	-12,9	-50,2	-11,2	1,9	0,8	1,9
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	9,4	-28,2	0,3	8,3	26,0	26,8
<b>Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten</b>	<b>57,2</b>	<b>-36,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>0,5</b>	<b>30,1</b>	<b>30,9</b>
CAPEX	0,8	-1,0	0,2	-0,4	-0,7	-0,8
Zahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	-1,5	3,3	18,0	0,0	0,0	0,0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	10,3	10,7	8,6	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten</b>	<b>9,6</b>	<b>13,0</b>	<b>26,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>
Mittelfluss vor Finanzierung	66,8	-23,2	22,9	0,1	29,4	30,1
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	-24,3	-25,2	-109,3	16,6	-20,0	-20,0
Kauf eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	-4,2	-4,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	-8,7	-8,7	-15,9	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>-37,0</b>	<b>-38,0</b>	<b>-125,2</b>	<b>16,6</b>	<b>-20,0</b>	<b>-20,0</b>
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	29,8	-61,2	-102,3	16,7	9,4	10,1
<b>Flüssige Mittel am Ende der Periode</b>	<b>69,2</b>	<b>8,0</b>	<b>-94,3</b>	<b>-77,6</b>	<b>-68,1</b>	<b>-58,0</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Deutschland	139,8	84,0	15,9	27,0	45,0	50,0
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>139,8</b>	<b>84,0</b>	<b>15,9</b>	<b>27,0</b>	<b>45,0</b>	<b>50,0</b>

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

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Kennzahlen	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Daten pro Aktie</b>						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	7,32	-0,58	-3,01	-0,79	0,07	0,40
Cash Flow pro Aktie	13,66	-8,66	-0,87	-0,36	6,72	6,91
Buchwert pro Aktie	17,59	15,87	12,87	12,10	12,17	12,56
Dividende pro Aktie	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,04
<b>Bewertung</b>						
KGV	0,4x	-5,2x	-1,0x	-3,8x	43,3x	7,6x
Kurs/CF	0,2x	-0,3x	-3,5x	-8,4x	0,4x	0,4x
Preis/Buchwert	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Dividendenrendite (%)	33,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%
FCF-Rendite (%)	452,4%	-286,6%	-28,7%	-11,9%	222,4%	228,7%
Unternehmenswert/Umsatz	1,5x	2,9x	16,0x	9,4x	5,0x	3,9x
Unternehmenswert/EBITDA	4,3x	18,7x	26,7x	42,8x	22,7x	17,7x
Unternehmenswert/EBIT	4,6x	22,8x	78,6x	65,8x	28,6x	21,6x
<b>G&amp;V (EUR Mio.)</b>						
Umsatz	139,8	84,0	15,9	27,0	45,0	50,0
Wachstum Veränderung (%)	70,5%	-39,9%	-81,0%	69,6%	66,7%	11,1%
Rohertrag	51,7	16,7	18,6	6,8	10,8	12,5
Rohertragsmarge (%)	37,0%	19,9%	116,7%	25,0%	24,0%	25,0%
EBITDA	47,0	13,0	9,5	5,9	9,9	11,0
EBITDA Marge (%)	33,6%	15,5%	59,8%	22,0%	22,0%	22,0%
EBIT	44,4	10,7	3,2	3,9	7,9	9,0
EBIT Marge (%)	31,8%	12,7%	20,3%	14,3%	17,5%	18,0%
Jahresüberschuss	30,6	-2,4	-12,6	-3,3	0,3	1,7
<b>Kapitalflussrechnung</b>						
Operativer Cashflow	57,2	-36,2	-3,6	0,5	30,1	30,9
Investitionen	0,8	-1,0	0,2	-0,4	-0,7	-0,8
Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0
Freier Cash Flow	57,9	-37,2	-3,4	0,1	29,4	30,1
<b>Bilanz (EUR Mio.)</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	2,2	1,8	1,3	1,3	1,3	1,3
Materielle Vermögensgegenstände	84,0	78,2	69,2	67,6	66,2	65,0
Eigenkapital	73,6	66,4	53,9	50,7	50,9	52,6
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	302,3	270,9	262,7	272,7	254,5	235,0
Netto-Finanzverbindlichkeiten	191,1	230,7	241,7	241,6	212,2	182,1
w/c Anforderungen	207,7	245,0	253,9	247,8	222,6	197,5
<b>Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite (ROE)	40,5%	-3,9%	-23,1%	-6,4%	0,6%	3,1%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	11,8%	3,2%	1,0%	1,2%	2,6%	3,1%
Nettoverschuldung	259,7%	347,3%	448,6%	476,9%	416,5%	346,4%
Nettoverschuldung / EBITDA	4,1x	17,7x	25,4x	40,7x	21,4x	16,6x

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, 8

# Haftungsausschluss

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**5. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung dieser Finanzanalyse:**

26-Sep-24 15:11:34

## 6. Risikohinweise

- Börsenanlagen und Anlagen in Unternehmen (Aktien) sind immer spekulativ und beinhalten das Risiko des Totalverlustes.
- Dies gilt insbesondere in Bezug auf Anlagen in Unternehmen, die nicht etabliert sind und/oder klein sind und keinen etablierten Geschäftsbetrieb und Firmenvermögen haben.
- Aktienkurse können erheblich schwanken. Dies gilt insbesondere bei Aktien, die nur über eine geringe Liquidität (Marktbreite) verfügen. Hier können auch nur geringe Aufträge erheblichen Einfluss auf den Aktienkurs haben.
- Bei Aktien in engen Märkten kann es auch dazu kommen, dass dort überhaupt kein oder nur sehr geringer tatsächlicher Handel besteht und veröffentlichte Kurse nicht auf einem tatsächlichen Handel beruhen, sondern nur von einem Börsenmakler gestellt worden sind.
- Ein Aktionär kann bei solchen Märkten nicht damit rechnen, dass er für seine Aktien einen Käufer überhaupt und/oder zu angemessenen Preisen findet.
- In solchen engen Märkten besteht eine sehr hohe Möglichkeit zur Manipulation der Kurse und der Preise in solchen Märkten kommt es oft auch zu erheblichen Preisschwankungen.
- Eine Investition in Wertpapiere mit geringer Liquidität, sowie niedriger Börsenkapitalisierung ist daher höchst spekulativ und stellt ein sehr hohes Risiko dar.
- Bei nicht börsennotierten Aktien und Papieren besteht kein geregelter Markt und ein Verkauf ist nicht oder nur auf individueller Basis möglich.

**7. Wichtigste Informationsquellen** Ein Teil der für diesen Recherchebericht erforderlichen Informationen wurde vom Emittenten des Finanzinstruments zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich dieser Bericht auf öffentlich zugängliche Quellen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und die einschlägige Tagespresse), die als zuverlässig erachtet werden. Die mwb research AG hat die Informationen auf Plausibilität, aber nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft.

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

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

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

## Kontakt

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

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

### Research

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

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

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

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

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

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

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

### Sales

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

### Team Assistant

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

**mwb fairtrade**  
**Wertpapierhandelsbank AG**  
**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**  
**Bloomberg**  
**FactSet**  
**Thomson Reuters / Refinitiv**  
**CapitalIQ**

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