

B-A-L Germany Vz.

Reuters: BAM_p.SG

Bloomberg: 1691581D GR EQU

Ankauf eines Immobilienpakets mit zweistelliger Mietrendite

Finanziert über ein Aktionärsdarlehen hat B-A-L Germany zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres seinen Bestand an Wohnimmobilien deutlich erweitert. So erhöht sich der Wohnungsbestand auf 94 von 81 (+16,0%) Einheiten und die vermietete Nutzfläche auf 4.533 m² von 3.749 m² (+20,9%). Bei erwarteten sinkenden Leerstandsquoten und tendenziell steigenden Nettokaltmieten wird sich die Ertragslage von B-A-L Germany nach unserer Einschätzung in diesem und dem kommenden Jahr deutlich verbessern. Wir rechnen für 2023e mit einem Anstieg der Umsätze auf EUR 0,380 Mio. (2022e: EUR 0,305 Mio., +24,7% YoY) und des Vorsteuerergebnisses auf EUR 0,069 Mio. (2022e: EUR 0,035 Mio., +98,1% YoY). Aus dem von uns für B-A-L Germany angewendeten Economic-Profit-Wertschöpfungsmodell ergibt sich auf Basis der 2024er Gewinnschätzungen ein Kursziel von EUR 2,58 je Aktie. Angesichts eines auf Sicht von 24 Monaten erwarteten Kurssteigerungspotenzials von 152,9% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Vorzugsaktien der B-A-L Germany.

Erwerb eines Pakets von 13 Wohnungen...

B-A-L Germany hat den Ankauf eines Immobilienpakets in Sachsen, bestehend aus 13 Wohnungen mit einer Gesamtfläche von 750 m², abgeschlossen. Davon sind elf Wohnungen, der vermietete Teil des Immobilienpakets, bereits im Jahr 2022 wirtschaftlich übergegangen, der Erwerb der beiden unvermieteten Wohnungen wird erst im laufenden Jahr erfolgen. Nachdem Renovierung und Vermietung des Leerstands Angabe gemäß bereits veranlasst wurden, rechnen wir mit einer Vermietung des Leerstands im ersten Halbjahr 2023e.

...mit einer Anfangsmietrendite von mehr als 11%...

Nach Unternehmensangaben weist das Portfolio bei einem Leerstand von über 31% eine Anfangsmietrendite von mehr als 11% auf. Im vollvermieteten Zustand sollte das Immobilienpaket nach unseren Schätzungen folglich einen Mietbeitrag von mehr als EURk 50 liefern. Finanziert wurde die Akquisition aus einem Mitte 2022 aufgenommenen Aktionärsdarlehen in Höhe von EUR 0,5 Mio.

...führt zu deutlicher Ertragsverbesserung

Die erstmalige Aufnahme von Fremdkapital wird einen signifikanten Anstieg des Umsatz- und Ergebniswachstums ermöglichen. So erhöht sich der Wohnungsbestand auf 94 von 81 (+16,0%) und die vermietete Nutzfläche auf 4.533 m² von 3.749 m² (+20,9%). Bei erwarteten sinkenden Leerstandsquoten und tendenziell steigenden Nettokaltmieten, rechnen wir mit einer deutlichen Verbesserung der Ertragslage. In diesem Jahr sollte sich das EBT auf EUR 0,069 Mio. etwa verdoppeln. Für 2024e, wenn alle erworbenen Wohnungen erstmals ganzjährig konsolidiert werden, erwarten wir einen weiteren Ergebnisanstieg auf dann EUR 0,098 Mio.

Rating: Buy **Risiko:** Niedrig
Kurs: EUR 1,02
Kursziel: EUR 2,58 (bislang: EUR 2,30)

WKN / ISIN: A2NBN9 / DE000A2NBN90

Indizes: -

Transparenzlevel: Direct Market Wien, Freiverkehr Stuttgart

Gewichtete Anzahl Aktien (Vz.): 2,0 Mio.

Marktkapitalisierung (Vz.): EUR 2,0 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 1.000 Stück

Jahresabschluss 2022: vorauss. Mai 2023

GuV (EUR Mio.)	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	0,296	0,305	0,380	0,429
EBITDA	0,083	0,107	0,151	0,185
EBIT	0,024	0,047	0,088	0,120
EBT	0,015	0,035	0,069	0,098
EAT	0,009	0,029	0,060	0,088

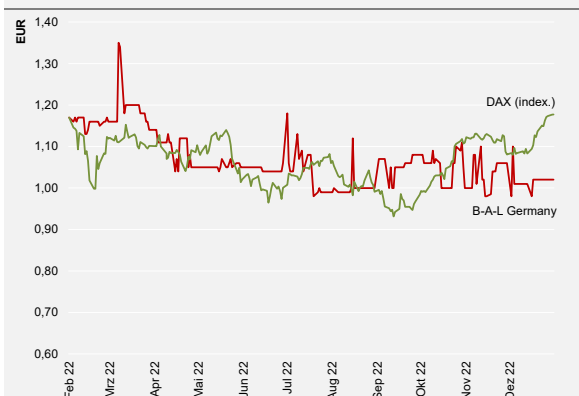
% der Umsätze	2021	2022e	2023e	2024e
EBITDA	28,1%	35,1%	39,6%	43,2%
EBIT	8,1%	15,3%	23,3%	28,0%
EBT	5,1%	11,4%	18,1%	22,9%
EAT	3,2%	9,6%	15,8%	20,5%

Je Aktie (EUR)	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	0,00	0,01	0,03	0,04
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,12	1,13	1,16	1,21
Cashflow	0,03	0,07	0,08	0,09

Bilanz (%)	2021	2022e	2023e	2024e
EK-Quote	84,6%	73,6%	70,1%	69,8%
Gearing	-2%	5%	8%	-1%

Multiple (x)	2021	2022e	2023e	2024e
KGV	n/a	69,8	34,0	23,2
EV/Umsatz	6,74	7,09	5,88	4,72
EV/EBIT	82,8	46,4	25,3	16,9
KBV	0,9	0,9	0,9	0,8

Guidance (EUR Mio.)	2023e	2024e
Umsatz	n/a	n/a
Nettoergebnis	n/a	n/a



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

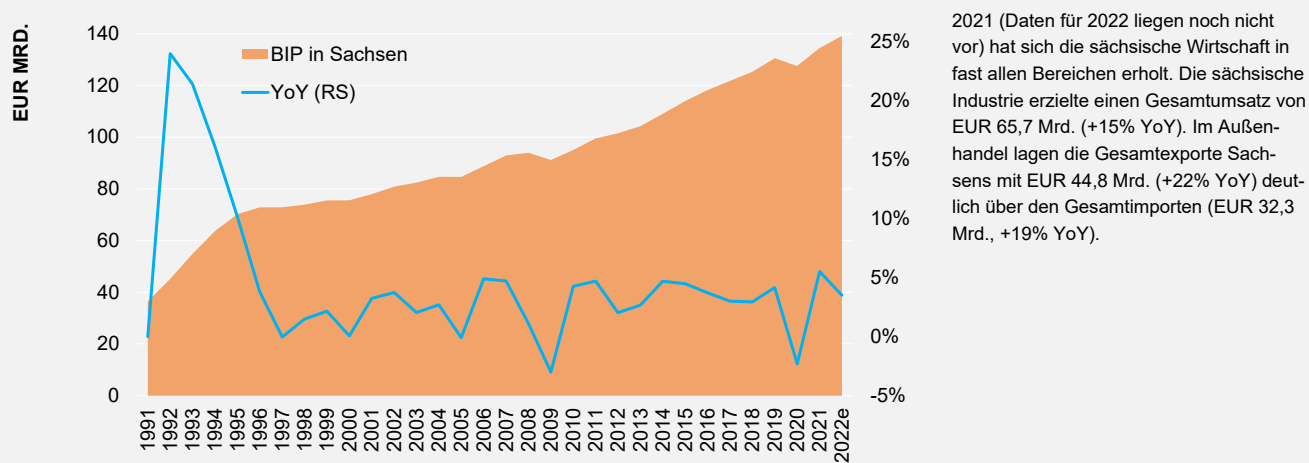
peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

In Ostdeutschland ist die Wohnimmobiliennachfrage, ausgehend von einer deutlichen wirtschaftlichen Erholung und rückläufigen Arbeitslosenzahlen, in den vergangenen Jahren sukzessive gestiegen. Die Leerstandsquoten in den Großstädten Leipzig und Dresden dürften zum Jahresende 2022e bei nur noch 2,2% bzw. 6,5% gelegen haben. In diesem Umfeld führen gestörte Lieferketten und mangelnde Baukapazitäten zu deutlich höheren Baukosten, wodurch mittelfristig die Neubauaktivitäten nach unserer Einschätzung auf dem niedrigen Niveau der Vorjahre bleiben dürften. Weil gleichzeitig der anhaltende Zuzug, etwa durch Flüchtlinge aus der Ukraine, zu einer weiteren Verknappung des Wohnungsangebots in den sächsischen Großstädten führt, lassen sich insbesondere einkommensschwächere Haushalte zunehmend in den Speckgürteln der Großstädte nieder – in den Regionen also, in denen B-A-L Germany ihre Immobilienbestände hat.

Sachsen im wirtschaftlichen Aufschwung: BIP steigt auf neuen Rekordwert...

Das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt in Sachsen erhöhte sich im H1/2022 um +3,0% gegenüber dem H1/2021 (Gesamtdeutschland: +2,8% YoY). Während das Produzierende Gewerbe nur ein verhaltenes Wachstum meldete, konnten insbesondere im Dienstleistungsgewerbe bundesüberdurchschnittliche Wachstumsraten erzielt werden. Damit setzte sich die wirtschaftliche Erholung in Sachsen seit 2005 fort. Auf Gesamtjahressicht 2022e dürfte sich das Bruttoinlandsprodukt im Vergleich zu 1991, dem ersten Jahr nach der Wiedervereinigung, nahezu vervierfacht haben. Pro Jahr entspricht dies einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum (CAGR) von +4,4%.

ABBILDUNG 1: BRUTTOINLANDSPRODUKT IN SACHSEN, 1991-17



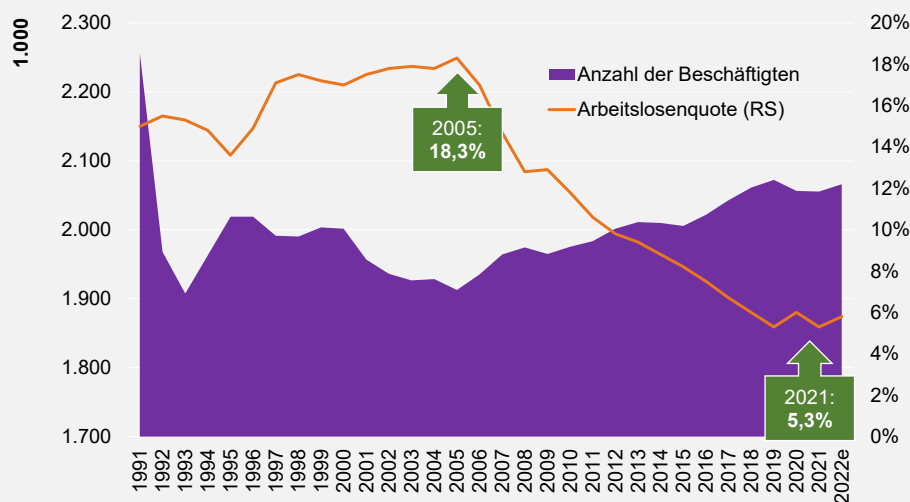
2021 (Daten für 2022 liegen noch nicht vor) hat sich die sächsische Wirtschaft in fast allen Bereichen erholt. Die sächsische Industrie erzielte einen Gesamtumsatz von EUR 65,7 Mrd. (+15% YoY). Im Außenhandel lagen die Gesamtexporte Sachsens mit EUR 44,8 Mrd. (+22% YoY) deutlich über den Gesamtimporten (EUR 32,3 Mrd., +19% YoY).

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL

...bei deutlich rückläufiger Arbeitslosenquote

In Sachsen gibt es etwa 149.000 kleine und mittlere Unternehmen (KMU) mit bis zu 249 Beschäftigten. An den Unternehmen Sachsens haben sie einen Anteil von 99,8%. Durch den Aufbau einer kleinteiligeren Wirtschaftsstruktur haben sich die Arbeitslosenquoten innerhalb von wenigen Jahren von zweistelligen Beträgen auf mittlere einstellige Prozentwerte verringert. Gleichzeitig nähern sich die Beschäftigtenzahlen den Werten vor der Wiedervereinigung an.

ABBILDUNG 2: ARBEITSLOSENQUOTE UND ANZAHL DER BESCHÄFTIGTEN IN SACHSEN, 1991-22



Einer Analyse des Bundesverbands der Deutschen Industrie zufolge belief sich das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf nach der Wiedervereinigung auf ein Drittel des west-deutschen Niveaus, 2021 lag es bei 76,8%. Während sich das Pro-Kopf-Einkommen mehr als verdoppelt hat, ist die Produktivität um das Vierfache gestiegen.

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL

Nachfrageüberhang bei Wohnimmobilien

Die Folgen sind eine zunehmende Einwohnerzahl, ein steigender Bedarf an Wohnimmobilien und ein deutlich steigender Flächenbedarf je Wohneinheit. Nachdem die Neubauaktivitäten seit der Wiedervereinigung nicht nennenswert belebt wurden – was insbesondere auf langwierige Genehmigungsprozesse zurückzuführen ist –, sind in den vergangenen Jahren die Mieten in Ostdeutschland deutlich angestiegen.

TABELLE 1: DURCHSCHNITTMieten IN AUSGEWÄHLTEN OSTDEUTSCHEN STÄDTEN (MIETSPIEGEL), 2013 VS. 2022

EUR/QM	2022	2020	2018	2013	CAGR 2013-22	EUR/QM	2022	2020	2018	2013	CAGR 2013-22
Bautzen	5,96	6,04	5,63	6,59	-1,1%	Jena	11,48	10,60	10,25	9,51	2,1%
Berlin	18,44	16,24	13,93	10,08	6,9%	Leipzig	8,86	7,70	8,60	5,61	5,2%
Brandenburg	6,67	6,66	5,85	5,16	2,9%	Magdeburg	6,79	6,49	6,74	5,66	2,0%
Chemnitz	5,65	5,90	5,42	5,41	0,5%	Meißen	7,11	6,68	6,84	6,32	1,3%
Cottbus	6,66	6,33	5,95	7,13	-0,8%	Pirna	6,47	5,43	7,39	5,32	2,2%
Dessau	7,15	7,23	6,95	5,97	2,0%	Plauen	5,48	5,27	5,07	4,68	1,8%
Dresden	8,59	8,51	8,58	6,48	3,2%	Potsdam	12,92	11,44	10,37	8,17	5,2%
Eisenach	7,84	7,28	7,74	5,76	3,5%	Rostock	8,00	7,77	7,77	6,54	2,3%
Erfurt	7,72	8,19	7,50	6,65	1,7%	Schwerin	8,13	8,52	7,33	5,89	3,6%
Gera	6,04	6,13	5,70	5,32	1,4%	Stralsund	7,44	8,21	7,63	6,04	2,3%
Görlitz	7,13	6,46	5,39	5,62	2,7%	Weimar	9,44	8,86	8,27	6,46	4,3%
Greifswald	8,27	10,19	9,23	7,74	0,7%	Zittau	6,46	5,85	5,95	4,81	3,3%
Halle	7,97	7,10	7,46	6,89	1,6%	Zwickau	6,19	5,67	6,23	5,05	2,3%

QUELLE: WOHNUNGSBÖRSE, IMMOWELT, SPHENE CAPITAL

Anm.: Graue Markierungen betreffen Städte in Sachsen

Prozentual höhere Mietpreisanstiege in den Speckgürteln

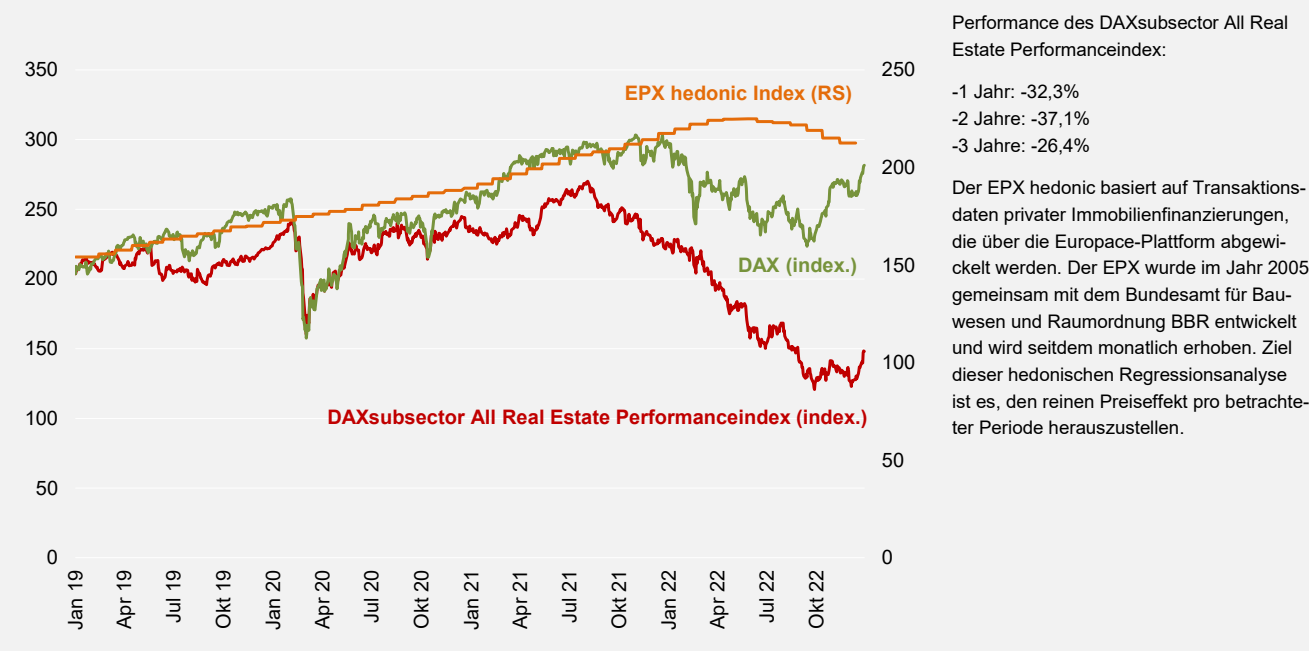
Weil sich damit auch der Trend zur Abwanderung ins Umland verstärkt, ergeben sich für die Speckgürtel außerhalb der Städte prozentual noch höhere Mietpreissteigerungsraten. So stiegen etwa die Angebotspreise pro Quadratmeter für Eigentumswohnungen in 19 Berliner Umlandgemeinden zwischen 2019 und 2022 jährlich um durchschnittlich fast 18%.

Die Aktien von Immobilienunternehmen stehen nicht nur in Deutschland seit Anfang 2020 unter Druck. Neben dem Auslaufen der Niedrigzinsphase und einer restriktiveren Hypothekenkreditvergabe waren hierfür auch institutionelle Leerverkäufer verantwortlich, die in Deutschland (Viceroy Research zu Adler Group), Luxemburg (Muddy Waters zu Vivion Investments) oder Schweden (Viceroy Research zu Samhallsbyggnadsbolaget i Norden) zumeist begründet für Kursdruck gesorgt haben.

Immobilien Sektor hat in den letzten drei Jahren erheblich underperformt

Egal, welchen Zeitraum man anlegt: Der DAX-Immobilienindex hat sich in den vergangenen drei Jahren schlechter entwickelt als der DAX. In den vergangenen zwölf Monaten etwa war der DAXsubsector All Real Estate Performanceindex mit einem Wertverlust von -32,3% (DAX -4,0%) der am schlechtesten performende Branchenindex der Deutsche Börse AG. Auf Sicht von drei Jahren, in denen der DAX 35,1% zulegen konnte, steht immer noch ein Verlust von -26,4% zu Buche. Abgesehen von Sondersituationen bei Einzelwerten (Eyemaxx, Corestate und Adler Group) war im Wesentlichen die durch den allgemeinen Zinsanstieg ausgelöste Abwertung der Bilanzwerte bei den nach IFRS bilanzierenden Immobilienkonzernen ursächlich für die schwache Entwicklung dieses im Grunde defensiven Sektors.

ABBILDUNG 3: PERFORMANCE DES IMMOBILIENINDIZES VS. DAX, 2019-22



QUELLE: CAPITALIQ, SPHENE CAPITAL

Nur drei Einzelwerte mit positiver Performance

Bezogen auf die einzelnen Werte befanden sich im DAXsubsector All Real Estate Performanceindex lediglich drei Titel, die in den vergangenen drei Jahren eine positive Kursperformance aufgewiesen haben.

TABELLE 2: PERFORMANCE DEUTSCHER IMMOBILIENAKTIEN (DAXSUBSECTOR ALL REAL ESTATE PERFORMANCEINDEX)

Unternehmen	-3 Monate	-1 Jahr	-3 Jahre
Deutsche Grundstücksauktionen AG	15,2%	-19,6%	35,8%
FCR Immobilien AG	-14,9%	-12,4%	26,5%
CPI Property Group S.A.	-0,6%	23,0%	26,4%
Deutsche EuroShop AG	6,2%	42,2%	-8,9%
RCM Beteiligungs AG	-2,6%	-14,6%	-11,3%
Deutsche Real Estate AG	1,9%	-17,3%	-13,2%
Gateway Real Estate AG	-21,3%	-3,3%	-19,4%
publity AG	-1,7%	5,2%	-23,6%
Hamborner REIT AG	11,5%	-27,9%	-26,0%
WCM AG	-7,0%	-27,5%	-26,4%
LEG Immobilien SE	39,2%	-36,9%	-29,2%
Deutsche Wohnen SE	37,8%	-35,3%	-35,0%
Fair Value REIT-AG	-7,7%	-32,5%	-35,7%
Vonovia SE	46,2%	-42,4%	-39,9%
Patrizia SE	34,7%	-43,2%	-42,7%
DIC Asset AG	38,0%	-41,1%	-42,8%
Noratis AG	-9,0%	-37,6%	-43,7%
TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG	2,1%	-30,4%	-45,8%
Grand City Properties S.A.	26,2%	-44,5%	-48,3%
Deutsche Konsum REIT-AG	-1,0%	-41,2%	-49,2%
Adler Real Estate AG	-13,3%	-20,6%	-51,8%
DemireMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG	33,9%	-44,1%	-53,0%
alstria office REIT-AG	-2,6%	-60,0%	-54,4%
Instone Real Estate Group	43,2%	-44,2%	-57,9%
ERWE Immobilien AG	-32,2%	-50,7%	-58,0%
TAG Immobilien AG	48,6%	-62,3%	-60,9%
Aroundtown SA	60,2%	-48,0%	-64,0%
Accentro Real Estate AG	15,7%	-61,2%	-67,1%
GWB Immobilien AG	20,0%	-70,0%	-80,0%
Ymos AG	-33,3%	-95,6%	-92,3%
Adler Group S.A.	18,4%	-85,9%	-94,5%
Corestate Capital Holding S.A.	-5,6%	-95,0%	-98,5%
Eyemaxx Real Estate AG	-17,5%	-89,0%	-99,9%
B-A-L Germany AG	-5,6%	-2,9%	-1,5%

QUELLE: DEUTSCHE BÖRSE, SPHENE CAPITAL

Wir bewerten den Wert des Eigenkapitals der an der Wiener Börse und im Stuttgarter Freiverkehr notierten B-A-L Germany AG auf der Basis eines Wertschöpfungsmodells (Primärbewertungsmethode). Dabei gehen wir davon aus, dass eine faire Bewertung des Unternehmens frühestens dann erreicht ist, wenn die vom Unternehmen erwirtschaftete Wertschöpfung den mit deren Generierung verbundenen Kapitalkosten entspricht. Unter Zugrundelegung dieses Bewertungsverfahrens ergeben sich für B-A-L Germany auf Basis unserer Kapital- und Ertrags-schätzungen des Jahres 2024e Werte des Eigenkapitals von knapp EUR 5,2 Mio. bzw. von EUR 2,58 je Vorzugsaktie.

Die aus Peergroup-Multiples aus nach HGB bilanzierenden Wohnimmobilienbestandshaltern abgeleiteten Kursziele liegen auf Basis der Consensus-Schätzungen und unserer eigenen Prognosen für B-A-L Germany bei Verwendung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses zwischen EUR 1,69 (K/BV 2023e) und EUR 1,80 (K/BV 2025e) je Vorzugsaktie. Stammaktien werden in Deutschland mit Bewertungsaufschlägen von aktuell bis zu 61,4% auf die Vorzugsaktien gehandelt. Diese Aufschläge auf unsere Bewertungsergebnisse angewendet, ergeben für die nicht börsennotierten B-A-L Germany-Stämme Werte von bis zu EUR 2,90 je Aktie.

K/BV bei Immobilienunternehmen im Normalfall der relevante Multiplikator

Typischerweise werden börsennotierte Immobilienbestandshalter anhand des Kurs-Buchwert- bzw. des Kurs-Net-Asset-Value-Verhältnisses (K/BV bzw. P/NAV) bewertet. Dies hat im Wesentlichen vier Gründe:

- ⑤ **Erstens**, weil anhand substanzbasierter Kennzahlen auch jene Immobilienunternehmen bewertet werden, deren Cashflows aufgrund von Leerständen nicht die vollvermieteten Werte des Immobilienbestands widerspiegeln.
- ⑤ **Zweitens**, weil marktwertorientierte Kennzahlen den tatsächlichen Immobilienwert besser widerspiegeln, wenn etwa Mietpreisregulierungen eine laufende Anpassung der Cashflows verbieten.
- ⑤ **Drittens**, weil eine Peergroup-Bewertung weniger aufwändig ist als eine DCF-Bewertung, da keine expliziten Schätzungen von Diskontierungsraten oder Cashflows (to Equity oder to the Firm) erforderlich sind.
- ⑤ **Viertens**, weil Immobilien, nur weil sie im Bestand eines Immobilienunternehmens sind, keinen nennenswert höheren Wert haben sollten, als wenn sie isoliert betrachtet werden würden.

Bei profitablen Immobilienunternehmen schwanken die K/BV- oder P/NAV-Multiples im Zyklusdurchschnitt typischerweise um den Wert eins: Multiplikatoren von 1,3 und mehr werden für gewöhnlich als überbewertet angesehen, Werte von unter 0,7 als unterbewertet.

Voraussetzungen für die Verwendung substanzbasierter Peergroup-Multiples

Um durch den Einsatz substanzbasierter Peergroup-Multiples den Wert eines Unternehmens bestimmen zu können, müssen zwei Voraussetzungen gegeben sein:

- ⑤ **Erstens:** In der Summe entsprechen die Buchwerte der Bestandsimmobilien ihren Marktwerten.
- ⑤ **Zweitens:** Es gibt eine ausreichende Anzahl börsennotierter Vergleichsunternehmen.

Warum das Kurs-Buchwert-Verhältnis bei B-A-L Germany nicht zielführend ist

Für die Bilanzierung von Sachanlagevermögen gilt nach HGB das gemilderte

Erste Voraussetzung für die Funktionsweise des Kurs-Buchwert-Verhältnisses ist, dass der Buchwert den Marktwert der Bestandsimmobilien widerspiegelt. Dies ist für gewöhnlich der Fall, wenn die Immobilienbestände nach der „Mark-to-Market-Regel“ bewertet werden. Diese ist unter der IAS-Bilanzierungspraxis gewährleistet, die eine Bilanzierung von Vermögenswerten zu aktuellen Marktpreisen fordert. Dabei hat eine jährliche Überprüfung der Werthaltigkeit der Bestandsimmobilien durch einen unabhängigen Immobilienbewerter zu erfolgen.

Niederstwertprinzip, wonach der Anschaffungspreis um planmäßige Abschreibungen vermindert werden muss.

Eine jährliche Überprüfung der Immobilienwerte ist für nach HGB bilanzierende Unternehmen jedoch nicht vorgesehen. Hier gilt das gemilderte Niederstwertprinzip, das verlangt, den jeweils niedrigeren Wert aus Anschaffungs-/Herstellungskosten und Wert am Bilanzstichtag zu verwenden. Eine Anpassung des Immobilienwertes an aktuelle Preisentwicklungen ist hierbei nicht vorgesehen. Immobilienunternehmen wie B-A-L Germany, deren Geschäftsmodell es ist, Immobilien explizit unter dem Marktpreis einzukaufen, werden dementsprechend „bestraft“, da sich die eigentliche Wertschöpfung des Geschäftsmodells nicht in den Buchwerten in der Bilanz widerspiegelt.

Über die Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle

Zweite Voraussetzung für die Funktionsweise von Peergroup-Multiples ist die Existenz von Vergleichsunternehmen. Auch wenn sich Immobilienunternehmen ausschließlich mit Immobilien beschäftigen, sind ihre Geschäftsmodelle nicht miteinander vergleichbar. So müssen unter anderem die Wertschöpfung (Immobilienentwicklung, Immobilienhandel oder Immobilienbestandshaltung), die Assetklasse (Wohn-, Logistik- oder Gewerbeimmobilien), die Gesellschaftsform (REIT oder REOC) und die regionale oder internationale Positionierung berücksichtigt werden. In nachstehender Tabelle 3 haben wir die Eckdaten der in Deutschland börsennotierten Immobilienunternehmen zusammengefasst:

Nur fünf, nach HGB bilanzierende Wohnimmobilienunternehmen

Aus nachstehender Tabelle 3 wird ersichtlich, dass es neben B-A-L Germany nur fünf börsennotierte Immobilienunternehmen gibt, die ebenfalls (zumindest in Teilen) auf Wohnimmobilien spezialisiert sind und ihren Jahresabschluss nach HGB aufstellen. Von diesen

- ⑤ ist zwar die 1913 gegründete **GAG Immobilien AG** räumlich sogar noch stärker fokussiert als B-A-L Germany, nämlich auf Immobilien in der Stadt Köln anstelle des Freistaats Sachsen, allerdings mit 42.000 Wohnungen und knapp 3,0 Mio. m² Wohn- und Gewerbefläche auch signifikant größer.
- ⑤ ist **Noratis AG** kein reiner Bestandshalter, sondern ein Immobilienhändler, der nach erfolgter Modernisierung und Aufwertung die Immobilien verkauft, was typischerweise erhebliche Schwankungen in den Umsatz- und Ertragskennzahlen zur Folge hat.
- ⑤ ist **RCM Beteiligungs AG** zwar wie B-A-L Germany in Sachsen bzw. Dresden tätig, jedoch wesentlich stärker von Verkaufserlösen abhängig und damit im Grunde als Immobilienhändler einzustufen, mit entsprechenden Konsequenzen auf die Ertragsentwicklung. Daneben geht die RCM Beteiligungs AG Beteiligungen ein, die nicht notwendigerweise im Immobilienbereich tätig sind.
- ⑤ bewirtschaftet **Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA**, die ehemalige Gabriel Sedlmayr Spaten-Franziskaner Bräu KGaA, zwar Bestände an Wohn- und Gewerbeimmobilien in München und Stuttgart, ist jedoch mit 3.805 Wohnungen und einer

vermietbaren Wohn-/Nutzfläche von rund 475.000 qm signifikant größer als B-A-L Germany.

- bewirtschaftet **Stinag Stuttgart Invest AG**, die ehemalige Stuttgart Hofbräu AG, zwar ein Immobilienportefeuille in Stuttgart, hat jedoch einen klaren Schwerpunkt auf Gewerbeimmobilien (Hotels, Büros sowie Senioren- und Pflegeheime).

TABELLE 3: BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN IN DEUTSCHLAND

Unternehmen	Wohnimmobilien	Gewerbeimmobilien	Sonstige	Bestandshaltung	HGB	IFRS	Land	Segment	Index
Accentro Real Estate AG							GER	Prime Standard	-
Adler Real Estate AG							GER	Prime Standard	-
ADO Properties S.A.							LUX	-	-
Agrob Immobilien AG							GER	-	-
Alstria Office REIT-AG							GER	Prime Standard	-
Aroundtown Property Holdings SA							LUX	Prime Standard	MDAX
B-A-L Germany AG							GER	-	-
BUWOG AG							AUT	-	-
CA Immo AG							AUT	-	-
Consus Real Estate AG							GER	-	-
Corestate Capital Holding S.A.							GER	Prime Standard	-
CPI Property Group S.A.							LUX	General Standard	-
CR Capital Real Estate AG							GER	-	-
Defama Deutsche Fachmarkt AG							GER	-	-
Demire Deutscher Mittelstand Real Estate AG							GER	Prime Standard	-
Deutsche EuroShop AG							GER	Prime Standard	-
Deutsche Grundstücksauktionen AG							GER	-	-
Deutsche Industrie REIT-AG							GER	-	-
Deutsche Konsum REIT-AG							GER	Prime Standard	-
Deutsche Real Estate AG							GER	General Standard	-
Deutsche Wohnen AG							GER	General Standard	SDAX
DIC Asset AG							GER	Prime Standard	SDAX
ERWE Immobilien AG							GER	General Standard	-
Eyemaxx Real Estate AG							GER	General Standard	-
Fair Value REIT AG							GER	General Standard	-
FCR Immobilien AG							GER	General Standard	-
Franconofurt AG							GER	-	-
GAG Immobilien AG Vz.							GER	-	-

QUELLE: SPHENE CAPITAL

TABELLE 3: BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN IN DEUTSCHLAND (FORTS.)

Unternehmen	Wohnimmobilien	Gewerbeimmobilien	Sonstige	Bestandshaltung	HGB	IFRS	Land	Segment	Index
Gateway Real Estate AG							GER	Prime Standard	-
German Values Property Group AG							GER	General Standard	-
GIEAG Immobilien AG							GER	-	-
Godewind Immobilien AG							GER	-	-
Grand City Properties S.A.							LUX	Prime Standard	SDAX
GSW Immobilien AG							GER	-	-
GxP German Properties AG							GER	-	-
Hamborner REIT AG							GER	Prime Standard	SDAX
Hasen-Immobilien AG							GER	-	-
Helma Eigenheimbau AG							GER	-	-
Immofinanz AG							AUT	-	-
InCity Immobilien AG							GER	-	-
Instone Real Estate Group AG							GER	Prime Standard	-
LEG Immobilien AG							GER	Prime Standard	MDAX
Noratis AG							GER	-	-
Patrizia AG							GER	Prime Standard	SDAX
Primag AG							GER	-	-
publity AG							GER	-	-
RCM Beteiligungs AG							GER	-	-
S IMMO AG							AUT	-	-
Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA							GER	-	-
Stern Immobilien AG							GER	-	-
Stinag Stuttgart Invest AG							GER	-	-
TAG Immobilien AG							GER	Prime Standard	MDAX
TLG Immobilien AG							GER	-	-
TTL Beteiligungs- und Grundbesitz AG							GER	General Standard	-
VIB Vermögen AG							GER	-	-
Vonovia SE							GER	Prime Standard	DAX
Warimpex AG							AUT	-	-
WCM Beteil.- und Grundbesitz-AG							GER	General Standard	-

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Ermittlung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses aus der Peergroup

In nachfolgender Tabelle 4 haben wir die Kurs-Buchwert-Verhältnisse der Peergroup zusammengefasst:

TABELLE 4: PEERGROUP-MULTIPLES BÖRSENNOTIERTER WOHNIMMOBILIENBESTANDSHALTER

Unternehmen	Kurs (EUR)	K/BV 2023e (x)	K/BV 2024e (x)	K/BV 2025e (x)
GAG Immobilien AG Vz.	72,00	1,45x	1,44x	1,43x
Noratis AG	12,10	0,68x	0,68x	0,67x
RCM Beteiligungs AG	1,83	1,31x	1,30x	1,29x
Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA	2.440,00	6,67x	6,61x	6,54x
Stinag Stuttgart Invest AG	16,60	1,54x	1,52x	1,51x
Median		1,45x	1,44x	1,43x
Kursziel B-A-L Germany AG Vz. (EUR)		1,69	1,74	1,80

QUELLE: BLOOMBERG, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Kursziel von mindestens EUR 1,70 je Aktie

Aus dem K/BV der kommenden drei Jahre lässt sich für B-A-L Germany ein Kursziel in einer Bandbreite zwischen EUR 1,69 und EUR 1,80 je Aktie ableiten.

Allerdings stufen wir die Ergebnisse nur als begrenzt aussagekräftig ein, da die Geschäftsmodelle der Vergleichsunternehmen mit dem von B-A-L Germany trotz der gewählten Eingrenzung nur zum Teil übereinstimmen. Da auch eine At-Cost-Bewertung nicht sinnvoll ist – B-A-L Germany erwirbt grundsätzlich keine Neubauten – sollte zu einer intrinsischen Unternehmensbewertungsmethode als zielführende Bewertungsmethode gewechselt werden.

Das von uns für die Bewertung von B-A-L Germany herangezogene Bewertungsverfahren ist ein Wertschöpfungsmodell. Hierbei überprüfen wir, ob das dem Unternehmen zur Verfügung gestellte Kapital wertschöpfend eingesetzt wird und ob diese Wertschöpfung im derzeitigen Aktienkurs widergespiegelt wird oder nicht. Auf Basis unserer Gewinnsschätzungen des Jahres 2024e errechnen wir aus diesem Wertschöpfungsmodell für B-A-L Germany einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 2,58 je Aktie.

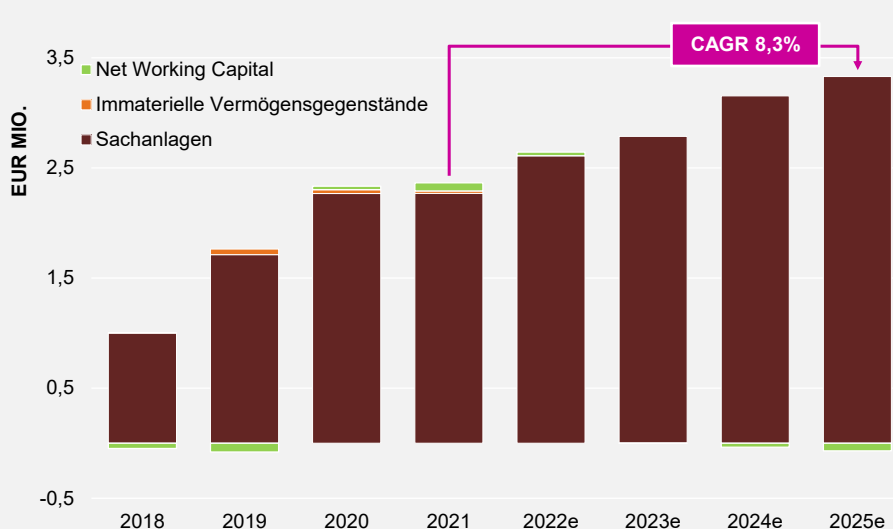
Verwendung des Wertschöpfung-Multiplikators

Zunächst gilt es zu ermitteln, ob B-A-L Germany überhaupt ein wertschöpfendes Geschäftsmodell betreibt. Hierzu ermitteln wir zunächst die Kosten des eingesetzten Kapitals und vergleichen diese anschließend mit der Rendite auf das eingesetzte Kapital.

Berechnung des eingesetzten Kapitals

Nachfolgende Abbildung 4 zeigt das von uns aus den Bilanzdaten abgeleitete eingesetzte Kapital von B-A-L Germany für die Jahre 2018 bis 2025e:

ABBILDUNG 4: EINGESETZTES KAPITAL, 2018-25E



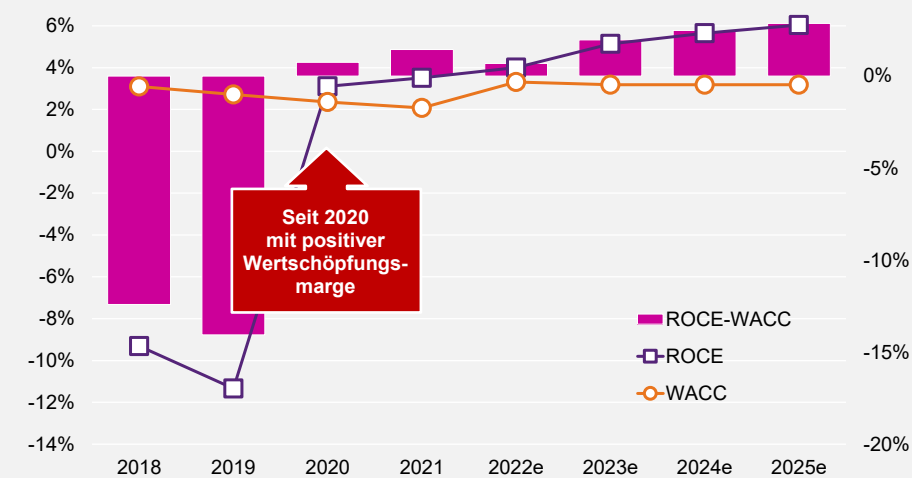
Die von uns prognostizierten Immobilienerwerbungen werden aus der jüngsten Darlehensaufnahme und der von uns prognostizierten Thesaurierung der erwirtschafteten Cashflows finanziert. Daraus ergibt sich in unserem Bewertungsmodell ein Anstieg des eingesetzten Kapitals auf dann EUR 3,3 Mio. bis zum Jahr 2025e. Bezogen auf den Zeitraum 2021-25e entspricht dies einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) des eingesetzten Kapitals von 8,3%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Rendite auf das eingesetzte Kapital

In einem zweiten Schritt ermitteln wir die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE), indem wir das adjustierte operative Ergebnis (NOPLAT) berechnen und durch das eingesetzte Kapital dividieren. Anschließend vergleichen wir die ermittelten ROCE-Werte mit den Kapitalkosten (WACC):

ABBILDUNG 5: RENDITE AUF DAS EINGESETZTE KAPITAL (ROCE), 2018-25E



Erstmals wies B-A-L Germany im Jahr 2020 eine positive Wertschöpfungsmarge auf. Wir gehen davon aus, dass diese bis 2025e auf dann 290 Basispunkte ansteigen wird.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

B-A-L Germany erstmals 2020e mit positiver Wertschöpfungsmarge

Aus oben stehender Abbildung 5 wird ersichtlich, dass B-A-L Germany bis einschließlich 2019 eine negative Wertschöpfungsmarge aufwies. Erstmals wurde die Wertschöpfungsmarge im Jahr 2020 positiv. Bis 2025e wird B-A-L Germany nach unseren Prognosen die Wertschöpfungsmarge auf dann 290 Basispunkte ausbauen.

Bewertung bei positiver Wertschöpfungsmarge

Wenn ein Unternehmen kein „Wertvernichter“ mehr ist, wird ein Investor für seine Anteile einen Preis verlangen, der dem Wert des eingesetzten Kapitals entspricht. Daraus lässt sich für B-A-L Germany für das Jahr 2024e ein Enterprise Value von EUR 5,537 Mio. ableiten. Zuzüglich der dann prognostizierten Nettofinanzposition von EUR 0,006 Mio. errechnet sich ein Equity Value von EUR 5,552 Mio. Nach Diskontierung ergibt sich ein Barwert des Eigenkapitals von EUR 5,164 Mio. von EUR 2,58 je Aktie.

Bezogen auf das Jahr 2025e liegt der Barwert des Eigenkapitals bei EUR 5,366 Mio. bzw. EUR 2,68 je Vorzugsaktie.

TABELLE 5: ABLEITUNG DES KURSZIELS JE VORZUGSAKTIE AUS DEM WERTSCHÖPFUNGSMODELLS

		2023e	2024e	2025e
EV/CE	x	0,80	0,65	0,62
ROCE/WACC	x	1,62	1,78	1,90
Zielwert des Enterprise Value	EUR Mio.	4,500	5,537	6,187
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-0,194	0,015	0,014
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000
Ziel-Marktkapitalisierung	EUR Mio.	4,305	5,552	6,201
Barwert	EUR Mio.	4,305	5,164	5,366
Anzahl Aktien	Mio.	2,000	2,000	2,000
Kursziel	EUR	2,15	2,58	2,68

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Aufgrund der operativen Ertragsentwicklung von B-A-L Germany sehen wir in einem langfristig ausgelegten Wertschöpfungsmodell die überlegene Bewertungsmethodik. Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals von EUR 2,58 je Aktie wären die Vorzugsaktien von B-A-L Germany mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER B-A-L GERMANY-VORZUGSAKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
KGV	x	34,0x	23,2x	19,4x	86,0x	58,6x	49,0x
EV/Umsatz	x	5,9x	4,7x	4,4x	14,1x	12,0x	11,3x
EV/EBIT	x	25,3x	16,9x	14,6x	60,5x	42,8x	37,1x
KBV	x	0,9x	0,8x	0,8x	2,2x	2,1x	2,0x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Katalysatoren für die Wertentwicklung

Wir sehen als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Unternehmenswertes von B-A-L Germany auf Sicht der kommenden sechs Monate...

- ⑤ Meldung über Zukäufe in den angestammten Kernlagen, finanziert durch die Aufnahme weiteren Fremdkapitals;
- ⑤ eine weitere Verringerung der Leerstandsquote von derzeit 5% auf 3% per Ende 2023e;

...und auf Sicht der kommenden zwölf bis 24 Monate:

- Ⓢ Meldungen über eine **Erhöhung des Vorzugskapitals**, so dass sich dieses wieder auf dem Niveau des Stammkapitals befindet,
- Ⓢ Tendenziell steigende Durchschnittsmieten;
- Ⓢ Weiteres Leveraging des Eigenkapitals, unter anderem durch die Aufnahme von Bankkrediten,
- Ⓢ Meldungen über eine **besser als von uns erwartete Ertragsentwicklung**.

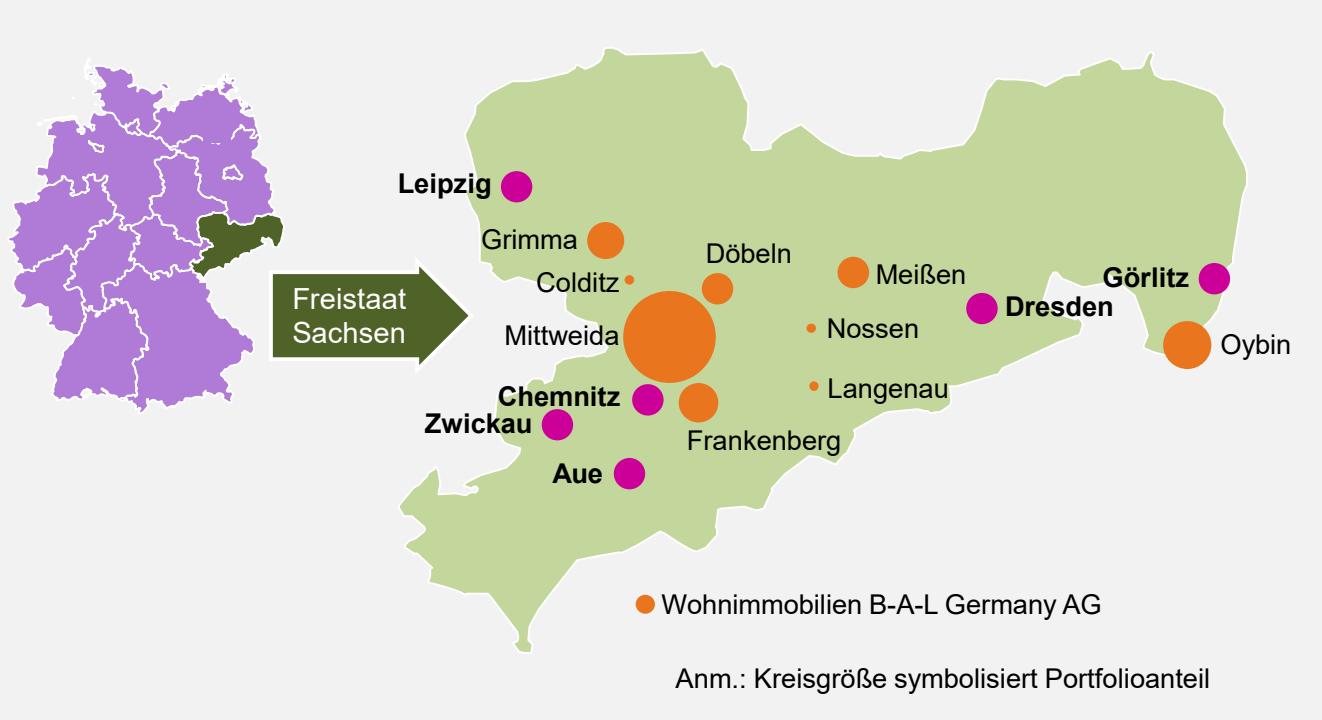
Downside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Schwächen und Downside-Risiken:

- Ⓢ **Verfehlung unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen,**
- Ⓢ Mögliche Ertragsbelastungen aus **Einmaleffekten möglicher Maßnahmen zur Kapitalerhöhung,**
- Ⓢ Mögliche **Interessenskonflikte** des Alleinvorstands, etwa beim Einkauf von Immobilien,
- Ⓢ Beendigung der Tätigkeit einzelner Führungspersonen („**Key-Man-Risk**“),
- Ⓢ Regulatorische Eingriffe des Gesetzgebers („**Mietpreisbremse**“).

B-A-L Germany ist ein Bestandshalter von Wohnimmobilien mit regionaler Ausrichtung auf das Bundesland Sachsen. Dabei erwirbt B-A-L Germany keine Immobilienportefolios, sondern hat sich auf den kleinteiligen und damit arbeitsaufwendigen Erwerb von vermieteten Wohnimmobilien – Einzelwohnungen und kleinere Gebäude – in D-Lagen spezialisiert. Während diese Nische für die kapitalkräftigen börsennotierten Immobilienkonzerne nicht attraktiv ist, verfügen Privatpersonen entweder nicht über die erforderlichen finanziellen Mittel, um langfristig mit B-A-L Germany mitbieten zu können, oder nicht über die Kontakte zu den Wohnungsverkäufern, da B-A-L Germany Immobilien in der Regel erwirbt, bevor sie am Markt angeboten werden. Aufgrund dieser geringen Wettbewerbsintensität liegen die von B-A-L Germany bezahlten Einkaufspreise inklusive Kaufnebenkosten und durchgeführten Renovierungsmaßnahmen bei durchschnittlich nur EUR 600 je Quadratmeter. Angesichts durchschnittlicher Quadratmetermieten von EUR 7,50 und allenfalls temporären Leerständen erzielt B-A-L-Germany damit Mietrenditen im deutlich zweistelligen Prozentbereich. Aktuell umfasst das Immobilienportefeuille des Meißener Unternehmens rund 4.333 Quadratmeter.

ABBILDUNG 6: IMMOBILIENSTANDORTE B-A-L GERMANY



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Unternehmensprofil

Mit einer Wohnfläche von 4.333 Quadratmetern (01/2023) ist B-A-L Germany ein Bestandshalter von Wohnimmobilien. Regional liegt der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit im Freistaat Sachsen, insbesondere in den Städten Mittweida, Oybin, Frankenberg, Grimma, Döbeln und Meißen, wo das Unternehmen auch seinen Firmensitz hat. Im Fokus steht der handverlesene, kleinteilige Erwerb von vermieteten Wohnungen oder kleineren Gebäuden zu niedrigen Kaufpreisen, unter anderem aus Notverkäufen, wodurch B-A-L Germany auf sein Portfolio zweistellige Anfangsmietrenditen realisieren kann. Neubauten, Erbbaurechte, der Erwerb von Wohnungen mit Sozialbindung oder die Durchführung umfangreicher Sanierungsmaßnahmen sind dagegen im Geschäftsmodell nicht vorgesehen.

B-A-L Germany AG Vz.

Durch seine Fokussierung auf die strukturschwächeren Regionen Sachsens ist es B-A-L Germany gelungen, aus unserer Sicht bemerkenswert niedrige Einkaufspreise zu bezahlen: Zum Jahresende 2022e lag das nach HGB zu Anschaffungs- und Herstellkosten inklusive Sanierungsaufwendungen bilanzierte Immobilienvermögen nach unserer Einschätzung bei EUR 2,610 Mio. oder EUR 35.000 pro Wohneinheit. Hierdurch kann B-A-L Germany Kaltmieten aufrufen, die selbst in den strukturschwachen Regionen eine vollständige Vermietung bei zweistelligen Mietrenditen wahrscheinlich machen.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	0,170	0,262	0,296	0,305	0,380	0,429	0,456
YoY	%	93,5%	54,5%	12,9%	3,0%	24,7%	13,0%	6,2%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,008	0,041	0,049	0,004	0,000	0,000	0,000
Gesamtleistung	EUR Mio.	0,178	0,303	0,345	0,309	0,380	0,429	0,456
YoY	%	93,1%	70,5%	14,0%	-10,5%	23,0%	13,0%	6,2%
Materialaufwand	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
in % der Gesamtleistung	%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rohertrag	EUR Mio.	0,177	0,303	0,345	0,309	0,380	0,429	0,456
YoY	%	96,4%	71,0%	14,0%	-10,5%	23,0%	13,0%	6,2%
in % der Gesamtleistung	%	99,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,010	-0,018	-0,011	-0,011	-0,012	-0,012	-0,012
in % der Bruttoerlöse	%	-5,8%	-6,9%	-3,6%	-3,8%	-3,0%	-2,7%	-2,6%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-0,358	-0,212	-0,251	-0,191	-0,218	-0,232	-0,237
in % der Bruttoerlöse	%	-210,9%	-80,9%	-84,9%	-62,6%	-57,3%	-54,1%	-52,0%
EBITDA	EUR Mio.	-0,191	0,072	0,083	0,107	0,151	0,185	0,207
in % der Bruttoerlöse	%	-112,3%	27,6%	28,1%	35,1%	39,6%	43,2%	45,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,033	-0,059	-0,059	-0,060	-0,062	-0,065	-0,069
Amortisation	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBIT	EUR Mio.	-0,224	0,014	0,024	0,047	0,088	0,120	0,139
YoY	%	121,3%	-106,2%	75,0%	93,1%	90,1%	35,7%	15,4%
YoY	EUR Mio.	-0,123	0,238	0,010	0,022	0,042	0,032	0,018
in % der Bruttoerlöse	%	-126,1%	4,6%	7,0%	15,1%	23,3%	28,0%	30,4%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-0,007	-0,007	-0,009	-0,012	-0,020	-0,022	-0,022
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBT	EUR Mio.	-0,231	0,007	0,015	0,035	0,069	0,098	0,117
in % der Bruttoerlöse	%	-130,2%	2,2%	4,4%	11,2%	18,1%	22,9%	25,6%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	-0,003	-0,005	-0,006
in % des EBT	%	0,0%	0,0%	0,0%	-1,1%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,234	0,002	0,009	0,029	0,060	0,088	0,105
in % der Bruttoerlöse	%	-1,318	0,006	0,028	0,095	0,158	0,205	0,231
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Anzahl der Aktien	Mio.	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
EPS	EUR	-0,12	0,00	0,00	0,01	0,03	0,04	0,05

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Immobilienportefeuille im Überblick

Ort	Straße	Baujahr	Erwerb	Vermietet seit	Mietrendite (%)	Wohnfläche (qm)
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.09.2014	01.09.2014	18,1%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.10.2014	01.10.2018	15,6%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.01.2015	Leerstehend	17,7%	21,46
Frankenberg	Am Sachsenpark 19	1998	01.02.2015	01.11.2019	15,4%	39,30
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	01.09.2017	20,6%	17,79
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	Leerstehend	19,2%	17,79
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	01.09.2019	19,1%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	Leerstehend	18,5%	21,46
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	01.10.2019	20,9%	17,79
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	01.10.2018	23,1%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	01.09.2018	22,2%	17,79
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	01.09.2019	19,1%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.10.2015	01.10.2017	16,1%	31,06
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.11.2015	01.09.2018	17,1%	41,97
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.11.2015	01.09.2018	30,0%	19,67
Meissen	Neugasse 20	1900	01.12.2015	15.09.2016	8,2%	38,22
Meissen	Neugasse 20	1900	01.10.2016	01.12.2019	7,9%	49,27
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	15.12.2018	10,1%	78,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.10.2019	8,5%	30,37
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	Leerstehend	17,1%	65,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.08.2018	40,9%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.10.2017	24,7%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	15.08.2019	50,4%	36,54
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.07.2017	38,2%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.10.2018	30,3%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.10.2019	41,5%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.07.2017	46,1%	21,47
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.10.2019	28,3%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.07.2017	38,2%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2017	01.10.2019	37,7%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2017	01.10.2018	35,9%	19,67
Langenau	Freistrasse 1	1959	01.03.2018	01.03.2019	14,0%	49,01
Grimma	Am Bieleborring 75	1995	01.04.2018	15.12.2018	7,6%	85,01
Colditz	Ochsenfurter Strasse 6	2006	01.04.2018	25.03.2018	10,3%	35,00
Grimma	Am Bieleborring 75	1995	01.05.2018	Leerstehend	5,5%	54,52
Grimma	Am Bieleborring 75	1995	01.05.2018	01.05.2018	7,1%	85,01
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2018	01.07.2018	10,5%	17,79
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2018	16.04.2018	10,7%	19,67
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.07.2015	18,7%	66,57
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.09.1990	19,2%	66,57
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.07.2008	25,6%	45,00
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.06.2017	33,4%	45,00
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.05.2016	17,8%	66,57
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.01.2010	19,4%	66,57

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Immobilienportefeuille im Überblick

Ort	Straße	Baujahr	Erwerb	Vermietet seit	Mietrendite (%)	Wohnfläche (qm)
Hambühren	Steinkamp 7	1998	01.10.2018	01.10.2018	1,9%	120,00
Grimma	Obstlandstrasse 39	1976	01.12.2018	01.12.2018	16,7%	46,91
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.01.2019	01.09.2017	16,4%	21,54
Frankenberg	Am Sachsenpark 11	1998	01.01.2019	01.02.2020	7,4%	58,00
Meissen	Poststraße 5	1879	01.03.2019	01.12.2019	7,9%	129,19
Sachsenburg	Schönborner Str. 22-25,	1964	01.03.2019	01.07.2019	5,9%	63,00
Döbeln	An der alten Gärtnerei 17	1995	01.03.2019	01.01.2007	12,2%	55,00
Frankenberg	Sachsenburger Weg 1/ 2,	1996	01.03.2019	01.03.2019	10,2%	28,60
Frankenberg	Sachsenburger Weg 5/ 6	1996	01.03.2019	01.05.2019	9,4%	61,02
Döbeln	Staupitzstrasse 17/ 18, HNr. 18, 1.OG, rechts rechts, 006	1840	01.04.2019	15.03.2019	12,4%	37,00
Meissen	Nossener Str. 12	1900	01.04.2019	01.05.2016	8,3%	56,80
Nossen	Lindenstraße 10, 1. OG	1900	01.04.2019	01.09.2000	7,6%	53,45
Döbeln	Staupitzstrasse 17/ 18	1840	01.05.2019	Leerstehend	10,5%	52,00
Frankenberg	Sachsenburger Weg 5/ 6	1996	01.07.2019	01.07.2019	9,6%	61,80
Döbeln	Wappenhenschstraße 16	1905	01.09.2019	01.03.2016	18,9%	57,81
Döbeln	Hainichener Straße 5	1910	01.09.2019	01.08.2019	9,0%	40,00
Döbeln	Hainichener Straße 5	1910	01.09.2019	Leerstehend	5,9%	55,95
Wernsdorf	OT Calbitz, Kötitzer Straße 3	1970	01.09.2019	unbekannt	11,2%	57,70
Wernsdorf	OT Luppa, Oststr. 3	1980	01.09.2019	19.11.1980	8,9%	57,10
Döbeln	Weststraße 19	1995	01.09.2019	01.12.2014	9,1%	65,34
Waldheim	Fröbelstraße 3	1995	01.09.2019	01.05.2012	12,7%	34,05
Frankenberg	Am Sachsenpark 13	1998	01.10.2019	01.10.2019	9,0%	26,23
Döbeln	Roßweiner Str. 3	1880	01.03.2020	01.11.2018	10,4%	50,70
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	01.03.2020	Leerstehend	15,1%	72,05
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	01.03.2020	01.02.2018	10,6%	71,16
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	01.03.2020	Leerstehend	15,1%	72,04
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	01.03.2020	01.10.2010	11,8%	69,79
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	01.03.2020	Leerstehend	14,9%	61,00
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	01.03.2020	Leerstehend	14,8%	58,50
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	01.03.2020	01.06.2019	14,0%	90,00
Rosswein	Herrmannstr. 28c	1996	01.03.2020	01.01.2019	10,5%	71,88
Rosswein	Herrmannstr. 28c	1996	01.03.2020	01.10.1997	10,6%	71,32
Döbeln	Roßweiner Str. 12	1908	01.05.2020	01.05.2020	13,4%	99,00
Riesa	Friedrich-List-Str. 29	1910	01.05.2020	Leerstehend	15,6%	70,65
Döbeln	Hainichener Str. 34	1998	01.05.2020	Leerstehend	9,3%	49,00
Frankenberg	Am Sachsenpark 19	1998	01.06.2020	01.01.2004	12,0%	74,50

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Aktiva), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	1,762	2,309	2,289	2,610	2,785	3,153	3,328
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,051	0,035	0,022	0,000	0,000	0,000	0,000
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,711	2,266	2,268	2,610	2,785	3,153	3,328
davon Grundstücke	EUR Mio.	1,677	2,266	2,239	2,610	2,785	3,153	3,328
davon Andere Anlagen	EUR Mio.	0,002	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
davon Anlagen im Bau	EUR Mio.	0,033	0,000	0,028	0,000	0,000	0,000	0,000
Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,000	0,007	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,276	0,288	0,343	0,472	0,535	0,309	0,293
Vorräte	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
DIO	d	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,010	0,054	0,128	0,092	0,080	0,063	0,047
DSO	d	21,7	73,9	155,2	108,6	76,0	53,2	37,3
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,263	0,230	0,210	0,210	0,210	0,210	0,210
Liquide Mittel	EUR Mio.	0,002	0,004	0,005	0,170	0,244	0,035	0,036
davon verpfändet	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,015	0,018	0,012	0,000	0,000	0,000	0,000
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bilanzsumme	EUR Mio.	2,053	2,615	2,644	3,081	3,319	3,461	3,621
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	1,627	2,228	2,238	2,267	2,327	2,415	2,520
Grundkapital	EUR Mio.	1,600	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,360	0,560	0,560	0,560	0,560	0,560	0,560
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Verlustvortrag	EUR Mio.	-0,099	-0,333	-0,332	-0,322	-0,293	-0,233	-0,145
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	-0,234	0,002	0,009	0,029	0,060	0,088	0,105
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,012	0,009	0,016	0,016	0,016	0,016	0,016
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,412	0,374	0,387	0,422	0,475	0,529	0,584
Bankschulden	EUR Mio.	0,000	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,090	0,022	0,052	0,059	0,080	0,100	0,117
DPO	d	191,1	30,5	62,9	69,2	76,1	83,7	92,1
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,322	0,302	0,285	0,313	0,345	0,379	0,417
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,375	0,500	0,500	0,500
Bankschulden	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,375	0,500	0,500	0,500
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,002	0,003	0,004	0,001	0,001	0,001	0,001
Bilanzsumme	EUR Mio.	2,053	2,615	2,644	3,081	3,319	3,461	3,621
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	%	85,8%	88,3%	86,6%	84,7%	83,9%	91,1%	91,9%
Immaterielles Vermögen	%	2,5%	1,3%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sachanlagevermögen	%	83,4%	86,7%	85,7%	84,7%	83,9%	91,1%	91,9%
Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	13,4%	11,0%	13,0%	15,3%	16,1%	8,9%	8,1%
Vorräte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	0,5%	2,1%	4,8%	3,0%	2,4%	1,8%	1,3%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	12,8%	8,8%	7,9%	6,8%	6,3%	6,1%	5,8%
Liquide Mittel	%	0,1%	0,2%	0,2%	5,5%	7,4%	1,0%	1,0%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,7%	0,7%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
PASSIVA								
Eigenkapital	%	79,2%	85,2%	84,6%	73,6%	70,1%	69,8%	69,6%
Grundkapital	%	77,9%	76,5%	75,6%	64,9%	60,3%	57,8%	55,2%
Kapitalrücklage	%	17,5%	21,4%	21,2%	18,2%	16,9%	16,2%	15,5%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verlustvortrag	%	-4,8%	-12,7%	-12,5%	-10,5%	-8,8%	-6,7%	-4,0%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-11,4%	0,1%	0,4%	0,9%	1,8%	2,5%	2,9%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	0,6%	0,4%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	20,1%	14,3%	14,6%	13,7%	14,3%	15,3%	16,1%
Bankschulden	%	0,0%	1,9%	1,9%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	4,4%	0,9%	2,0%	1,9%	2,4%	2,9%	3,2%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	15,7%	11,6%	10,8%	10,2%	10,4%	11,0%	11,5%
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	12,2%	15,1%	14,4%	13,8%
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	12,2%	15,1%	14,4%	13,8%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,234	0,002	0,009	0,029	0,060	0,088	0,105
Abschreibungen	EUR Mio.	0,033	0,059	0,059	0,060	0,062	0,065	0,069
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,005	-0,044	-0,074	0,036	0,012	0,017	0,016
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,036	0,034	0,020	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,004	-0,003	0,006	0,012	0,000	0,000	0,000
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	-0,004	-0,002	0,007	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,036	-0,068	0,029	0,007	0,022	0,020	0,017
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,002	0,000	0,001	-0,003	0,000	0,000	0,000
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-0,204	-0,022	0,058	0,141	0,156	0,190	0,207
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-0,047	0,015	0,014	0,022	0,000	0,000	0,000
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,744	-0,621	-0,053	-0,402	-0,237	-0,433	-0,244
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,791	-0,606	-0,039	-0,381	-0,237	-0,433	-0,244
Free Cashflow	EUR Mio.	-0,995	-0,628	0,018	-0,239	-0,082	-0,244	-0,037
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,300	0,400	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,240	0,200	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,051	0,050	0,000	0,375	0,125	0,000	0,000
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,008	-0,020	-0,017	0,028	0,031	0,034	0,038
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	0,482	0,630	-0,017	0,403	0,156	0,034	0,038
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-0,513	0,002	0,001	0,164	0,075	-0,209	0,001
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	0,516	0,002	0,004	0,005	0,170	0,244	0,035
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	0,002	0,004	0,005	0,170	0,244	0,035	0,036

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	0,170	0,262	0,296	0,305	0,380	0,429	0,456
Rohertrag	EUR Mio.	0,177	0,303	0,345	0,309	0,380	0,429	0,456
EBITDA	EUR Mio.	-0,191	0,072	0,083	0,107	0,151	0,185	0,207
EBIT	EUR Mio.	-0,224	0,014	0,024	0,047	0,088	0,120	0,139
EBT	EUR Mio.	-0,231	0,007	0,015	0,035	0,069	0,098	0,117
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,234	0,002	0,009	0,029	0,060	0,088	0,105
Anzahl Mitarbeiter		1	1	1	1	1	1	1
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	7,80	1,60	1,46	1,35	1,02		
Kurs Tief	EUR	1,42	0,85	0,94	0,98	0,98		
Kurs Durchschnitt	EUR	3,41	1,18	1,16	1,07	1,02		
Kurs Schlusskurs	EUR	1,02	1,13	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02
EPS	EUR	-0,12	0,00	0,00	0,01	0,03	0,04	0,05
BVPS	EUR	0,81	1,11	1,12	1,13	1,16	1,21	1,26
CFPS	EUR	-0,10	-0,01	0,03	0,07	0,08	0,09	0,10
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							2,58
Performance bis Kursziel	%							152,9%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	-112,3%	27,6%	28,1%	35,1%	39,6%	43,2%	45,4%
EBIT-Marge	%	-131,9%	5,3%	8,1%	15,3%	23,3%	28,0%	30,4%
EBT-Marge	%	-136,2%	2,5%	5,1%	11,4%	18,1%	22,9%	25,6%
Netto-Marge	%	-137,9%	0,6%	3,2%	9,6%	15,8%	20,5%	23,1%
FCF-Marge	%	-586,0%	-239,4%	6,1%	-78,6%	-21,5%	-56,7%	-8,2%
ROE	%	-14,4%	0,1%	0,4%	1,3%	2,6%	3,6%	4,2%
NWC/Umsatz	%	-47,0%	12,0%	25,6%	10,9%	0,0%	-8,5%	-15,2%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	170	262	296	305	380	429	456
Pro-Kopf-EBIT	EUR	-224	14	24	47	88	120	139
Capex/Umsatz	%	438,3%	236,9%	17,9%	132,0%	62,5%	100,9%	53,6%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	93,5%	54,5%	12,9%	3,0%	24,7%	13,0%	6,2%
Rohertrag	%	96,4%	71,0%	14,0%	-10,5%	23,0%	13,0%	6,2%
EBITDA	%	113,8%	n/a	14,7%	28,6%	41,0%	23,0%	11,7%
EBIT	%	121,3%	n/a	75,0%	93,1%	90,1%	35,7%	15,4%
EBT	%	116,9%	n/a	128,2%	127,8%	98,1%	43,1%	18,8%
Nettoergebnis	%	124,4%	n/a	469,1%	207,7%	105,4%	46,6%	19,8%
EPS	%	45,8%	n/a	469,1%	207,7%	105,4%	46,6%	19,8%
CFPS	%	117,2%	-89,2%	n/a	145,2%	10,1%	21,8%	9,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,762	2,309	2,289	2,610	2,785	3,153	3,328
Umlaufvermögen	EUR Mio.	0,291	0,306	0,355	0,472	0,535	0,309	0,293
Eigenkapital	EUR Mio.	1,627	2,228	2,238	2,267	2,327	2,415	2,520
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,426	0,386	0,407	0,814	0,992	1,046	1,101
EK-Quote	%	79,2%	85,2%	84,6%	73,6%	70,1%	69,8%	69,6%
Gearing	%	0,1%	-2,0%	-2,0%	5,3%	8,3%	-0,6%	-0,6%
Working Capital	EUR Mio.	-0,080	0,032	0,076	0,033	0,000	-0,036	-0,069
Capital Employed	EUR Mio.	1,682	2,333	2,365	2,643	2,785	3,116	3,259
Asset Turnover	x	0,083	0,100	0,112	0,099	0,114	0,124	0,126
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	15,6	3,2	2,9	2,7	2,0	-	-
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	2,8	1,7	1,9	2,0	2,0	-	-
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	6,8	2,4	2,3	2,1	2,0	-	-
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	2,0	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Nettofinanzposition	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	15,6	3,2	2,9	2,8	2,2	-	-
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	2,8	1,7	1,8	2,1	2,2	-	-
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	6,8	2,3	2,3	2,3	2,2	-	-
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	2,0	2,2	2,0	2,2	2,2	2,0	2,0
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	91,90	12,03	9,72	9,25	5,88	-	-
EV/Umsatz Tief	x	16,74	6,31	6,20	6,82	5,67	-	-
EV/Umsatz Durchschnitt	x	40,19	8,83	7,69	7,41	5,88	-	-
EV/Umsatz Schlusskurs	x	12,03	8,45	6,74	7,09	5,88	4,72	4,44
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	43,5	34,6	26,4	14,8	-	-
EV/EBITDA Tief	x	n/a	22,8	22,1	19,5	14,3	-	-
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	31,9	27,4	21,1	14,8	-	-
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	30,6	24,0	20,2	14,8	10,9	9,8
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	160,7	82,8	46,4	25,3	16,9	14,6
KGV Hoch	x	n/a	1917,8	307,5	92,4	34,0	-	-
KGV Tief	x	n/a	1018,9	198,0	67,1	32,7	-	-
KGV Durchschnitt	x	n/a	1414,4	244,3	73,3	34,0	-	-
KGV Schlusskurs	x	n/a	1354,5	214,8	69,8	34,0	23,2	19,4
KBV Schlusskurs	x	1,3	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	40,3	15,1	13,1	n/a	n/a
FCF-Yield	%	-48,8%	-27,8%	0,9%	-11,7%	-4,0%	-11,9%	-1,8%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Wettersteinstraße 4 | 82024 Taufkirchen bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH innerhalb der Rechtsprechung der Bundesrepublik Deutschland erstellt und veröffentlicht. Sie ist nur für Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie dient nur zu allgemeinen Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis zur Verfügung gestellt. Sie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden. **Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.**

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH/mit ihr verbundene Unternehmen und die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab sowie für Schäden, die entweder direkt oder als Folge der Verwendung von Informationen, Meinungen und Schätzungen in dieser Studie entstehen. Weder Sphene Capital GmbH/mit ihr verbundene Unternehmen noch die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen der Verfasser dieser Studie, die im Zusammenhang mit deren Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH/mit verbundene Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung ist terminlich nicht festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen, Finanzportale und per E-Mail an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Zuständige Behörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin).

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem jeweiligen Veröffentlichungstag vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.
Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.
Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet für die Beschreibung der Interessenskonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende Keys:

- Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisions-einnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
19.01.2023/11:10 Uhr	EUR 2,58/EUR 1,02	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
08.08.2022/06:50 Uhr	EUR 2,30/EUR 0,98	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
18.07.2022/07:45 Uhr	EUR 2,30/EUR 1,06	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
18.05.2021/09:15 Uhr	EUR 2,50/EUR 1,15	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen. Die gewählten Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich die auch auf den einzelnen Modellen basierenden Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf oder 24 Monate ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Alle an der Erstellung dieser Studie beteiligten Mitarbeiter unterliegen den internen Compliance-Regelungen der Sphene Capital GmbH. Die Vergütung der Mitarbeiter ist weder direkt noch indirekt mit der Erstellung dieser Studie verbunden. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, susanne.hasler@sphene-capital.de.

Informationsquellen

Teile der für diese Studie erforderlichen Informationen wurden vom Emittenten des analysierten Wertpapiers zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich diese Studie auf öffentlich zugängliche und als zuverlässig betrachtete Informationen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und Presseinformationen). Sphene Capital GmbH hat diese Informationen auf Plausibilität, nicht aber auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft.

Erklärung der Ersteller der Studien

Diese Studie wurde von dem/den auf der Titelseite genannten Research-Analysten erstellt. Die in dieser Studie geäußerten Ansichten spiegeln nicht in jedem Fall die Meinung der Sphene Capital GmbH/einem mit ihr verbundenen Unternehmen wider. Der/die Analyst(en) ist/sind allein für die in diesem Bericht geäußerten Meinungen und Einschätzungen verantwortlich. Der/die Verfasser dieser Studie bestätigen, dass alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen seinen/ihren Ansichten entsprechen. Die Vergütung des/der Verfasser dieser Studie des hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Empfehlungen oder Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen. Die Einschätzungen des/der Verfasser(s) dieser Studie wurden zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten beeinflusst. Teile dieser Studie können dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken zugesendet worden sein, ohne dass im Anschluss jedoch wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

Diese Studie wurde am 19.01.2023 um 10:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 1,02.