

# GIEAG Immobilien AG

Germany | Real Estate | Marktkapitalisierung EUR 92.4 Mio.

8-Sep-21

UPDATE



## Planmäßige Veräußerung schafft Visibilität; KAUFEN bestätigt

### What's it all about?

GIEAG Immobilien AG („GIEAG“) hat in den vergangenen Wochen mit weiteren Immobilienveräußerungen einen großen Schritt zur Erreichung der prognostizierten Jahreszahlen erzielt. Neben einem Wohnobjekt für gefördertes Wohnen in der Metropolregion München (das letzte von drei Teilprojekten), hat GIEAG ein Bürokomplex in Karlsruhe veräußert. Der kumulierte Verkaufserlöse beider Objekte sollte sich im mittleren zweistelligen Millionenbereich bewegen (eAR EUR 60 Mio.). Insgesamt gehen wir davon aus, dass bereits ca. 70% der 2021er Umsätze „in trockenen Tüchern“ sowie eine Verdoppelung des Nettoergebnisses erreichbar ist. GIEAG bietet daher eine einmalige Gelegenheit sich an einem erfahrenen Immobilienentwickler zu beteiligen, der mit einer Projektpipeline von rund EUR 1,7 Mrd. am Anfang einer starken Wachstumsentwicklung steht. Mit einem Upside Potenzial von knapp 50% halten wir somit an unserer KAUFEN-Empfehlung fest, Kursziel unverändert EUR 33,00.

### KAUFEN (KAUFEN)

<b>Kursziel</b>	<b>EUR 33.00 (33.00)</b>
Aktueller Kurs	EUR 22.00
Kurspotenzial	50.0%



### ANALYST

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

# GIEAG Immobilien AG

Germany | Real Estate | Marktkapitalisierung EUR 92.4 Mio. | EV EUR 331.1 Mio.

## KAUFEN (KAUFEN)

**Kursziel** EUR 33.00 (33.00)  
**Aktueller Kurs** EUR 22.00  
**Kurspotenzial** 50.0%

## ANALYST

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

## Planmäßige Veräußerung schafft Visibilität; KAUFEN bestätigt

GIEAG hat mit zwei Immobilienveräußerungen einen **wesentlichen Schritt zur Erreichung unseres prognostizierten Umsatzziels für 2021 erreicht**. In Summe sollte GIEAG bereits ca. 70% des Jahresumsatz mit notariellen Verkaufsverträgen untermauern können. Die erzielte Entwicklermarge sehen wir ebenfalls im Rahmen der erwarteten 15-25%, wodurch auch die **Verdopplung des Jahresüberschusses in 2021 in greifbare Nähe rückt**. Für uns spiegeln die Verkäufe einmal mehr die Qualität des Unternehmens wider. So konnte dank 20-jährigem Track Record und mehr als EUR 500 Mio. Bauleistungen in den vergangenen Jahren signifikantes Knowhow unter anderem über Marktgegebenheiten sowie bestimmte Mikrolagen erlangt werden.



Quelle: AlsterResearch

**Hoch/Tief 52 W.** 27.00 / 16.00  
**Kurs/Buchwert** 1.7x

## Ticker / Symbols

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

## Änderung der Prognosen

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

## Aktienkennzahlen

**Aktienanzahl (in Mio. Stück)** 4.20  
**Buchwert p.A.: (in EUR)** 12.69  
**Ø Handelsvolumen: (52 W.)** 1,500

## Aktionärsstruktur

**Founding Family** 92.2%  
**Treasury shares** 0.6%  
**Streubesitz** 7.2%

## Unternehmensbeschreibung

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

**Wohnanlage „SÜD.LEBEN“ im Neubauprojekt „Kirschgarten“ bei München** – bereits Mitte August gab GIEAG bekannt das letzte von drei Teilprojekten an die Wertgrund Immobilien AG veräußert zu haben. Bei dem Objekt handelt es sich um 30 geförderte Mietwohnungen mit einer Gesamtwohnfläche von 2.227m<sup>2</sup>. Der Standort des Projekts „SÜD.LEBEN“ gehört zur Metropolregion München und ist ca. 35km von der Landeshauptstadt entfernt und ist hervorragend über das Straßennetz und ÖPNV angebunden. Unserer Einschätzung nach, liegen die m<sup>2</sup>-Preise bei ca. EUR 4 Tsd. / m<sup>2</sup>, womit wir von einem Verkaufserlös von c. EUR 9 Mio. ausgehen.

**Büroimmobilie mit staatlichem Mieter in Karlsruhe** – bei dem zweiten Verkauf handelt es sich um eine weitere Transaktion mit dem Immobilien Spezialfonds „KINGSTON Wachstumsregion Süddeutschland“. Im Rahmen eines Asset Deals wurde ein Gebäude mit rund 9.400m<sup>2</sup> Mietfläche sowie 43 Außen- und 20 Garagenstellplätze veräußert. Der Kaufpreis liegt gemäß GIEAG im mittleren zweistelligen Millionenbereich. Das Objekt wurde 2020 umfassend saniert. Ankermieter der Büroimmobilie ist die staatliche Bundesanstalt für Immobilienaufgaben.

**Fazit:** Beide Transaktionen liegen sowohl von Timing als auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten im Rahmen unserer Erwartungen. Der Mittelzufluss im mittleren 2-stelligen Millionenbereich sollte dem Unternehmen helfen, die weiter gut gefüllte Projektpipeline in Höhe von EUR 1,7 Mrd. finanzieren zu können. **Wir bestätigen daher unsere KAUFEN-Empfehlung mit Kursziel EUR 33,00 – upside 50%.**

GIEAG Immobilien AG	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Umsatz	11.4	9.6	82.0	225.5	123.7	150.9
Wachstum yoy	-49.8%	-15.9%	752.0%	175.1%	-45.2%	22.1%
EBITDA	36.9	3.0	31.6	50.7	40.6	42.7
EBIT	33.6	0.1	28.7	47.8	37.7	39.8
Jahresüberschuss	27.3	-6.2	15.9	30.2	21.9	23.6
Nettoverschuldung	140.3	254.0	238.7	308.5	343.7	347.2
Nettoversch./EBITDA	3.8x	86.0x	7.6x	6.1x	8.5x	8.1x
Gewinn pro Aktie	6.55	-1.48	3.79	7.19	5.23	5.62
Dividende pro Aktie	0.80	0.80	1.00	1.25	1.56	1.95
Dividendenrendite	3.6%	3.6%	4.5%	5.7%	7.1%	8.9%
Rohertagsmarge	58.0%	123.1%	49.9%	30.0%	40.0%	35.0%
EBITDA-Marge	322.7%	30.7%	38.5%	22.5%	32.8%	28.3%
EBIT-Marge	293.8%	1.3%	35.1%	21.2%	30.5%	26.4%
ROCE	12.9%	0.0%	7.8%	10.7%	7.9%	8.0%
EV/EBITDA	6.3x	117.3x	10.5x	7.9x	10.8x	10.3x
EV/EBIT	6.9x	2,859.3x	11.5x	8.4x	11.6x	11.0x
KGV	3.4x	-14.8x	5.8x	3.1x	4.2x	3.9x
FCF-Rendite	-50.5%	-110.6%	22.5%	-71.7%	-32.9%	3.5%

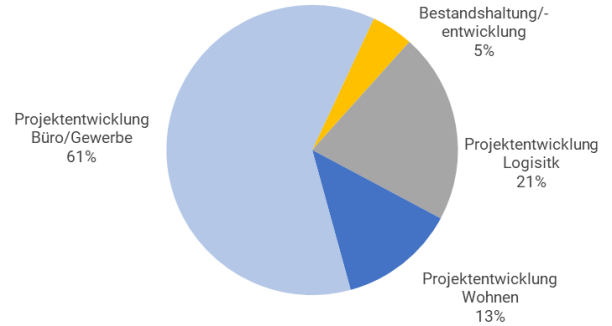
Quelle: Unternehmensdaten, AlsterResearch

# 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

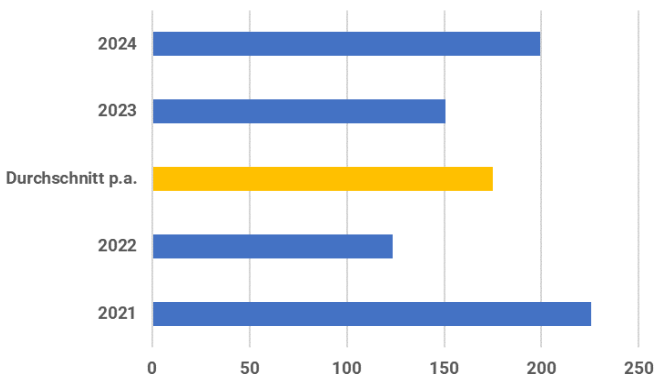


Aus langjähriger Entwicklertätigkeit resultierendes Know-how

Bewährtes Netzwerk aus verlässlichen Partnern



## Projektpipeline in EUR Mio.



## Wertschöpfungskette



# Investment Case

## Unternehmenshintergrund

Die GIEAG Immobilien AG ist ein in München ansässiges **Familienunternehmen** mit dem Schwerpunkt auf **Immobilienprojektentwicklung** sowie in geringerem Ausmaß auch Bestandhaltung. Dabei fokussiert sich die GIEAG vornehmlich auf den süddeutschen Raum und hier in erster Linie auf **Metropolregionen in und um München, Stuttgart und Karlsruhe**.

Die Konzernstrategie zeichnet sich durch die zwei Leistungsbereiche unter einem Dach aus - der Projektentwicklung sowie Bestandhaltung. Somit wird von der Konzeption über die Finanzierung, Akquisition, Projektsteuerung und Vermarktung bis zum Verkauf ein integrierter Ansatz verfolgt. Das **typische Investitionsvolumen pro Projekt liegt zwischen EUR 10-150 Mio.**



Quelle: Unternehmensangaben

In den letzten 20 Jahren wurden Immobilienprojekte mit Flächen zwischen 1.500 m<sup>2</sup> und 145.000 m<sup>2</sup> realisiert. Das **Entwicklungsvolumen der vergangenen 20 Jahre beläuft sich auf ca. EUR 500 Mio.**

Im Bereich der Projektentwicklung liegt der strategische Fokus der GIEAG auf der Entwicklung von **Büro-, Logistik- und Wohnimmobilien**. Entwickelt werden hierbei sowohl Neubauprojekte (Greenfield) als auch Revitalisierungsprojekte. Quartiersentwicklung und somit eine Mischung aus den Assetklassen Wohnen und Büro wird ebenfalls im Leistungsspektrum abgedeckt, wenn der Standort dies ermöglicht.

Der Bereich der **Logistikimmobilien** bietet deutlich mehr Flexibilität in der Auswahl des Standorts, jedoch ist der Zugang zur Speditions- und Logistikdienstleistungsbranche von einem hohen Stellenwert.

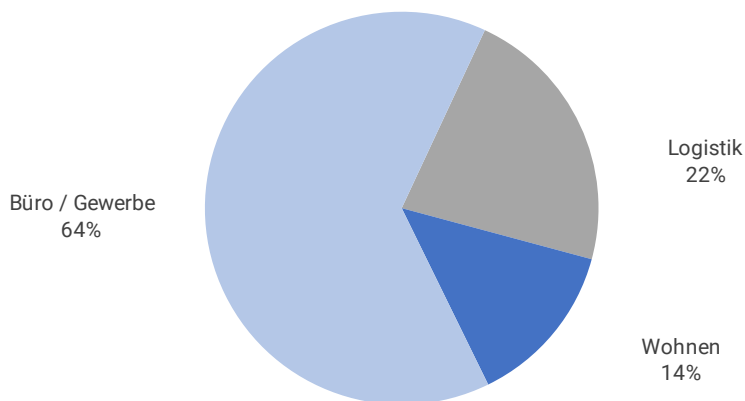
**Die Pipeline, also Projekte, die sich bereits in einem konkreten Planungsstadium befinden, beläuft sich in Summe auf gigantische EUR 1,7 Mrd. Entwicklungsvolumen.** Planmäßig soll diese Pipeline in den Jahren 2021-2028 abgearbeitet werden.

Gemessen an den zukünftigen Projekten, macht die Asset Klasse Büro / Gewerbe ca. 64% der Pipeline aus. Auf den Bereich Logistik entfallen ca. 22% der zukünftigen Projekte. Wohnen vereinnahmt die restlichen ca. 14% der Projekt-Pipeline (siehe nachfolgende Grafik).

---

## Asset Klasse (in % der Pipeline)

---



---

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

## Qualität

Die Qualität des Geschäftsmodells basiert auf den folgenden Punkten:

- **Know-How** - insbesondere bei der Durchführung von Großprojekten
- **Netzwerk im Bereich Ankauf und Objektakquisition**
- Eigenkapital und Zugang zu **Finanzierungsquellen**
- Zugang zu **Gewerken**
- **Track Rekord** (20 Jahre)

GIEAG zeichnet sich durch einen langjährigen **Track Rekord sowie umfangreiche Branchenexpertise** aus. In Summe blickt die Gesellschaft auf eine Historie von mehr als 20 Jahren als Projektentwickler und Bestandshalter zurück, in welcher ein Entwicklungsvolumen von ca. EUR 500 Mio. realisiert wurde.

Die Qualität des Geschäftsmodells beruht daher auf dem **wertvollen Erfahrungsschatz entlang der gesamten Wertschöpfungskette** der Projektentwicklung – also in den Bereichen Akquisition, Finanzierung, Projektsteuerung, Vermarktung und schlussendlich Verkauf von Immobilienprojekten.

Konkret hilft ein umfangreicher Erfahrungsschatz bei folgenden Themen

- **Zugang zu Maklern** und anderen verkaufswilligen Parteien für Grundstücke und Gebäude: GIEAG als großer Projektentwickler ist für viele Verkäufer ein natürlicher Ansprechpartner, wenn es um den Erwerb von Grundstücken und Gebäuden geht.
- **Finanzierende Banken** – auch hier hilft es der GIEAG Gruppe schnell und unbürokratisch gute Finanzierungsoptionen zu erhalten. In der Tat musste GIEAG in der Vergangenheit noch keinen Kreditausfall anmelden, was wiederum das Vertrauen in die finanzierenden Banken stärkt
- **Ämter und Behörden** – Aufgrund des relativ starken Fokus auf den süddeutschen Raum hat GIEAG es häufig mit denselben Ämtern und Behörden zu tun. Die richtigen Ansprechpartner zu kennen kann daher häufig von unschätzbarem Wert sein, um Projektrealisierungen bereits im Vorwege eruieren zu können oder aber auch gewisse Projekte zu beschleunigen (zum Beispiel durch Zusammenstellung der notwendigen Planungsunterlagen)
- **Gewerke** – In Zeiten einer boomenden Baubranche ist der Zugang zu Gewerken ein wichtiges „Asset“. So können Gewerke häufig darauf setzen,

nach vermeintlich weniger lukrativen kleineren Projekten auch mal größere Objekte angedient zu bekommen.

Zu guter Letzt hilft das langjährige Know-How als Projektentwickler **Risiken in den oftmals mehrjährigen Prozessen frühzeitig zu erkennen und durch intelligente Projektsteuerung zu vermeiden**. Zudem kann die GIEAG Gruppe durch das Anwenden von **Best Practice** Fehler der Vergangenheit vermeiden und gleichzeitig von Effizienzsteigerungen profitieren, was sich wiederum positiv auf die Erfolgsaussichten neuer Projekte und/oder der Margenerwartung in der Zukunft auswirken sollte.

Schlussendlich hilft die **Fokussierung auf ausgewählte Mikrolagen** die Marktgegebenheiten besser einschätzen zu können und somit bedarfsgerecht auf die Nachfrage zu reagieren.

Zusammenfassend stellt sich das Wettbewerbsumfeld der GIEAG wie folgt da:

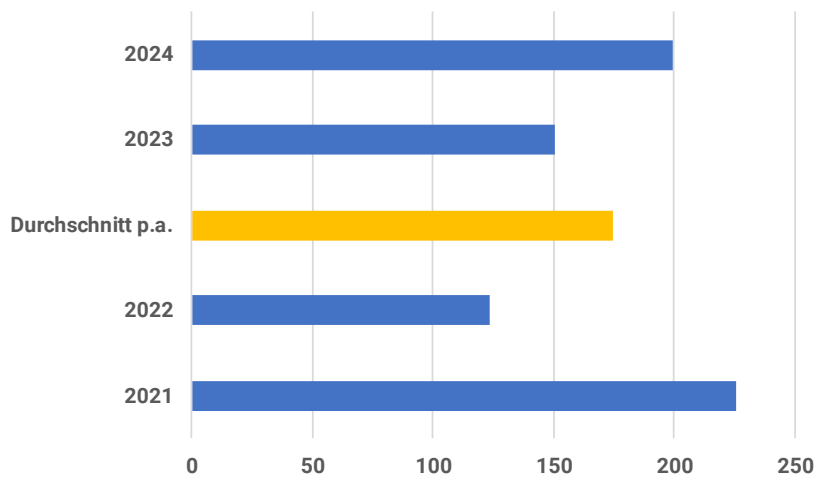
### Porter's Five Forces



## Wachstum

Das Geschäftsmodell der GIEAG ist voll und ganz auf Wachstum eingestellt. Bereits heute beläuft sich die Projektpipeline, also Projekte, die sich bereits in Planung befinden, auf ca. EUR 1,7 Mrd. (Gesamtinvestitionskosten) und hat eine Reichweite von 8 Jahren (2021-2028). Wir gehen davon aus, dass diese Projektpipeline in den kommenden Jahren sukzessive abgearbeitet werden wird und dementsprechend als Umsatz und Ertrag verbucht werden sollte. Die folgende Grafik zeigt, dass wir in dem detaillierten Planungszeitraum von durchschnittliche EUR 175 Mio. Umsatz ausgehen.

### Projekt Pipeline (Umsatz p.a.)



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Jedoch gehen wir ebenfalls davon aus, dass die Umsätze – typisch für einen Projektentwickler – in erster Linie dem Projektfortschritt und Abverkauf bestehender Projekte folgen. So sprang der Umsatz in 2020 um das 7,5-fache an, nachdem eine Vielzahl an Projekten veräußert werden konnte (Verkauf von Erfurt II an einen institutionellen Investor, Geretsried sowie bereits vor Fertigstellung der Verkauf des Projekts MayOffice). Für 2021 gehen wir aufgrund eines erhöhten Anteils an An- und Verkaufstransaktionen davon aus, dass die Umsätze nochmals stark um 175% im Jahresvergleich auf EUR 225 Mio. ansteigen sollten (u.a. MayLiving, MayOffice (beides Stuttgart), Karlsruhe, Verwaltungsgebäude sowie Mönchstrasse ebenfalls in Stuttgart). In Summe sollten die Umsätze im Planungszeitraum 20-23E im Schnitt um ca. 22,6% steigen. Eine Auflistung der Projekte befindet sich am Ende der Studie.

Auf der Ertragsseite rechnen wir – im Schnitt – mit einer Entwicklermarge zwischen 15-25%. Allerdings ist auch hier davon auszugehen, dass die Erträge nicht gleichverteilt anfallen. Im Durchschnitt der Jahre 2019-2023E rechnen wir jedoch mit EBIT Margen in Höhe von ca. 22%. Die folgende Tabelle zeigt die Umsatz- und Ertragsentwicklung der GIEAG Immobilien für den Zeitraum 2018-2023E.

in EUR Mio.	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	CAGR 20-23E
<b>Umsatz</b>	<b>11,4</b>	<b>9,6</b>	<b>82,0</b>	<b>225,5</b>	<b>123,7</b>	<b>150,9</b>	<b>22,6%</b>
Wachstum in %		-15,9%	752,0%	175,1%	-45,2%	22,1%	
EBIT	33,6	0,1	28,7	47,8	37,7	39,8	
EBIT-Marge	293,8%	1,3%	35,1%	21,2%	30,5%	26,4%	
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>27,0</b>	<b>-6,3</b>	<b>15,9</b>	<b>31,2</b>	<b>23,4</b>	<b>24,2</b>	
Wachstum in %		-123%	-354%	96%	-25%	4%	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>6,55</b>	<b>-1,48</b>	<b>3,79</b>	<b>7,65</b>	<b>5,73</b>	<b>5,95</b>	<b>16,2%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Im Folgenden sind die einzelnen, sich in Planung befindlichen Projekte der GIEAG anonymisiert aufgeführt, aufgesplittet nach den Bereichen

1. Bestandhaltung/ -entwicklung
2. Projektentwicklung, Logistik
3. Projektentwicklung, Wohnen
4. Projektentwicklung, Büro/Gewerbe

lfd. Nr	Projekt	Beteiligung	Asset Klasse	Verkaufs- Volumen	Buchwert	Rendite	Faktor*	Ergebniswirksam	Jahr
<b>1. Bestandhaltung/ -entwicklung</b>									
1	Bestand / Entwicklung 1	100%	Wohnen	22,4	23,1	19,0%	17,0x		>2025
2	Bestand / Entwicklung 2	100%	Wohnen	4,9	-		17,0x		>2025
3	Bestand / Entwicklung 3	100%	Wohnen	9,0	5,5	38,3%			2021
4	Bestand / Entwicklung 4	100%	Wohnen	20,0	5,8	70,9%	16,0x		>2025
5	Bestand / Entwicklung 5	100%	Wohnen	1,2	0,8	32,4%			2021
6	Bestand / Entwicklung 6	100%	Wohnen	9,5	5,0	47,8%	21,8x		2021
				<b>67,0</b>	<b>40,2</b>	<b>40,0%</b>			
<b>1. Projektentwicklung Logistik</b>									
1.1	Projektentwicklung Logistik 1	100%	Logistik	294,2	215,2	26,9%	20,0x		2027
1.2	Projektentwicklung Logistik 2	100%	Logistik	42,7	27,1	36,5%	19,0x		2023
1.3	Projektentwicklung Logistik 3	89%	Logistik	118,3	85,5	27,7%	24,0x		2024
				<b>455,2</b>	<b>327,8</b>	<b>28,0%</b>			
<b>2. Projektentwicklung Wohnen</b>									
2.1	Projektentwicklung Wohnen 1	100%	Wohnen	9,1	9,0	1,1%			2021
2.2	Projektentwicklung Wohnen 2	100%	Wohnen	52,2	46,2	11,6%			2021
2.3	Projektentwicklung Wohnen 3	100%	Wohnen	75,2	63,2	15,9%	23,5x		2025
2.4	Projektentwicklung Wohnen 4	100%	Wohnen	25,5	25,2	1,3%			2021
2.5	Projektentwicklung Wohnen 5	95%	Wohnen	108,2	93,5	13,6%	30,5x		2023
2.6	Projektentwicklung Wohnen 6	100%	Wohnen	7,4	7,5	-1,8%			2021
				<b>277,6</b>	<b>244,5</b>	<b>11,9%</b>			
<b>3. Projektentwicklung Büro/Gewerbe</b>									
3.1	Projektentwicklung Büro/Gewerbe 1	100%	Büro	62,4	52,9	15,2%			2021
3.2	Projektentwicklung Büro/Gewerbe 2	100%	Büro	123,7	92,6	25,1%			2022
3.3	Projektentwicklung Büro/Gewerbe 3	95%	Büro	42,9	39,7	7,5%			2024
3.4	Projektentwicklung Büro/Gewerbe 4	95%	Büro	49,3	32,1	34,9%			2021
3.5	Projektentwicklung Büro/Gewerbe 5	100%	Büro	38,0	31,7	16,5%			2024
3.6	Projektentwicklung Büro/Gewerbe 6	100%	Büro	948,6	759,6	19,9%			2024/2025
3.7	Projektentwicklung Büro/Gewerbe 7	100%	Büro / Wohnen	48,6	40,9	15,8%			2025
3.8	Projektentwicklung Büro/Gewerbe 8	100%	Büro	-	-				2024/2025
				<b>1.313,5</b>	<b>1.049,5</b>	<b>20,1%</b>			

#### Verkaufsvolumen in EUR Mio.

Bestandhaltung/-entwicklung	67
Projektentwicklung Logistik	455
Projektentwicklung Wohnen	278
Projektentwicklung Büro/Gewerbe	1.313
<b>Gesamt Pipeline (Umsatz)</b>	<b>2.146</b>

Quelle: Unternehmensangaben anonymisiert; AlsterResearch;

\* Verkaufsfaktor auf Basis der Jahresnettokaltmiete (JNKM)



## Bewertung

Um den fairen Wert der GIEAG herzuleiten, haben wir verschiedene Bewertungsansätze angewandt. Diese sind

1. DCF-Modell
2. Adj. FCF-Rendite
3. Peer-Group-Analyse

Ebenfalls haben wir eine „back of the envelope“ Kalkulation durch geführt, um den Wert der Gesellschaft gemessen an der Projektpipeline zu beziffern.

Die folgende Tabelle fasst die potenzielle Bandbreite der Fair Values für GIEAG unter Verwendung der verschiedenen Bewertungsansätze zusammen

Bewertungsübersicht		Kursziele
Peer Group	K/BV	35-40,00
Durchschnitt		33,00
adj. FCF-Rendite		25,50-33,00
DCF		32,65
Projektpipeline		20,60
18,00 21,00 24,00 27,00 30,00 33,00 36,00 39,00 42,00 45,00		

Quelle: AlsterResearch

## Katalysator

Folgende Punkte könnten unserer Einschätzung nach Auswirkungen auf den Aktienkurs der GIEAG Immobilien haben:

- Vermehrte Kapitalmarktkommunikation
- Potentielle Erhöhung des Free Floats und damit Erschließung neuer Investorengruppen
- Abarbeiten der bestehenden Projektpipeline und der damit einhergehenden Erhöhung des Umsatzes und des Ertrags

# 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

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

# Bewertung

## DCF Model

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

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

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

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

DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Endwert
NOPAT	36.8	28.9	30.6	38.2	44.2	47.4	50.2	51.2	
Abschreibung & Amortis.	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	
Änderung des w/c	-97.7	-46.0	-22.4	-26.0	-32.6	-29.2	-29.5	-29.5	
Änderung Rückstellungen	2.2	-5.7	2.7	4.8	3.0	0.7	0.5	0.5	
Capex	-2.3	-2.5	-3.0	-3.0	-3.4	-3.1	-3.1	-3.2	
Cash flow	-58.2	-22.4	10.7	16.9	14.1	18.7	20.9	22.0	546.4
Barwert (Gegenwartswert)	-57.1	-20.8	9.4	14.0	11.0	13.8	14.5	14.4	367.3
WACC	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	6.0%	5.9%	5.6%

DCF pro Aktie abgeleitet aus		DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Gesamter Barwert	366.6	Planungshorizont durchsch. Wachstum (2021E - 2028E)	1.2%
Adj. Halbjahres-Barwert	377.2	Endwert Wachstum (2028E - Unendlichkeit)	1.5%
Nettoverschuldung	238.7	Endwert ROCE	8.0%
Finanzanlagen	0.6	Endwert WACC	5.6%
Rückstellungen	na		
Wert des Eigenkapitals	139.0	WACC abgeleitet aus	
Anzahl ausstehender Aktien	4.2	Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	5.0%
		Steuersatz	25.0%
		Beta	1.05
		Unlevered Beta	0.52
		Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	1.0
		Relevered beta	0.90
		Risikoloser Zins	2.0%
		Risikoprämie	6.0%
		Eigenkapitalkosten	7.4%
<b>Discontierter Cash Flow / Aktie</b>	<b>33.10</b>		
<b>Discount / (Prämie)</b>	<b>50.5%</b>		
<b>Aktienkurs</b>	<b>22.00</b>		

Sensitivitätsanalyse DCF								
	WACC	Langfristige Wachstumsrate					Anteil Endwert	
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%		
	2.0%	-13.2	-9.5	-5.2	-0.2	5.9	2021E - 2024E	-14.9%
	1.0%	-1.6	3.8	10.1	17.9	27.6	2025E - 2028E	14.7%
	0.0%	14.7	22.9	<b>33.1</b>	46.1	63.4	Endwert	100.2%
	-1.0%	39.0	52.8	71.1	96.5	134.0		
	-2.0%	79.2	106.1	145.8	210.6	335.4		

## Adj. FCF-Rendite

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

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

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

FCF Rendite EUR Mio.	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>EBITDA</b>	<b>50.7</b>	<b>40.6</b>	<b>42.7</b>	<b>52.6</b>	<b>60.5</b>
- Erhaltungsinvestition	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
- Minderheiten	-0.9	-0.6	-0.7	-0.9	-1.0
- Steuerzahlungen	9.8	7.1	7.6	10.1	11.6
<b>= Adjustierter FCF</b>	<b>38.9</b>	<b>31.2</b>	<b>32.9</b>	<b>40.5</b>	<b>47.1</b>
<b>Aktuelle MarketCap</b>	<b>92.4</b>	<b>92.4</b>	<b>92.4</b>	<b>92.4</b>	<b>92.4</b>
+ Nettoversch. (-cash)	308.5	343.7	347.2	346.3	352.0
+ Pensionsverpfl.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Off-B/S Finanzierung	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
- Fin. Verm.gegenstände	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
- Kumulierte Dividenden	4.2	9.4	16.0	24.2	34.5
<i>EV Adjustierungen</i>	303.8	333.7	330.6	321.5	316.9
<b>= Richtiger EV</b>	<b>396.2</b>	<b>426.1</b>	<b>423.0</b>	<b>413.9</b>	<b>409.3</b>
<b>Adjustierte FCF-Rendite</b>	<b>9.8%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.8%</b>	<b>9.8%</b>	<b>11.5%</b>
Basis Hurdle Rate	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
ESG Adjustierung	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
Adj. Hurdle Rate	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
<b>Fairer EV</b>	<b>556.3</b>	<b>445.7</b>	<b>469.6</b>	<b>578.7</b>	<b>672.3</b>
- EV Adjustierung	303.8	333.7	330.6	321.5	316.9
<b>Faire MarketCap</b>	<b>252.6</b>	<b>112.0</b>	<b>139.0</b>	<b>257.2</b>	<b>355.4</b>
Anzahl Aktien (Mio.)	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
<b>Fairer Wert je Aktie EUR</b>	<b>60.13</b>	<b>26.67</b>	<b>33.09</b>	<b>61.24</b>	<b>84.61</b>
<b>Prämie (-) / Discount (+)</b>	<b>173.3%</b>	<b>21.2%</b>	<b>50.4%</b>	<b>178.4%</b>	<b>284.6%</b>

### Sensitivitätsanalyse fairer Wert

	5.0%	113.1	69.1	77.8	116.4	148.6
<b>Adj.</b>	6.0%	82.2	44.4	51.7	84.2	111.3
<b>Hurdle</b>	<b>7.0%</b>	<b>60.1</b>	<b>26.7</b>	<b>33.1</b>	<b>61.2</b>	<b>84.6</b>
<b>Rate</b>	8.0%	43.6	13.4	19.1	44.0	64.6
	9.0%	30.7	3.1	8.2	30.6	49.0

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

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

# Unternehmenshintergrund

## Das Unternehmen

GIEAG ist eine familiengeführte Münchner Immobilien-Aktiengesellschaft mit dem Fokus auf die Assetklassen Logistik, Wohnen und Büro. Der Firmensitz befindet sich in München, mit Büros in Stuttgart, Oberhaching-Deisenhofen, Speicher und Gaggenau. Die GIEAG ist ausschließlich in Deutschland und überwiegend in Süddeutschland tätig. Es handelt sich dabei primär, aber nicht ausschließlich, um Standorte um die Metropolregionen in und um München, Stuttgart und Karlsruhe. Im Bereich der Logistikimmobilien ist das Unternehmen bundesweit tätig.

Das Geschäftsmodell besteht zum einen aus der Abdeckung von drei Assetklassen - Büro, Wohnen und Logistik - sowie den zwei Leistungsbereichen **Entwicklung und Bestandshaltung**.

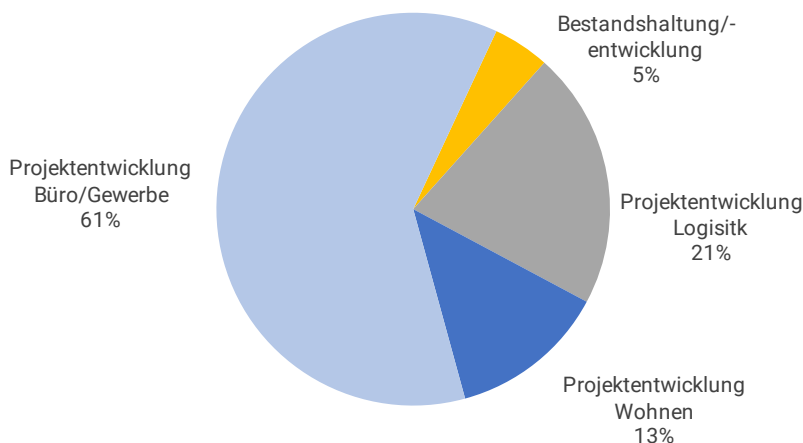
Das Unternehmen visiert für ihre Projektentwicklung primär Immobilien und Grundstücke in guten Lagen, jedoch nicht A-Lagen wie der Innenstadt an, die mit einem hohen Qualitätsstandard bebaut und entwickelt werden. Bei Wohnimmobilien verspricht sich das Unternehmen einen Erfolg durch den Größen-Mix in den Einheiten, um die Anforderungen des gehobenen Mittelstandes optimal abzudecken. Somit sind die geplanten Wohnungen zwischen ca. 55-70 m<sup>2</sup> groß, abgerundet mit vereinzelt 1-Zimmer-Wohnungen und Penthouses.

Die Bestandshaltung wird vorwiegend opportunistisch betrieben und läuft perspektivisch auf die Entwicklung und Wertsteigerung der Immobilie hinaus.

---

### Pipeline nach Asset Klasse (in %)

---



---

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

## Projektentwicklung

Die Projektentwicklung der GIEAG konzentriert sich auf gewerblich und wohnlich genutzte Immobilien mit Haltezeit von bis zu vier Jahren, wobei der strategische Fokus auf die Entwicklung von Büro-, Logistik- und Wohnimmobilien liegt. Entwickelt werden hierbei sowohl Neubauprojekte (Greenfield) als auch Revitalisierungsprojekte. Eine Quartiersentwicklung und somit eine Mischung aus den Assetklassen Wohnen und Büro wird ebenfalls im Leistungsspektrum abgedeckt, wenn der Standort dies ermöglicht. Besonders bei der Entwicklung von Neubauprojekten legt das Unternehmen viel Wert auf die Auswahl des richtigen Standorts in Süddeutschland, um ihr Netzwerk an Partnern und Marktteilnehmern optimal ausschöpfen zu können und somit zum Erwerb, der Entwicklung und der

Verwertung von Immobilien beitragen können. Risikofaktoren während der Vermarktung der entwickelten Immobilie, die insbesondere durch mangelndes Wissen bezüglich der Mikrolage von Wohn- und Büroimmobilien entstehen können, werden so frühzeitig minimiert.

Im Bereich der Logistikimmobilien ist GIEAG deutschlandweit aktiv. Die Standortauswahl ist vielmehr abhängig von dem Bedarf des jeweiligen Speditions- und Logistikdienstleisters.

GIEAG entwickelte in den letzten 20 Jahren Immobilienprojekte mit einem Einzelinvestitionsvolumen von bis zu 150 Mio. Euro, mit Flächen von 1.500 m<sup>2</sup> bis 145.000 m<sup>2</sup>. In Summe wurden in den Jahren von 2000 bis 2019 rund EUR 500 Mio. Entwicklungsvolumen realisiert.



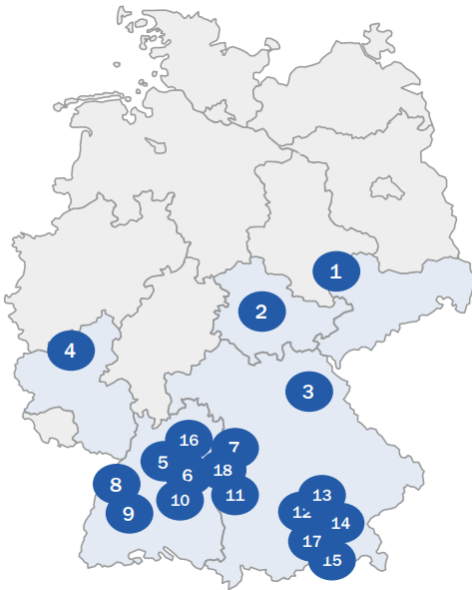
Quelle: AlsterResearch

### Bestandshaltung

Die Bestandshaltung konzentriert sich auf Wohnimmobilien mit Entwicklungspotenzial, Immobilien zur Nachverdichtung und Revitalisierung, sowie Immobilien zur Privatisierung in Süddeutschland mit einem Volumen von EUR 5 bis 30 Mio. Potenziale werden hierbei im Vorfeld von Akquisitionen, bei Mieterträgen, Nachverdichtungsgrundstücken oder auch bei Sanierungsthemen gehoben. Interimsweise werden auch Büroimmobilien im Bestand gehalten und vermietet, jedoch nur, wenn diese Immobilien perspektivisch für die Projektentwicklung geeignet sind. Das hauseigene Property- und Asset-Management sorgt für die Realisierung dieser mittel- bis langfristigen Entwicklungspotenziale. Die Standorte sind grundsätzlich bundesweit, jedoch derzeit ebenfalls fokussiert auf Süddeutschland. Bei den aktuellen Projekten handelt es sich in der Regel um Mehrfamilienhäuser, Reihen- und Doppelhäuser, Wohnanlagen oder auch Wohnungsbaugesellschaften sowie Mieter mit einem mittleren bis niedrigen Einkommen. Der GIEAG Konzern konzentriert sich somit gezielt auf Wohnimmobilien für bezahlbaren Wohnraum in marktgängiger Qualität und Ausstattung.

## Regionaler Fokus

---



---

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

## Konzernstrategie

Die Konzernstrategie zeichnet sich durch die zwei Leistungsbereiche unter einem Dach aus: der Projektentwicklung und Bestandshaltung. Somit wird von der Konzeption über die Finanzierung, Akquisition, Projektsteuerung und Vermarktung bis zum Verkauf ein integrierter Ansatz verfolgt. Dieser ermöglicht ein hohes Maß an Wertschöpfung und resultierenden langfristigen Renditechancen.

Schnelle und unmittelbare Reaktion auf Veränderungen im Markt werden ermöglicht durch die schlanken Strukturen und flachen Hierarchien innerhalb des familiengeführten Unternehmens. Die daraus resultierende Stabilität ist geprägt von langjährigem Know-How und einem Netzwerk aus verlässlichen Partnern. Die beauftragten Gewerke sind oft mittelständische Unternehmen, wobei das Angebot an Gewerken je nach Projektgröße (Investitionsvolumen pro Projekt kann zwischen EUR 50-150 Mio. liegen) variiert. Als familiengeführtes Unternehmen kann deutlich autonomer gearbeitet werden, unabhängig von Interessen anderer Stakeholder.

Durch den konstant generierten Cashflow über das Bestandsportfolio und die daraus folgende Liquidität, ist das Unternehmen in der Lage, Schwankungen im Markt abzufedern und zusätzliche Handlungsspielräume zu schaffen. Allerdings ist aufgrund des überproportional starken Wachstum der Projektentwicklung damit zu rechnen, dass die Bestandshaltung auf Konzernebene eher an Bedeutung verlieren wird. Gemessen an der angestrebten Projektpipeline nimmt die Bestandshaltung mit einem Anteil von knapp 5% einen untergeordneten Wert ein.

Zukünftig wird sich das Unternehmen weiterhin auf die Metropolregionen München und Stuttgart konzentrieren, sowie auf die Standorte Karlsruhe, Erfurt und Leipzig, um die genaue Überwachung und rasche Reaktion auf Entwicklungen gewährleisten zu können. Vergleichbar mit dem Büroimmobilienbereich, weist auch die Assetklasse Logistik sehr viele Marktteilnehmer auf.

## Finanzierung

Das Unternehmen strebt bei ihren Projektentwicklungen einen Beleihungswert (LTV / loan-to-value) von ca. 75-80% an. Die variablen Finanzierungen, werden mit durchschnittlich 2,1% p.a. verzinst. Dabei sind die einzelnen Projekte in der Regel in separaten Projektgesellschaften organisiert. Gute und langjährige Kontakte zu finanzierenden Banken gehört ebenso zu einer der Stärken der Gesellschaft. Finanzierungen werden vornehmlich mit dem Sparkassensektor abgeschlossen. Allerdings gibt es hier keine Exklusivität und GIEAG setzt zudem auf andere Finanzierungspartner aus dem deutschen Bankensektor.

## Management

**Philipp Pferschy (Vorstand):** Philipp Pferschy (M.A. HSG) ist seit 2012 in der GIEAG Immobilien AG tätig. Zuvor arbeitete er in der Münchner Beteiligungen Verwaltungs AG als Mitglied des Aufsichtsrates und Sal. Oppenheim jr. & Cie. Corporate Finance im Bereich M&A / ECM.

**Thomas Männel (Vorstand):** Der Dipl. Betriebswirt Thomas Männel ist seit 2016 Teil der GIEAG Immobilien AG. Zuletzt war er Geschäftsführer in der Kochinvest Developments GmbH.

**Sven Häfner (Mitglied der Geschäftsleitung):** Sven Häfner (Dipl. Ing) ist neben seiner Tätigkeit in der Geschäftsleitung ebenso Leiter der Abteilung Technik und seit 2017 im Unternehmen. Zuvor war er als Projektleiter und Senior Investment Manager in unterschiedlichen Immobilienfirmen tätig.

**Ralf Ahles (Mitglied der Geschäftsleitung):** Ralf Ahles (Dipl. Betriebswirt) ist neben seiner Tätigkeit in der Geschäftsführung kaufmännischer Leiter.

## Management

---



**Philipp Pferschy**  
Vorstand  
seit 2012

**Thomas Männel**  
Vorstand  
seit 2016

**Sven Häfner**  
Geschäftsleitung  
seit 2017

**Ralf Ahles**  
Geschäftsleitung

## Aktionärsstruktur

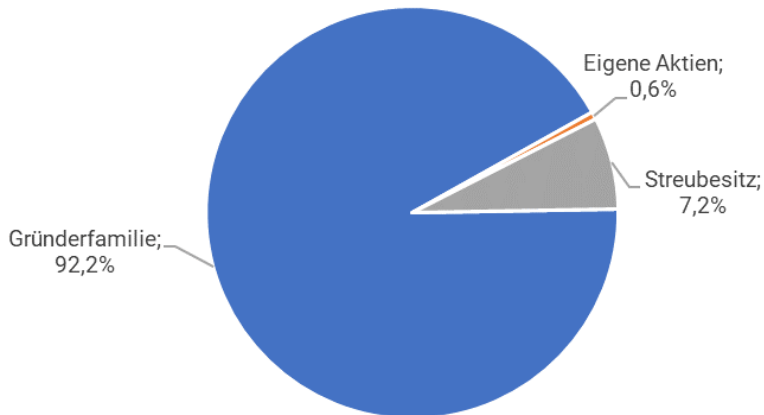
Die Gesamtzahl der Aktien beläuft sich auf 4.200.000, wovon 92,2% in Besitz der Gründerfamilie sind. Die restlichen Aktien sind zu 0,6% eigene Aktien und lediglich 6,5% befinden sich im Streubesitz. Die Aktien der GIEAG Immobilien AG werden an der Börse München gehandelt.



---

## Aktionärsstruktur

---



---

Quelle: Unternehmensangaben, AlsterResearch

## Historie

Das familiengeführte Unternehmen wurde 1999 als Projektgesellschaft mit Fokus auf die Assetklasse Logistik gegründet. Seitdem hat sich der Fokus auf die Assetklassen Wohnen und Büro erweitert. Von Anfang an hat sich GIEAG Immobilien auf Objekte fokussiert, die vornehmlich in Süddeutschland liegen. Das Unternehmen setzt seit der Gründung auf schlanke Strukturen und beschäftigt in 2020 durchschnittlich 36 Mitarbeiter, die in verschiedenen Positionen das Leistungsspektrum abdecken. Diese Strategie soll auch in Zukunft fortgesetzt werden.

# Projektpipeline - Bestand



## 1./2. Speicher, Binsfeld, Baumholder

Wohnen	Bestandshaltung
vermietbare Fläche	34 Tqm <sup>2</sup>
JNKM	1,287 Mio. EUR

VERKAUF



## 3. Erbdorf bei Nürnberg

### Erbdorf

Wohnen	Bestandshaltung
vermietbare Fläche	8 Tm <sup>2</sup>
JNKM	0,959 Mio. EUR



## 4. Gaggenau

### Gaggenau I

Wohnen	Bestandshaltung
vermietbare Fläche	14,7 Tm <sup>2</sup>
JNKM	0,959 Mio. EUR



## 4. Gaggenau

### Gaggenau II

Wohnen	Bestandshaltung
vermietbare Fläche	2,6 Tqm <sup>2</sup>
JNKM	0,125 Mio. EUR



## 5. Heidenheim a. d. Brenz

### Heidenheim

Wohnen	Bestandshaltung
vermietbare Fläche	5,8 Tm <sup>2</sup>
JNKM	0,374 Mio. EUR

VERKAUFT



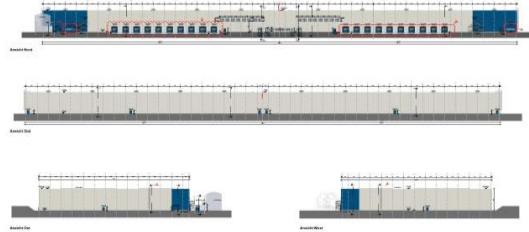
## 6. München

### Forstenried

Wohnen	Sanierung
vermietbare Fläche	1,5 Tm <sup>2</sup>
Investment	7,1 Mio. EUR

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

# Projektpipeline - Logistik



## 1.1. Emmering bei Fürstenfeldbruck

### Emmering Entwicklung

Logistik	Optimierung / Entwicklung
vermietbare Fläche	143 Tm <sup>2</sup>
JNKM	0,947 Mio. EUR

## 1.2. Erfurt - Stotternheim

### Erfurt III

Logistik	Projektentwicklung
vermietbare Fläche	48 Tqm <sup>2</sup>
JNKM	1,5 Mio. EUR



## 1.3. Schkeuditz bei Leipzig

### Schkeuditz

Logistik	Projektentwicklung
vermietbare Fläche	95 Tm <sup>2</sup>
JNKM	4,49 Mio. EUR

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

# Projektpipeline - Wohnen



## 2.1. Geretsried

### Kirschgarten

Wohnen	WEG Verkauf / Global Verkauf
vermietbare Fläche	7,6 Tm <sup>2</sup>
JNKM	NN



## 2.2. Stuttgart

### Mayliving

Wohnen	WEG Verkauf
vermietbare Fläche	8,5 Tqm <sup>2</sup>
JNKM	NN



## 2.3. Leipheim bei Ulm

### Leipheim

Wohnen	Projektentwicklung
vermietbare Fläche	NN
JNKM	NN

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch



## 2.4. Stuttgart

### Mönchstraße

Wohnen	Bestandshaltung
vermietbare Fläche	4,1 Tm <sup>2</sup>
JNKM	0,65 Mio. EUR

# Projektpipeline – Büro / Gewerbe



### 3.1. Stuttgart Mayoffice

Büro	Verkauf
vermietbare Fläche	8,5 Tm <sup>2</sup>
JNKM	1,5 Mio. EUR



### 3.2. Gerlingen bei Stuttgart Gerlingen Work

Büro	Projektentwicklung
vermietbare Fläche	29 Tqm <sup>2</sup>
JNKM	4,75 Mio. EUR



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

Büro / Wohnen	Revitalisierung
vermietbare Fläche	32 Tm <sup>2</sup>
JNKM	3,1 Mio. EUR



### 3.5. Stuttgart Neckartalstraße

Büro	Projektentwicklung
vermietbare Fläche	8,3 Tm <sup>2</sup>
JNKM	1,3 Mio. EUR



### 3.6./3.8. Ottobrunn bei München Ottobrunn Finsinger Feld

Büro	Projektentwicklung
vermietbare Fläche	100-150 Tqm <sup>2</sup>
JNKM	NN



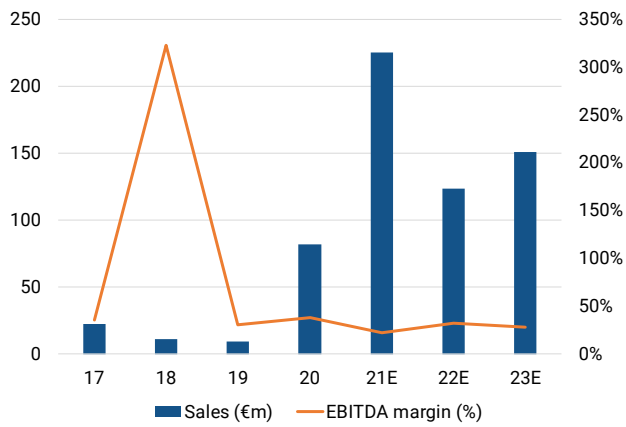
### 3.7. Reutlingen Heinzelmännareal

Büro / Wohnen	Projektentwicklung
vermietbare Fläche	10,5 Tqm <sup>2</sup>
JNKM	NN

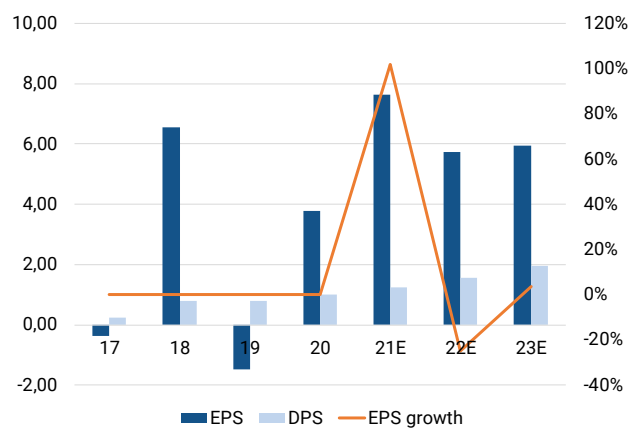
Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

# Finanzkennzahlen in Charts

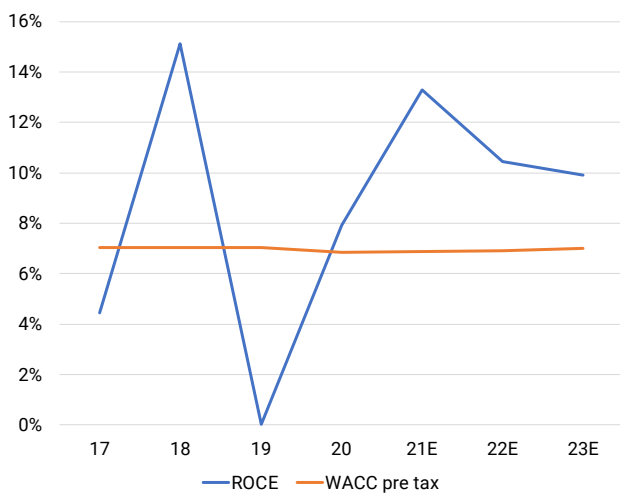
**Umsatz vs. EBITDA.Margenentwicklung**



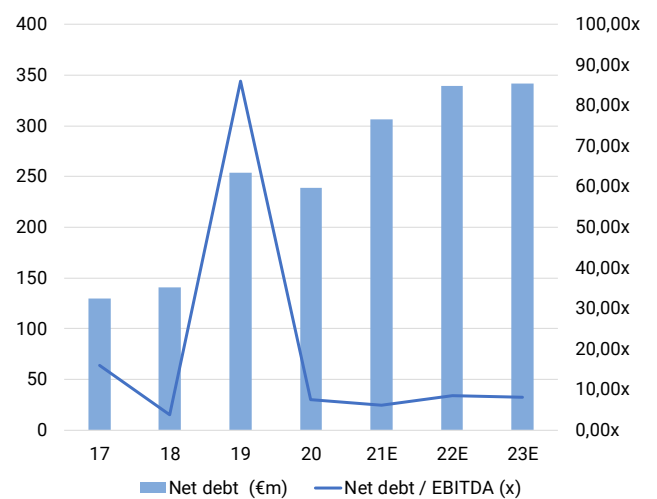
**EPS, DPS in EUR & yoy EPS growth**



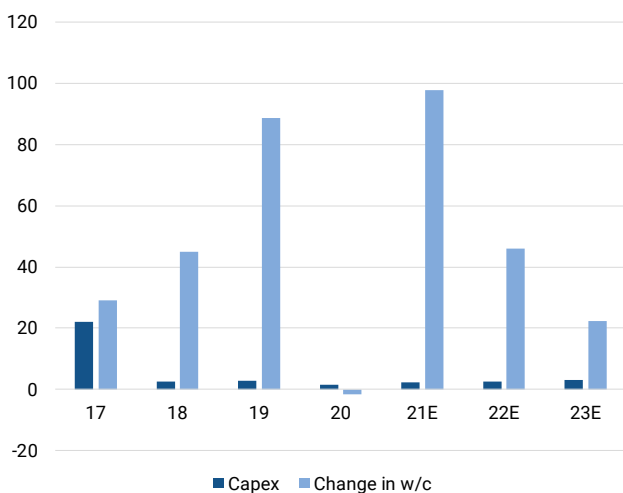
**ROCE vs. WACC (vor Steuer)**



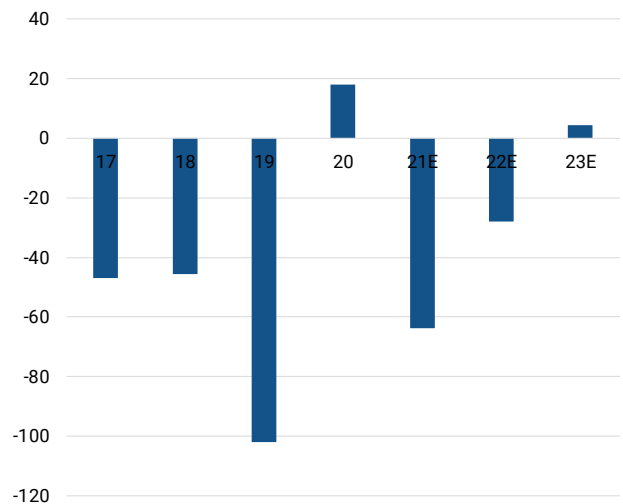
**Nettoverschuldung und Net Debt/EBITDA**



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



**Free Cash Flow in EUR Mio.**



## Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>11.4</b>	<b>9.6</b>	<b>82.0</b>	<b>225.5</b>	<b>123.7</b>	<b>150.9</b>
Umsatzwachstum	-49.8%	-15.9%	752.0%	175.1%	-45.2%	22.1%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0.8	136.5	33.6	22.6	-6.2	0.0
<b>Gesamumsatz</b>	<b>12.3</b>	<b>146.1</b>	<b>115.6</b>	<b>248.1</b>	<b>117.5</b>	<b>150.9</b>
Materialaufwendungen	5.6	134.3	74.6	180.4	68.0	98.1
<b>Bruttogewinn</b>	<b>6.6</b>	<b>11.8</b>	<b>41.0</b>	<b>67.7</b>	<b>49.5</b>	<b>52.8</b>
Sonstige betriebliche Erträge	41.4	1.5	0.9	0.0	2.5	3.0
Personalaufwendungen	2.9	2.8	4.1	5.6	5.8	6.3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8.2	7.6	6.2	11.3	5.6	6.8
<b>EBITDA</b>	<b>36.9</b>	<b>3.0</b>	<b>31.6</b>	<b>50.7</b>	<b>40.6</b>	<b>42.7</b>
Abschreibung	3.3	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9
EBITA	33.6	0.1	28.7	47.8	37.7	39.8
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>33.6</b>	<b>0.1</b>	<b>28.7</b>	<b>47.8</b>	<b>37.7</b>	<b>39.8</b>
Finanzergebnis	-4.5	-6.1	-7.5	-8.8	-9.3	-9.3
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	29.1	-5.9	21.2	39.1	28.4	30.6
Ausserordentliches Ergebnis	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Gewinn vor Steuern	29.1	-5.9	21.2	39.1	28.4	30.6
Steuern	2.1	0.3	5.3	9.8	7.1	7.6
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	27.0	-6.3	15.9	29.3	21.3	22.9
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>27.0</b>	<b>-6.3</b>	<b>15.9</b>	<b>29.3</b>	<b>21.3</b>	<b>22.9</b>
Minderheitsbeteiligung	0.2	0.0	0.0	0.9	0.6	0.7
Jahresüberschuss (berichtet)	27.3	-6.2	15.9	30.2	21.9	23.6
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	4.16	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20
<b>Gewinn pro Aktie (berichtet)</b>	<b>6.55</b>	<b>-1.48</b>	<b>3.79</b>	<b>7.19</b>	<b>5.23</b>	<b>5.62</b>

Profit and loss (common size)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<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	7%	1,418%	41%	10%	-5%	0%
<b>Gesamumsatz</b>	<b>107%</b>	<b>1,518%</b>	<b>141%</b>	<b>110%</b>	<b>95%</b>	<b>100%</b>
Materialaufwendungen	49%	1,395%	91%	80%	55%	65%
<b>Bruttogewinn</b>	<b>58%</b>	<b>123%</b>	<b>50%</b>	<b>30%</b>	<b>40%</b>	<b>35%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	362%	16%	1%	0%	2%	2%
Personalaufwendungen	25%	29%	5%	3%	5%	4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	71%	79%	8%	5%	5%	5%
<b>EBITDA</b>	<b>323%</b>	<b>31%</b>	<b>39%</b>	<b>23%</b>	<b>33%</b>	<b>28%</b>
Abschreibung	29%	29%	3%	1%	2%	2%
EBITA	294%	1%	35%	21%	30%	26%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>EBIT</b>	<b>294%</b>	<b>1%</b>	<b>35%</b>	<b>21%</b>	<b>30%</b>	<b>26%</b>
Finanzergebnis	-39%	-63%	-9%	-4%	-7%	-6%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	254%	-62%	26%	17%	23%	20%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	254%	-62%	26%	17%	23%	20%
Steuern	18%	3%	7%	4%	6%	5%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	236%	-65%	19%	13%	17%	15%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>236%</b>	<b>-65%</b>	<b>19%</b>	<b>13%</b>	<b>17%</b>	<b>15%</b>
Minderheitsbeteiligung	2%	0%	0%	0%	1%	0%
<b>Jahresüberschuss (berichtet)</b>	<b>238%</b>	<b>-65%</b>	<b>19%</b>	<b>13%</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Bilanz (in EUR Mio.)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<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	4.6	3.8	3.1	3.1	3.1	3.1
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	97.7	98.5	97.1	96.5	96.0	96.2
Finanzielle Vermögenswerte	0.2	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>102.6</b>	<b>102.8</b>	<b>100.7</b>	<b>100.1</b>	<b>99.7</b>	<b>99.8</b>
Vorräte	135.6	261.0	294.6	370.8	382.0	403.2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.9	1.3	0.9	2.5	1.4	1.7
Sonstiges Umlaufvermögen	7.4	7.5	7.1	7.1	7.1	7.1
Barmittel	53.6	41.6	61.7	41.5	26.3	22.8
Latente Steuern	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Rechnungsabgrenzungsposten	1.3	0.8	0.6	2.3	1.2	1.5
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>199.8</b>	<b>312.2</b>	<b>365.0</b>	<b>424.1</b>	<b>417.9</b>	<b>436.2</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>302.3</b>	<b>415.0</b>	<b>465.7</b>	<b>524.1</b>	<b>517.6</b>	<b>536.0</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>50.7</b>	<b>41.0</b>	<b>53.3</b>	<b>78.4</b>	<b>94.5</b>	<b>110.9</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Langfristige Schulden	193.9	295.6	300.5	350.0	370.0	370.0
Rückstellungen für Pensionen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Andere Rückstellungen	14.6	16.7	15.9	18.0	12.4	15.1
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>208.5</b>	<b>312.2</b>	<b>316.3</b>	<b>368.0</b>	<b>382.4</b>	<b>385.1</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2.8	8.8	5.1	7.4	2.8	4.0
Anzahlungen	19.4	33.7	68.3	33.8	12.4	7.5
Sonstige Verbindlichkeiten	8.1	6.6	9.8	22.6	12.4	15.1
Latente Steuern	12.0	11.8	11.7	11.7	11.7	11.7
Passive Rechnungsabgrenzung	0.0	0.0	0.5	1.5	0.8	1.0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>42.3</b>	<b>61.0</b>	<b>95.3</b>	<b>76.9</b>	<b>40.0</b>	<b>39.3</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>302.3</b>	<b>415.0</b>	<b>465.7</b>	<b>524.1</b>	<b>517.6</b>	<b>536.0</b>

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

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch



Cash flow statement (EUR Mio.)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Jahresüberschuss/Verlust	27.0	-6.3	15.9	29.3	21.3	22.9
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	3.3	2.7	2.8	2.9	2.9	2.9
Abschreibung von Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Sonstige	-28.4	-7.2	3.2	2.2	-5.7	2.7
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	2.0	-10.8	21.9	34.4	18.5	28.5
Veränderung des Bestands	-63.4	-124.0	-33.6	-76.1	-11.2	-21.2
Veränderung der Lieferung und Leistungen	0.0	0.0	0.5	-1.6	1.1	-0.3
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	0.0	0.0	-3.7	2.3	-4.6	1.2
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	18.4	35.4	38.5	-22.3	-31.3	-2.2
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	-44.9	-88.6	1.7	-97.7	-46.0	-22.4
<b>Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten</b>	<b>-42.9</b>	<b>-99.3</b>	<b>23.6</b>	<b>-63.3</b>	<b>-27.5</b>	<b>6.1</b>
CAPEX	-2.6	-2.7	-1.4	-2.3	-2.5	-3.0
Zahlungen für Akquisitionen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Finanzielle Investitionen	36.3	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0.9	3.9	1.2	0.0	0.0	0.0
<b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten</b>	<b>34.6</b>	<b>1.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>-2.3</b>	<b>-2.5</b>	<b>-3.0</b>
Mittelfluss vor Finanzierung	-8.3	-98.1	23.4	-65.6	-30.0	3.1
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	29.5	99.0	4.9	49.5	20.0	0.0
Kauf eigener Aktien	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kapitalmaßnahmen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendenzahlungen	-1.5	-3.3	-3.4	-4.2	-5.3	-6.6
Sonstige	-4.3	-6.3	-3.9	0.0	0.0	0.0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten</b>	<b>23.6</b>	<b>89.3</b>	<b>-2.4</b>	<b>45.3</b>	<b>14.8</b>	<b>-6.6</b>
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	15.3	-8.8	21.1	-20.3	-15.2	-3.5
<b>Flüssige Mittel am Ende der Periode</b>	<b>27.2</b>	<b>18.4</b>	<b>39.5</b>	<b>19.2</b>	<b>4.0</b>	<b>0.5</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Deutschland	11.4	9.6	82.0	225.5	123.7	150.9
Europa (ex Deutschland)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Amerika	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Asien	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Rest der Welt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>11.4</b>	<b>9.6</b>	<b>82.0</b>	<b>225.5</b>	<b>123.7</b>	<b>150.9</b>

Regionale Umsatzverteilung (common size)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Deutschland	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Europa (ex Deutschland)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Amerika	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Asien	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Rest der Welt	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Kennzahlen	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Daten pro Aktie</b>						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	6.55	-1.48	3.79	7.19	5.23	5.62
Cash Flow pro Aktie	-11.11	-24.33	4.95	-15.78	-7.23	0.77
Buchwert pro Aktie	12.18	9.77	12.69	18.67	22.50	26.39
Dividende pro Aktie	0.80	0.80	1.00	1.25	1.56	1.95
<b>Bewertung</b>						
KGV	3.4x	-14.8x	5.8x	3.1x	4.2x	3.9x
Kurs/CF	-2.0x	-0.9x	4.4x	-1.4x	-3.0x	28.7x
Preis/Buchwert	1.8x	2.3x	1.7x	1.2x	1.0x	0.8x
Dividendenrendite (%)	3.6%	3.6%	4.5%	5.7%	7.1%	8.9%
FCF-Rendite (%)	-50.5%	-110.6%	22.5%	-71.7%	-32.9%	3.5%
Unternehmenswert/Umsatz	20.3x	36.0x	4.0x	1.8x	3.5x	2.9x
Unternehmenswert/EBITDA	6.3x	117.3x	10.5x	7.9x	10.8x	10.3x
Unternehmenswert/EBIT	6.9x	2,859.3x	11.5x	8.4x	11.6x	11.0x
<b>G&amp;V (EUR Mio.)</b>						
Umsatz	11.4	9.6	82.0	225.5	123.7	150.9
Wachstum Veränderung (%)	-49.8%	-15.9%	752.0%	175.1%	-45.2%	22.1%
Rohrertrag	6.6	11.8	41.0	67.7	49.5	52.8
Rohrertragsmarge (%)	58.0%	123.1%	49.9%	30.0%	40.0%	35.0%
EBITDA	36.9	3.0	31.6	50.7	40.6	42.7
EBITDA Marge (%)	322.7%	30.7%	38.5%	22.5%	32.8%	28.3%
EBIT	33.6	0.1	28.7	47.8	37.7	39.8
EBIT Marge (%)	293.8%	1.3%	35.1%	21.2%	30.5%	26.4%
Jahresüberschuss	27.3	-6.2	15.9	30.2	21.9	23.6
<b>Kapitalflussrechnung</b>						
Operativer Cashflow	-42.9	-99.3	23.6	-63.3	-27.5	6.1
Investitionen	-2.6	-2.7	-1.4	-2.3	-2.5	-3.0
Erhaltungsinvestitionen	3.3	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9
Freier Cash Flow	-45.5	-102.1	22.2	-65.6	-30.0	3.1
<b>Bilanz (EUR Mio.)</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	4.6	3.8	3.1	3.1	3.1	3.1
Materielle Vermögensgegenstände	97.7	98.5	97.1	96.5	96.0	96.2
Eigenkapital	50.7	41.0	53.3	78.4	94.5	110.9
Pensionsrückstellungen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	208.5	312.2	316.3	368.0	382.4	385.1
Netto-Finanzverbindlichkeiten	140.3	254.0	238.7	308.5	343.7	347.2
w/c Anforderungen	115.3	219.9	222.1	332.0	368.2	393.2
<b>Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite (ROE)	53.3%	-15.2%	29.8%	37.4%	22.6%	20.7%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	12.9%	0.0%	7.8%	10.7%	7.9%	8.0%
Nettoverschuldung	276.7%	618.7%	447.8%	393.4%	363.8%	313.2%
Nettoverschuldung / EBITDA	3.8x	86.0x	7.6x	6.1x	8.5x	8.1x

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

## Interessenskonflikt

Gemäß § 85 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) muss ein Analysebericht auf mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit dem analysierten Unternehmen hinweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere dann vermutet, wenn die SRH AlsterResearch AG:

- (1) oder ihre Tochtergesellschaft(en) (entweder als eigene Einheit oder als Teil eines Konsortiums) innerhalb der letzten zwölf Monate die Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens erworben hat,
- (2) mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung des Rechercheberichts getroffen hat,
- (3) oder ihre Tochtergesellschaft(en) innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Investment-Banking-Dienstleistungen getroffen oder Dienstleistungen oder ein Leistungsversprechen im Rahmen der Laufzeit einer solchen Vereinbarung erhalten haben,
- (4) oder deren Tochtergesellschaft(en) a) 5% oder mehr des Aktienkapitals des analysierten Unternehmens hält oder b) das analysierte Unternehmen 5% oder mehr des Aktienkapitals der SRH AlsterResearch AG oder deren Tochtergesellschaft(en) hält,
- (5) oder seine Tochtergesellschaft(en) eine Netto-Long (a)- oder eine Netto-Short (b)-Position von mindestens 0,5% des ausstehenden Aktienkapitals des analysierten Unternehmens oder seiner Derivate hält,
- (6) oder ihre verbundene(n) Gesellschaft(en) ein Market Maker oder Liquiditätsanbieter in den Finanzinstrumenten des Emittenten ist,
- (7) oder der Analyst andere bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie z.B. die Ausübung von Mandaten im Interesse des analysierten Unternehmens oder einen bedeutenden Interessenkonflikt in Bezug auf den Emittenten,
- (8) Der Recherchebericht wurde dem Unternehmen vor seiner Veröffentlichung zur Verfügung gestellt. Danach wurden nur noch faktische Änderungen an dem Bericht vorgenommen.

Interessenkonflikte, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Research-Berichts bestanden:

Unternehmen	Disclosure
GIEAG Immobilien AG	2, 8

# Haftungsausschluss

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**5. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:**  
8-Sep-21 10:26:01

## 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 SRH AlsterResearch AG hat die Informationen auf Plausibilität, aber nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft.

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

**9. Besondere Anmerkungen für Empfänger außerhalb Deutschlands** Dieser 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://www.alsterresearch.com>.

## Kontakt

SRH AlsterResearch AG  
Himmelstr. 9  
22299 Hamburg

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

mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG  
Rottenbacher Straße 28  
82166 Gräfelfing

Tel: +49 89 85852-0  
Fax: +49 89 85852-505  
E-Mail: [info@mwbfairtrade.com](mailto:info@mwbfairtrade.com)

Unser Research wird veröffentlicht unter:

## Research

**OLIVER DREBING**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-57  
E-Mail: [o.drebing@alsterresearch.com](mailto:o.drebing@alsterresearch.com)

**HARALD HOF**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [h.hof@alsterresearch.com](mailto:h.hof@alsterresearch.com)

**KARSTEN RAHLF, CFA**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-54  
E-Mail: [k.rahlf@alsterresearch.com](mailto:k.rahlf@alsterresearch.com)

**KATHARINA SCHLÖTER**  
Analyst  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [k.schloeter@alsterresearch.com](mailto:k.schloeter@alsterresearch.com)

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

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

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

## Sales

**MARKUS KÖNIG-WEISS**  
Head of Sales  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [mkw@alsterresearch.com](mailto:mkw@alsterresearch.com)

## Equity Capital Markets / Trading

**KAI JORDAN**  
Member of the Board  
Tel: +49 40 36 0995-22  
E-Mail: [kjordan@mwbfairtrade.com](mailto:kjordan@mwbfairtrade.com)

**ALEXANDER DEUSS**  
Head of 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)

<b>RESEARCH HUB</b>	<a href="http://www.research-hub.de">www.research-hub.de</a>
<b>BLOOMBERG</b>	<a href="http://www.bloomberg.com">www.bloomberg.com</a>
<b>FACTSET</b>	<a href="http://www.factset.com">www.factset.com</a>
<b>THOMSON REUTERS / REFINITIV</b>	<a href="http://www.refinitiv.com">www.refinitiv.com</a>
<b>CAPITALIQ</b>	<a href="http://www.capitaliq.com">www.capitaliq.com</a>