

Hold EUR 12,00 Kurs EUR 10,99 Upside 9,2 %	Wertindikatoren: EUR NAV (WRe): 10,85 FFO-Rendite: 13,47	Aktien Daten: Bloomberg: DEF GR Reuters: DEF.MU ISIN: DE000A13SUL5	Beschreibung: -
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 38,98 Aktienanzahl (Mio.): 3,55 Freefloat MC: 14,93 Ø Trad. Vol. (30T): 38,78	Aktionäre: Freefloat 38,3 % MSC Invest GmbH 43,1 % Geminus GmbH 6,2 % Supervisory board 2,0 % ABCON Vermögensverwaltung 10,4 %	Risikoprofil (WRe): 2017e LTV: 64,7 % EK-Quote: 21,3 %

Hochprofitabler Spezialist für Fachmarktzentren

Die 2014 gegründete **DEFAMA** ist ein deutsches Gewerbeimmobilienunternehmen mit Fokus auf **Fachmarktzentren in kleinen und mittleren Städten**. Der geografische Schwerpunkt liegt in Nord- und Ostdeutschland. Derzeit umfasst das **Portfolio** 22 verschiedene Immobilien mit einem geschätzten aktuellen **Marktwert von ca. EUR 66 Mio.** und einer vermietbaren Fläche von 85.308 m². Der LTV sollte derzeit bei knapp 65% liegen, die WALT beträgt 3,9 Jahre und die durchschnittliche Vermietungsquote 97%. Die DEFAMA verfolgt eine „**Buy and Hold**“-Strategie und kann dank einer schlanken Struktur eine hochprofitable durchschnittliche **FFO-Marge von knapp 40% der Gesamtmietserträge** generieren.

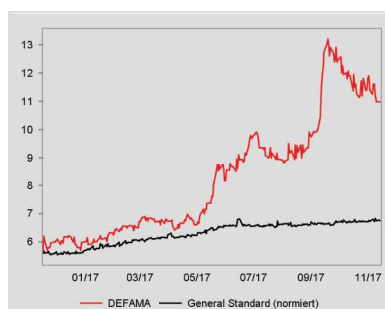
Das vom Unternehmen gewählte **Marktsegment** bietet attraktive Renditechancen, denn mit einem Investitionsvolumen von EUR 1-5 Mio., vorwiegend in ländlichen Gegenden, ist es **zu klein und zu illiquide, um bei institutionellen Investoren Beachtung zu finden**. Daher gelingt es der DEFAMA in der Regel, **beim Kauf von Fachmarktzentren maximal das 9-fache der Mieterträge zu zahlen** und damit weniger als das für ähnliche Objekte in Metropolregionen üblicherweise verlangte 15- bis 16-fache. Die Wettbewerbsintensität von anderen Einzelhandelsstandorten in den Einzugsgebieten ist niedrig. **Zu den Ankermietern zählen üblicherweise deutschlandweite, bonitätsstarke Lebensmittelhändler**, auf die derzeit **rund 51% der annualisierten Mieterträge entfallen**. Mit einem nur begrenzten Wettbewerb ist der Kundenverkehr an den Einzelhandelsstandorten stabil. Gleichzeitig ist die **Mieterbasis sehr diversifiziert**, da auf keinen Mieter mehr als 10% der jährlichen Mieterträge entfallen.

In der Regel werden **bis zu 90% des ursprünglichen Kaufpreises** bei lokalen Sparkassen und Volksbanken, die auch die lokalen Mieter gut kennen, **fremdfinanziert**. Mit festen Zinssätzen von durchschnittlich 2,45% p.a. über einen festen Zeitraum von 8,4 Jahren **sind die gewährten Konditionen äußerst vorteilhaft**.

Mit **rund 10.000 Immobilien in Nord- und Ostdeutschland**, die auf den Markt kommen könnten und sich vorwiegend in privaten Händen befinden, ist der **Markt für Fachmarktzentren stark fragmentiert**. Die DEFAMA überprüft jedes Jahr mehrere hundert Objekte, von denen sich ein Zehntel mit den Akquisitionskriterien des Unternehmens deckt (solide Mieter, niedriger Leerstand, nur geringe Investitionen erforderlich). Im Schnitt wird das Unternehmensportfolio jährlich um fünf bis acht Immobilien bei einem Kapitaleinsatz von EUR 15-20 Mio. ergänzt. **Wir unterstellen in unserem Modell, dass das Unternehmen 2018e und 2019e mit den vorhandenen Finanzmitteln und keiner neuen Kapitalerhöhung weitere Immobilien im Wert von EUR 20 Mio. kauft**. Einschließlich unseres Akquisitionsszenarios, den geplanten größeren Investitionen und den daraus resultierenden Mietsteigerungen bei Bestandsimmobilien sollten die jährlichen Mieterträge bis 2021e um durchschnittlich 17% p.a. und der FFO um durchschnittlich 15% p.a. wachsen.

Der vom Unternehmen kommunizierte NAV je Aktie liegt **zum 30. September 2017 bei EUR 6,03 je Aktie** und stützt sich auf konservative Annahmen. Unsere **EPRA-NAV-Berechnung 2018e ergibt EUR 10,85 je Aktie**. Ein auf FFO-Renditen nach Steuern in 2018e basierender Peer-Group-Vergleich führt zu einem fairen Wert von **EUR 13,47 je Aktie**. Unsere **Halten-Empfehlung mit einem Kursziel von EUR 12,00 ist der Durchschnitt beider Ansätze**. Wir rechnen wir mit einer großzügigen Dividendenpolitik, die sich aus einer zukünftigen **attraktiven Dividendenrendite von 5%** ergibt.

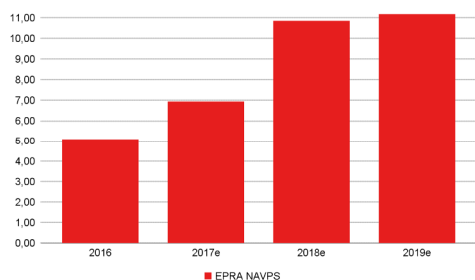
Das Unternehmen ist seit Juli 2016 im Freiverkehr der Münchener Börse gelistet. Neben dem Management hält ein zur Familie Weinmann gehörendes Investitionsvehikel hinter der im TecDAX gelisteten CANCOM 10,4% der Aktien und dürfte an einer Beteiligung von über 10% festhalten. Wir würden angesichts der begrenzten liquiden Mittel und zahlreichen bestehenden Chancen erwarten, dass die DEFAMA künftig zur Wachstumsfinanzierung Eigenkapitalmärkte erschließt.



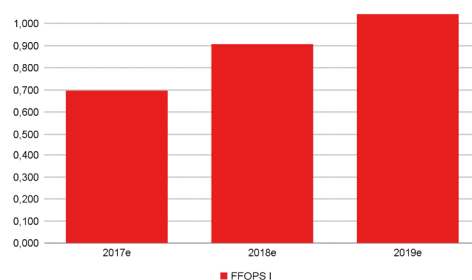
Rel. Performance vs General	
1 Monat:	-8,4 %
6 Monate:	44,5 %
Jahresverlauf:	64,0 %
Letzte 12 Monate:	56,7 %

Unternehmenstermine:	
20.11.17	RS CPH/HEL
21.11.17	RS LON
22.11.17	RS FFM

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (16-21e)	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Mieterlöse		1,01	3,44	5,80	8,06	9,35	10,04	10,48
Wachstum yoy		n.a.	240,6 %	68,7 %	38,9 %	16,1 %	7,4 %	4,4 %
EBIT		0,46	1,67	3,67	3,78	4,35	4,66	4,95
FFO I		0,53	1,59	2,47	3,22	3,70	3,97	4,25
FFO I Marge		52,2 %	46,2 %	42,6 %	39,9 %	39,5 %	39,6 %	40,6 %
EBT		0,36	1,11	2,97	2,62	2,96	3,16	3,52
Nettoergebnis		0,30	0,89	2,34	1,88	2,07	2,14	2,43
EPS		0,14	0,31	0,66	0,53	0,58	0,60	0,69
FFOPS I		0,24	0,55	0,70	0,91	1,04	1,12	1,20
DPS		0,10	0,20	0,35	0,45	0,52	0,56	0,60
Dividendenrendite		n.a.	3,8 %	3,2 %	4,1 %	4,7 %	5,1 %	5,5 %
Buchwert je Aktie		2,12	3,00	3,39	3,57	3,70	3,79	3,91
EPRA NAVPS		3,26	5,10	6,94	10,85	11,17	13,72	18,97
KGV		n.a.	17,0 x	16,6 x	20,7 x	18,9 x	18,2 x	16,0 x
KBV		n.a.	1,4 x	3,2 x	3,1 x	3,0 x	2,9 x	2,8 x
P / NAVPS		n.a.	1,0 x	1,6 x	1,0 x	1,0 x	0,8 x	0,6 x
FFO I-Yield		n.a.	10,5 %	6,3 %	8,2 %	9,5 %	10,2 %	10,9 %
ROE		n.a.	11,6 %	20,7 %	15,3 %	16,0 %	16,1 %	17,8 %
LTV		50,8 %	43,6 %	64,7 %	65,0 %	66,2 %	63,0 %	59,9 %
EK-Quote		26,0 %	32,0 %	21,3 %	19,5 %	17,2 %	18,2 %	19,4 %
Guidance:	n.a.							

NAV pro Aktie
in EUR


Quelle: Warburg Research

Entwicklung FFO pro Aktie
in EUR


Quelle: Warburg Research

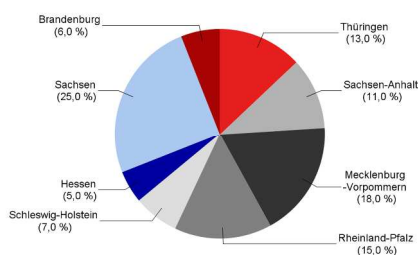
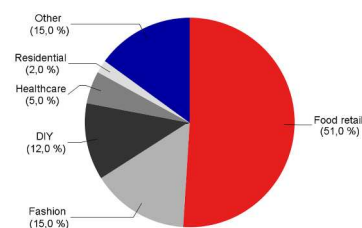
Unternehmenshintergrund

- Die 2014 gegründete DEFAMA mit Sitz in Berlin ist auf den Kauf, Besitz und die Verwaltung von Fachmarktzentren in kleinen und mittleren deutschen Städten, überwiegend in Ost- und Norddeutschland, fokussiert.
- Es wird eine "Buy and Hold"-Anlagestrategie für Objekte mit hohem Vermietungsstand und niedrigen Investitionsanforderungen für einen Kaufpreis von maximal dem 9-fachen der Jahresmiete verfolgt.
- Das Investitionsvolumen liegt bei EUR 1 - 5 Mio. je Objekt. Ankermieter sind deutschlandweite Lebensmittelhändler.

Wettbewerbsqualität

- Immobilienkompetenz: Gründer, Mehrheitsaktionär und CEO Matthias Schrade, der zuvor als Vorstandsmitglied Akquisitionen für das Münchener Immobilienunternehmen FCR begleitet hat.
- Einziger Fokus: Das Unternehmen bewirbt sich um Objekte, die entweder zu groß für einzelne Investoren oder zu klein für institutionelle Investoren sind und kann daher „günstig kaufen“.
- Guter Zugang zu den Netzwerken lokaler öffentlicher Banken, bei denen Immobilienfinanzierungen für DEFAMA-Projekte große und wichtige Deals sind und die wiederum die kleineren Mieter gut kennen.
- Fokus auf führende Zentren in kleineren Städten („der große Fisch im kleinen Teich“).

,

Geographische Verteilung der
Mieteinnahmen
% der Mieteinnahmen

Mieteinnahmen Struktur
% der Mieteinnahmen


Quelle: Warburg Research

Zusammenfassung des Investment Case	4
Unternehmensüberblick	5
Unternehmenshintergrund	6
Unternehmensgeschichte	6
Track Record bei Akquisitionen	7
Eigentümerstruktur	8
Managementhintergrund	8
Unternehmensstrategie	9
Ergebnisprognosen	10
Bewertung	15
NAV-Ansatz: fairer Wert EUR 10,85 je Aktie	15
Peer-Group-Analyse	16
Sonstige Bewertungsüberlegungen	18

Zusammenfassung des Investment Case

Investment Trigger

- Einzigartiger Fokus im Bereich deutscher Gewerbeimmobilien auf Fachmarktzentren in kleinen und mittleren Städten, überwiegend in Nord- und Ostdeutschland.
- **Zielobjekte von EUR 1 Mio. bis EUR 5 Mio.** sind zu klein für institutionelle Investoren und zu groß für Privatinvestoren und eher illiquide, sodass das Unternehmen für nahezu bis voll vermietete Immobilien maximal einen Kauf-Multiplikator von 9x Jahresmieterträge zahlen muss. Dies **sorgt für starke Cashflows, wie eine FFO-Marge von knapp 40% andeutet.**
- Angesichts der starken Cashflow-Generierung **könnte ein Portfolio mit einer gewissen Größe durchaus Bewertungsmultiplikatoren im Bereich von 11x-14x auf sich vereinen.** TLG Immobilien hat jüngst den Kauf eines mit DEFAMA vergleichbaren Immobilienportfolios für eine geschätzte Jahresmiete von **13,8x bekannt gegeben.**
- **Equity story noch in einer frühen Phase**, da die DEFAMA an der Münchener Börse und in keinem etablierten Marktsegment gelistet ist. Es wird ein Relisting im Segment m:access in München mit einem Zweitlisting in Frankfurt (XETRA) in Erwägung gezogen.

Bewertung

- Unser **NAV-Ansatz 2018e ergibt EUR 10,85 je Aktie**, unter der Annahme von Kennzahlen, die an die EPRA angelehnt sind, und unter Verwendung eines Mietmultiplikators von 10x - 13x. Nach den ersten neun Monaten 2017 veröffentlichte das Unternehmen einen NAV je Aktie von EUR 6,03, der sich auf konservative Bewertungsannahmen stützt (geschätzt 10,4x Mietmultiplikator).
- Ein FCF Yield Ansatz 2018 mit einer Peer Group bestehend aus deutschen Gewerbeimmobilienunternehmen führt zu einem fairen Wert je Aktie von **EUR 13,47.**
- Unser **Kursziel von EUR 12,00 je Aktie** ist der Durchschnitt beider Herangehensweisen. **HALTEN, da das Kurspotenzial auf dem aktuellen Niveau begrenzt ist.**
- Attraktive Dividendenaussichten mit einer durchschnittlichen Rendite von 5% bis 2021e

Wachstum

- Angesichts eines WALT von weniger als vier Jahren, sollten Vertragsverlängerungen zu Mieterhöhungen führen. Mit Ausnahme von zwei größeren Projekten, die wir mit dem Unternehmen erörtert haben (Radeberg und Löwenberg) rechnen wir in unserem Modell mit keinen weiteren Mietsteigerungen.
- Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen mit den aktuellen finanziellen Mitteln, einschließlich eines Anfangsverschuldungsgrads von 90%, weitere Objekte im Wert von EUR 20 Mio. kaufen kann (zu einem geschätzten Multiplikator der Jahresmiete von 8,5x) und dabei liquide Mittel von EUR 2 Mio. ohne zusätzliche Kapitalerhöhungen in 2018e und 2019e einsetzt. **Die Mieteinnahmen sollten im Schnitt bei 17% p.a. bis 2021e liegen.**
- **Der FFO sollte sich bis 2021e um durchschnittlich 15% p.a. erhöhen**, was durch die zunehmende Fremdfinanzierung des Unternehmens und den verzögerten Gesamtjahreseinfluss der erworbenen Vermögenswerte und Erhaltungsinvestitionen auf die Mieteinnahmen unter dem Mietertragswachstum liegt.

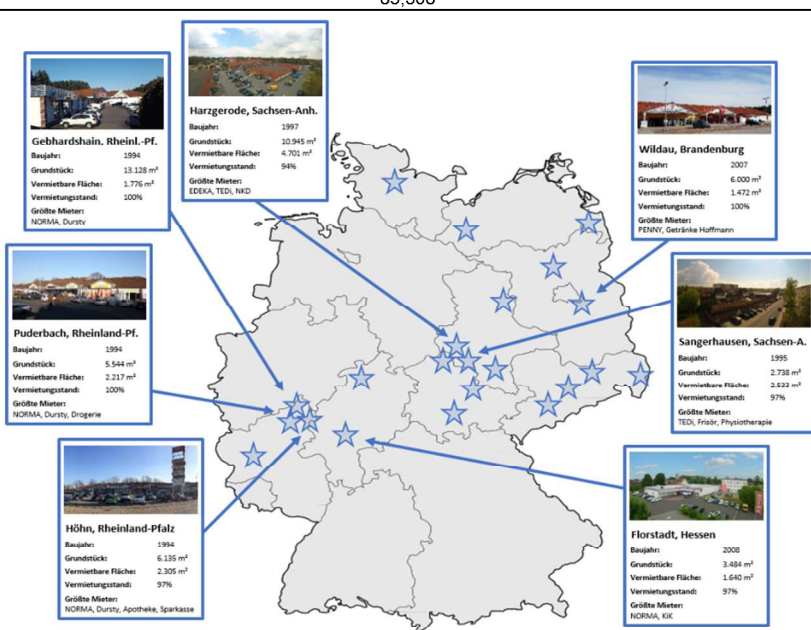
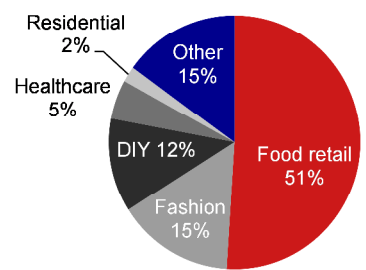
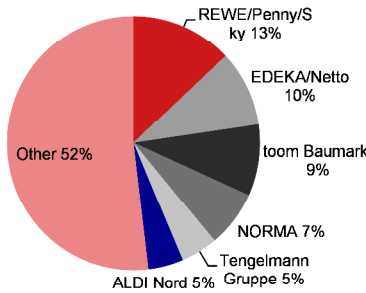
Wettbewerbsqualität

- Begrenzte Optionen für Einzelhändler, um die Einzugsgebiete des Unternehmens zu verlagern, die sich tendenziell in ländlichen Gegenden befinden.
- Guter Zugang zu den Netzwerken lokaler öffentlicher Banken, bei denen Immobilienfinanzierungen für DEFAMA-Projekte große und wichtige Deals sind und die wiederum die kleineren Mieter und lokalen „Mikromärkte“ gut kennen.
- Durch Anreize stark angesporntes Managementteam, das 50% des Unternehmens besitzt und über eine umfangreiche Immobilienerfahrung verfügt.

Warburg vs. Konsens

- Es gibt einen weiteren Broker, der die Aktie beobachtet und dessen Research-Berichte auf der Unternehmenswebsite erhältlich sind.

Unternehmensüberblick

DEFAMA Deutsche Fachmarkt AG	
Business description	German commercial real estate company focused on retail parks in rural areas, the portfolio comprises 22 assets
Annualised Rental Income (1)	EUR 6.3m
Annualised FFO (1)	EUR 3.2m
Margin	51%
Employees	11
Investment properties (2)	approx. EUR 66m
Rentable space (sqm)	85,308
Portfolio overview (3)	 Gebhardshain, Rheinl.-Pf. Baujahr: 1994 Grundstück: 13.128 m² Vermietbare Fläche: 1.776 m² Vermietungsstand: 100% Größte Mieter: NORMA, Durst Harzgerode, Sachsen-Anh. Baujahr: 1997 Grundstück: 10.945 m² Vermietbare Fläche: 4.701 m² Vermietungsstand: 94% Größte Mieter: EDEKA, TEDI, NKD Wildau, Brandenburg Baujahr: 2007 Grundstück: 6.000 m² Vermietbare Fläche: 1.472 m² Vermietungsstand: 100% Größte Mieter: PENNY, Getränke Hoffmann Puderbach, Rheinland-Pf. Baujahr: 1994 Grundstück: 5.544 m² Vermietbare Fläche: 2.217 m² Vermietungsstand: 100% Größte Mieter: NORMA, Durst, Drogerie Sangerhausen, Sachsen-A. Baujahr: 1995 Grundstück: 2.728 m² Vermietbare Fläche: 2.822 m² Vermietungsstand: 97% Größte Mieter: TEDI, Frisch, Physiotherapie Höhn, Rheinland-Pfalz Baujahr: 1994 Grundstück: 6.135 m² Vermietbare Fläche: 2.305 m² Vermietungsstand: 97% Größte Mieter: NORMA, Durst, Apotheke, Sparkasse Florstadt, Hessen Baujahr: 2008 Grundstück: 3.484 m² Vermietbare Fläche: 1.640 m² Vermietungsstand: 97% Größte Mieter: NORMA, KK
Breakdown of net rental income (1)	 Residential 2% Healthcare 5% DIY 12% Fashion 15% Other 15% Food retail 51%
Major tenants (1)	 REWE/Penny/Sky 13% EDEKA/Netto 10% Lidl Baumarkt 9% NORMA 7% Tengelmann Gruppe 5% ALDI Nord 5% Other 52%
Vacancy (1)	3%
WALT (1)	3.9
LTV (1)	65.0%

(1) Company data, as of nine months 2017, basic rent

(2) Estimated value as of nine months 2017, company data

(3) Only latest additions to the portfolio shown in boxes

Quelle: Warburg Research

Unternehmenshintergrund

- Die 2014 gegründete DEFAMA ist ein deutsches Gewerbeimmobilienunternehmen mit Fokus auf **Fachmarktzentren in kleinen und mittleren Städten, überwiegend in Nord- und Ostdeutschland**.
- Das aktuelle **Portfolio mit 22 verwalteten Objekten** hat laut den vom Unternehmen bereitgestellten Gutachterdaten einen geschätzten Wert von ca. **EUR 66 Mio.**
- Ziel des Unternehmens sind reifere, voll vermietete Objekte, die sich „**unter dem Radar**“ der **Mainstream-Investoren für Gewerbeimmobilien** befinden, und für die ein Kaufmultiplikator von maximal dem **9-fachen der Jahresmiete** gezahlt wird, wovon bis zu 90% mit Krediten von lokalen öffentlichen Banken und Sparkassen finanziert werden.
- Das Unternehmen ist seit Juli 2016 an der Münchener Börse gelistet und erstellt die Abschlüsse gemäß HGB-Standards. Zur Wachstumsfinanzierung wurden bisher zwei Kapitalerhöhungen durchgeführt.
- Derzeit hält das Management 51,3% des Unternehmens während ein Investmentvehikel, das dem CEO des börsennotierten TecDAX-Unternehmen CANCOM gehört, eine Beteiligung von 10,4% hält.

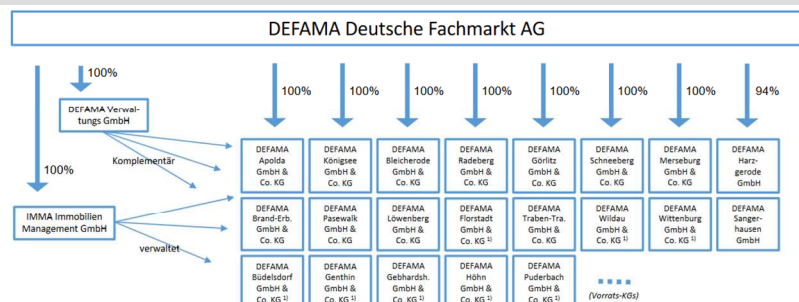
Unternehmensgeschichte

Die DEFAMA Deutsche Fachmarkt AG ist ein deutsches Gewerbeimmobilienunternehmen mit Sitz in Berlin. Das Unternehmen wurde im Jahr 2014 vom aktuellen CEO und Mehrheitsaktionär Matthias Schrade (38) gegründet. Herr Carsten Müller (52) trat dem Unternehmen im November 2015 als Vorstandsmitglied bei. Weitere Details zu den entsprechenden Verantwortungsbereichen sind im Abschnitt „Managementhintergrund“ aufgeführt.

Der Fokus des Unternehmens liegt auf dem Kauf und der Verwaltung von reifen und nahezu bis voll vermieteten Fachmarktzentren in Nord- und Ostdeutschland, die eine weniger liquide, weniger besetzte Nische bilden, die noch immer werthaltige Möglichkeiten in einem ansonsten stark umkämpften deutschen Gewerbeimmobilienmarkt bieten.

Derzeit verwaltet das Unternehmen 22 Immobilien, die alle als Unternehmenstöchter mit einer zur Finanzierung ihres Kaufs aufgenommenen Non-Recourse-Finanzierung strukturiert sind. Die DEFAMA greift dabei auf Sparkassen vor Ort mit starkem lokalem Know-how zurück.

DEFAMA Deutsche Fachmarkt AG - Organigramm



Quelle: Unternehmenspräsentation

Die Aktie der DEFAMA wurde am 13. Juli 2016 im Freiverkehr der Münchener Börse mit minimalen Anforderungen an das Berichtswesen, die das Unternehmen klar übertrifft (z.B. Quartalsberichte), zu einem Kurs je Aktie von EUR 4,13 gelistet.

Das Unternehmen strebt ein Listing im Segment m:access der Münchener Börse mit einem Zweitlisting im XETRA an, was für mehr Visibilität und eine größere Liquidität für die Aktie sorgen würde.

Die Abschlüsse des Unternehmens werden gemäß HGB-Standard erstellt.

Neben der nachfolgend näher ausgeführten Akquisitionshistorie sind die folgenden wesentlichen Ereignisse erwähnenswert:

- **Kapitalerhöhung im Mai 2016:** Es wurden 1 Million neue Aktien zu einem Preis von EUR 3,33 je Aktie ausgegeben, was zu Bruttoerlösen i.H.v. EUR 3,33 Mio. führte, die zur Finanzierung von Akquisitionen verwendet worden sind.
- **Kapitalerhöhung im Dezember 2016:** Es wurden 322.000 neue Aktien zu einem Preis von EUR 6,00 je Aktie ausgegeben, was zu Bruttoerlösen i.H.v. EUR 2 Mio. führte, die zur Finanzierung von Akquisitionen verwendet worden sind.
- **September 2017:** Joint Venture mit der HD Gruppe, einem Projektentwickler mit Sitz in Berlin, der den Kauf eines 50%-Anteils am EKZ Radeberg, einem der größten Objekte des Unternehmens, für geschätzte Bruttoerlöse i.H.v. EUR 2 Mio. und einem außerordentlichen Nachsteuergewinn von EUR 0,9 Mio. umfasste, der im Geschäftsjahr 2017 verbucht werden soll. Mit dem Abschluss der Transaktion wird gegen Ende des Jahres gerechnet.

Track Record bei Akquisitionen

Seit der Gründung hat die DEFAMA ein Portfolio von 22 Objekten zusammengestellt. **Im Schnitt wurde für die erworbenen Objekte bisher nur das 8,1-fache des jährlichen Mietmultiplikators gezahlt.**

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick der Akquisitionshistorie und der pro Objekt gezahlten geschätzten Multiplikatoren.

Akquisitionshistorie							
	Acquisition year	Acquisition value	Acquisition value per square meter	Rental multiple	Square meters	Vacancy	Annualised net rental income
Apolda	2014	2.32	823.6	8.5 x	2,817	0.0%	0.27
Bleicherode	2015	2.57	652.0	7.1 x	3,942	5.0%	0.36
Brand-Erbisdorf	2015	1.98	827.1	8.1 x	2,394	0.0%	0.24
Büdelsdorf	2016	3.1	571.3	7.2 x	5,426	5.0%	0.43
Florsdorf	2017	n.a.	n.a.	n.a.	1,660	5.0%	0.10
Gebhardshain	2017	n.a.	n.a.	n.a.	1,776	0.0%	0.18
Genthin	2016	n.a.	984.1	n.a.	2,486	0.0%	0.18
Görlitz	2015	2.6	n.a.	n.a.	3,917	0.0%	0.32
Harzgerode	2017	n.a.	n.a.	n.a.	4,701	9.0%	0.25
Höhn	2017	< 7.0	520.8	8.9 x	3,719	4.0%	0.38
Königssee	2015	1.724	984.1	8.2 x	2,394	0.0%	0.20
Löwenberg	2016	< 1.4	451.9	6.6 x	3,098	3.0%	0.21
Merseburg	2016	1.03	657.3	7.2 x	1,567	10.0%	0.14
Paseburg	2016	6	n.a.	n.a.	13,335	0.0%	0.69
Puderbach	2017	n.a.	n.a.	n.a.	2,215	0.0%	0.20
Radeberg	2016	5.5	984.1	n.a.	13,630	5.0%	0.76
Sangerhausen	2017	n.a.	n.a.	n.a.	2,533	5.0%	0.13
Schneeberg	2015	2.2	520.8	8.9 x	2,476	0.0%	0.27
Traben-Trarbach	2016	1.65	633.9	8.2 x	2,603	0.0%	0.20
Wildau	2017	1.8	1,222.8	9.2 x	1,472	0.0%	0.20
Wittenburg	2016	3.6	755.0	8.4 x	4,768	0.0%	0.43
Waldeck-Sachsenhausen	2017	1.85	777.6	9.2 x	2,379	0.0%	0.20
Average			757.8	8.1 x		3.0%	
TOTAL							EUR 6.3m
Estimated current portfolio value (1)							EUR 66.0m
Implied rental multiple							10.4 x

(1) Source: Company data, Winters & Hirsch

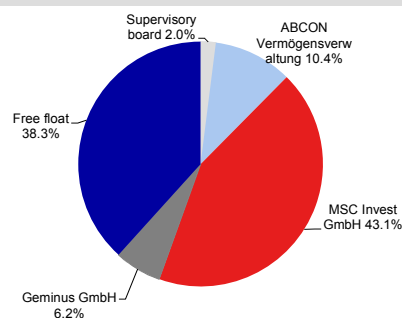
Quelle: Unternehmensdaten, Warburg Research

Eigentümerstruktur

Die MSC Invest GmbH ist das Investitionsvehikel von Herrn Schrade. Die Geminus GmbH gehört Vorstandsmitglied Dr. Müller.

Die ABCON Vermögensverwaltung ist ein Investitionsvehikel der Familie Weinmann. Herr Klaus Weinmann ist der CEO des im TecDAX gelisteten IT & Softwareunternehmen CANCOM. Unseren Gesprächen mit der DEFAMA zufolge beabsichtigt ABCON, eine Beteiligung von über 10% am Unternehmen zu halten.

Eigentümerstruktur



Quelle: Unternehmensdaten

Managementhintergrund

Herr Matthias Schrade (38), Gründer und Vorstandsmitglied. Bereits in seinen Zwanzigern gründete Herr Schrade die Forschungsgesellschaft GSC Research mit Fokus auf deutsche Small- und Midcaps. Im Anschluss daran wechselte er in den Vorstand von FCR Immobilien, einem Immobilienunternehmen mit Sitz in München, wo er für dessen Umwandlung in eine Aktiengesellschaft sowie für Akquisitionen und Finanzierungen verantwortlich war. 2014 gründete er DEFAMA, wo er aktuell für Akquisitionen, Finanzen, die Betreuung von Ankermietern sowie Public und Investor Relations verantwortlich ist.

Dr Carsten Müller (52), Vorstandsmitglied. Herr Dr. Müller ist ein Architekt, Property Manager, Projektleiter und Unternehmer mit jahrzehntelanger Erfahrung. Er schloss ein Studium als Verwaltungsfachwirt ab und bringt ein breites Fachwissen aus den Bereichen Bau, Verwaltung und Verwaltungsrecht ein. Seine Verantwortungsbereiche sind die bauliche Prüfung und Instandhaltung der Objekte, Umbaumaßnahmen, die Betreuung kleinerer Mieter und das Back Office.

Peter Schropp, Vorsitzender des Aufsichtsrats. Herr Schropp war bis September 2014 Vorstandsmitglied der VIB Vermögen AG, einem an der Münchener und Frankfurter Börse im Freiverkehr gelisteten deutschen Gewerbeimmobilienunternehmen mit einer Marktkapitalisierung von über EUR 600 Mio. und Schwerpunkt auf Objekten in den Bereichen Logistik, Industrie und Einzelhandel. Herr Schropp war für Immobilien verantwortlich und nahm beim Ausbau des Immobilienportfolios der VIB Vermögen auf knapp EUR 1 Mrd. verwaltete Objekte eine entscheidende Rolle ein.

Herr Ulrich Rücker, Stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats. Bis September 2016 war Herr Rücker Vorstandsmitglied der Rücker Immobilien Portfolio AG und verfügt über eine jahrzehntelange Erfahrung in der Immobilienbranche. Er hat erfolgreich mehrere Immobilienfirmen aufgebaut und ihren Börsengang begleitet.

Henrik von Lukowicz, Aufsichtsratsmitglied. Herr Lukowicz ist Senior Investor Relations Manager bei der METRO AG und verfügt mit seiner guten Vernetzung im Banken- und Fondsmanagementbereich über Erfahrungen in der Kapitalmarktkommunikation und im Einzelhandel.

Unternehmensstrategie

Erklärtes Ziel von DEFAMA ist es, einer der größten Bestandhalter von Fachmarktzentren in kleinen und mittleren deutschen Städten zu werden. Das Unternehmen verfolgt eine langfristige "Buy and Hold"-Strategie mit dem Ziel, eine nachhaltige Steigerung der Werthaltigkeit der Objekte zu erzielen.

In der Regel überprüft die DEFAMA jährlich mehrere hundert Immobilien und verfolgt dabei die folgenden Akquisitionskriterien

- **Fokus auf Fachmarktzentren in ländlichen/semi-ländlichen Gebieten** was zu einem begrenzten Online-Wettbewerb und einer langfristigen Nachhaltigkeit der Standorte führt.
- **Fokus auf kleine und mittelgroße Städte außerhalb der Mainstream-Gewerbeimmobilienmärkte.**
- Akquisitionsmultiplikator von maximal dem 9-fachen der Jahresmiete.
- Zwei oder mehr bonitätsstarke Ankermieter mit einer Restmietdauer von mindestens fünf Jahren oder mehr.
- Nicht mehr als zehn Mieter pro Immobilie.
- Niedrige Leerstandsquote und Investitionsanforderungen.
- Mindestjahresmiete pro Immobilie von EUR 100.000.
- Möglichkeit einer langfristigen Bankfinanzierung, um bei einer Akquisition bis zu 90% des Kaufpreises fremdfinanzieren zu können. Die Zinsen sind im Durchschnitt für 8,4 Jahre festgelegt und liegen derzeit bei 2,45%.
- Feste Überzeugung, dass die Standorte langfristig nachhaltig vermietet werden können (d.h. kein Potenzial für konkurrierende Neubauten, gute Demographie).
- Durchschnittlicher Kaufpreis von EUR 1 Mio. – EUR 5 Mio. pro Immobilie mit bisher nur einigen wenigen Ausnahmen (so wurde Radeberg für EUR 5,5 Mio. erworben, 50% des Objekts soll 2017 verkauft werden, ein Abschluss wird bis Jahresende erwartet). Diese Vermögenswerte sind zu klein für institutionelle Investoren, wodurch sich für das Unternehmen vorteilhafte Bietermöglichkeiten zu „günstigen“ Preisen ergeben.

Ergebnisprognosen

- Durchschnittlicher Anstieg der Mieterträge bis 2021e: ca. 17 % p.a.
- Durchschnittliches FFO-Wachstum bis 2021e: 15% p.a.
- **Steigerung der Mieterträge** durch Gesamtjahreseffekt der jüngsten Transaktionen und **2 große Renovierungsprojekte**, die für 2018e und 2019e geplant sind und sich auch auf CAPEX, Finanzverbindlichkeiten und FFO-Prognosen auswirken.
- Für 2018e und 2019e rechnen wir zudem mit **sukzessiven Objektkäufen in Höhe von EUR 20 Mio.** mit den vorhandenen Finanzmitteln.
- 2017e ergaben sich für das Unternehmen durch den Verkauf einer 50% Beteiligung am EKZ Radeberg an die HD Gruppe **außerordentliche Nachsteuereinnahmen von EUR 0,9 Mio.**, sodass künftig Minderheitsanteile in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen werden.

Nachfolgend findet sich ein Überblick der **vermietbaren Fläche pro Immobilie**.

Annahmen zur vermietbaren Fläche					
Square meters	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Apolda	2,817	2,817	2,817	2,817	2,817
Bleicherode	3,942	3,942	3,942	3,942	3,942
Brand-Erbisdorf	2,394	2,394	2,394	2,394	2,394
Büdelsdorf	5,426	5,426	5,426	5,426	5,426
Florstadt	1,660	1,660	1,660	1,660	1,660
Gebhardshain	1,776	1,776	1,776	1,776	1,776
Genthin	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486
Görlitz	3,917	3,917	3,917	3,917	3,917
Harzgerode	4,701	4,701	4,701	4,701	4,701
Höhn	3,719	3,719	3,719	3,719	3,719
Königsee	2,394	2,394	2,394	2,394	2,394
Löwenberg	3,098	3,098	3,098	3,098	3,098
Merseburg	1,567	1,567	1,567	1,567	1,567
Pasewalk	13,335	13,335	13,335	13,335	13,335
Pudersbach	2,215	2,215	2,215	2,215	2,215
Radeberg	13,630	13,630	13,630	13,630	13,630
Sangerhausen	2,533	2,533	2,533	2,533	2,533
Schneeberg	2,476	2,476	2,476	2,476	2,476
Traben-Trarbach	2,603	2,603	2,603	2,603	2,603
Waldeck-Sachsenhausen	2,379	2,379	2,379	2,379	2,379
Wildau	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
Wittenburg	4,768	4,768	4,768	4,768	4,768
TOTAL	85,308	85,308	85,308	85,308	85,308

Quelle: Unternehmensdaten, Warburg Research

Beim insgesamt bereits hohen **Vermietungsstand** rechnen wir mit **keinen wesentlichen Veränderungen**.

Annahmen zum Vermietungsstand					
Occupancy	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Apolda	100%	100%	100%	100%	100%
Bleicherode	95%	95%	95%	95%	95%
Brand-Erbisdorf	100%	100%	100%	100%	100%
Büdelsdorf	95%	95%	95%	95%	95%
Florstadt	95%	95%	95%	95%	95%
Gebhardshain	100%	100%	100%	100%	100%
Genthin	100%	100%	100%	100%	100%
Görlitz	100%	100%	100%	100%	100%
Harzgerode	91%	91%	91%	91%	91%
Höhn	96%	96%	96%	96%	96%
Königsee	100%	100%	100%	100%	100%
Löwenberg	97%	97%	97%	97%	97%
Merseburg	90%	90%	90%	90%	90%
Pasewalk	100%	100%	100%	100%	100%
Pudersbach	100%	100%	100%	100%	100%
Radeberg	97%	97%	97%	97%	97%
Sangerhausen	95%	95%	95%	95%	95%
Schneeberg	100%	100%	100%	100%	100%
Traben-Trarbach	100%	100%	100%	100%	100%
Waldeck-Sachsenhausen	100%	100%	100%	100%	100%
Wildau	100%	100%	100%	100%	100%
Wittenburg	100%	100%	100%	100%	100%
TOTAL	97%	97%	97%	97%	97%

Quelle: Unternehmensdaten, Warburg Research

Es sind **Mietsteigerungen** bei den Fachmarktzentren in Radeberg und Löwenberg zu erwarten, wo das Unternehmen gegen Ende 2018 bzw. 2019 größere Renovierungen plant. Wir gehen davon aus, dass die Mietsteigerungen „anteilig“ in den Jahren erfolgen, in denen die Renovierungen vorgenommen werden.

Für die Zukunft werden keine Mieterhöhungen oder Inflations-Indexierungen erwartet.

Darüber hinaus unterstellen wir für 2018e und 2019e **Akquisitionen im Wert von EUR 20 Mio.**, die gleichmäßig über acht Quartale verteilt sind. Das Unternehmen sollte das 8,5-fache der Miete zahlen und 90% des Kaufpreises mit Finanzverbindlichkeiten finanzieren. Es sind keine weiteren Kapitalerhöhungen erforderlich.

Mietertragsannahmen

Rental income EUR m	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Apolda	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
Bleicherode	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36
Brand-Erbisdorf	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
Büdelsdorf	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43
Florstadt	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Gebhardshain	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
Genthin	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
Görlitz	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32
Harzgerode	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Höhn	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
Königsee	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
Löwenberg	0.21	0.21	0.21	0.30	0.30
Merseburg	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
Pasewalk	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69
Pudersbach	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
Radeberg	0.76	0.76	0.76	1.10	1.50
Sangerhausen	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
Schneeberg	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
Traben-Trarbach	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
Waldeck-Sachsenhausen	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
Wildau	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
Wittenburg	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43
Net rental income existing portfolio	5.6	6.3	6.3	6.8	7.2
<i>Acquisitions</i>		1.0	2.2	2.4	2.4
Net rental income incl. acquisitions	5.6	7.3	8.5	9.1	9.5

Quelle: Unternehmensdaten, Warburg Research

Die in der nachstehenden Tabelle näher ausgeführten **FFO-Prognosen** stützen sich auf die folgenden zugrundeliegenden Annahmen, die teilweise von historischen Daten abgeleitet wurden:

- Objektbetriebskosten liegen bei 18% der Bruttomieteträge
- Personalkosten (Mitarbeiterzahl: 11, einschließlich Vorstand) betragen 5% der Bruttomieteträge

FFO-Entwicklung					
(EUR millions)	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Regular income					
Rental income (1)	€ 5.8	€ 8.1	€ 9.3	€ 10.0	€ 10.5
<i>yoy Growth</i>		38.9%	16.1%	7.4%	4.4%
Real estate operating costs	-1.0	-1.5	-1.7	-1.8	-1.9
<i>% of rental income</i>	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
Net rental income	€ 4.8	€ 6.6	€ 7.7	€ 8.2	€ 8.6
Administration costs	-€ 0.6	-€ 1.0	-€ 1.1	-€ 1.2	-€ 1.3
<i>% of Rental Income</i>	11.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Personel expenses	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5
<i>% of Rental Income</i>	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Other expenses /income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>% of Rental Income</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Operating income	€ 3.8	€ 5.2	€ 6.1	€ 6.5	€ 6.8
<i>YoY Growth</i>		36.8%	16.1%	7.4%	4.4%
<i>% of Gross Rental Income</i>	n.m.	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
Financial result	-0.7	-1.2	-1.4	-1.5	-1.4
FFO - pretax	€ 3.1	€ 4.1	€ 4.7	€ 5.0	€ 5.4
<i>yoy growth</i>		30.1%	15.0%	7.4%	7.0%
Tax rate	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
FFO - after-tax	€ 2.5	€ 3.2	€ 3.7	€ 4.0	€ 4.2
<i>yoy growth</i>		30.1%	15.0%	7.4%	7.0%
<i>NOSH</i>	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
FFO per share	0.70	0.91	1.04	1.12	1.20
<i>Payout ratio (%)</i>	50%	50%	50%	50%	50%
Dividend per share	0.35	0.45	0.52	0.56	0.60

(1) Net rental income + other income from rental activities (+10% factor).

Quelle: Unternehmensdaten, Warburg Research

Die Zinsaufwendungsprognosen basieren auf den nachfolgenden Annahmen zu Schuldentilgung und Zinsen.

Durch die Akquisitionen 2017 haben sich die Finanzverbindlichkeiten des Unternehmens bisher auf schätzungsweise EUR 23 Mio. erhöht.

Der Anstieg in 2018e ist auf die **geplanten Investitionen in das Fachmarktzentrum Radeberg** in Höhe von insgesamt rund EUR 8 Mio. zurückzuführen, die gleichmäßig zwischen den beiden JV-Partnern (DEFAMA und HD Gruppe) aufgeteilt werden. Die DEFAMA sollte zwei Drittel dieser komplett fremdfinanzierten Summe in 2018e und ein Drittel in 2019e schultern.

Auch für das **Löwenberg EKZ** stehen für 2019e einige Renovierungsarbeiten an. Wir haben Investitionen i.H.v. EUR 1,5 Mio. in 2019e unterstellt, die ebenfalls komplett fremdfinanziert werden.

Durch Akquisitionen sollten sich die Finanzverbindlichkeiten in 2018e und 2019e um jeweils EUR 9 Mio. erhöhen.

Schuldentilgung und Zinsaufwendungen					
Interest expenses and debt s	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Debt balance at year start	20.8	42.7	50.6	61.2	58.6
Additions	23	10.3	13.2	0	0
Repayments	-1.1	-2.4	-2.6	-2.6	-2.6
Debt balance at year end	42.7	50.6	61.2	58.6	56.0
Average debt balance	31.8	46.7	55.9	59.9	57.3
Interest rate	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
Interest expenses	-0.7	-1.2	-1.4	-1.5	-1.4

Quelle: Unternehmensdaten, Warburg Research

Wir rechnen im Prognosezeitraum mit einer **Dividendenausschüttungsquote von 50% des FFO**.

Bewertung

- Das Unternehmen schätzt den **NAV zum 30. September 2017 auf EUR 6,03 je Aktie**.
- Unter Verwendung eines Mietmultiplikators von **10x - 13x auf die Zahlen 2018e**, bei denen sich die 2017 getätigten Akquisitionen und zusätzlichen Objektkäufe auf das Gesamtjahr auswirken, ergibt sich ein durchschnittlicher **EPRA-ähnlicher NAV von EUR 10,85 je Aktie**.
- Eine Peer-Group-Analyse auf Basis einer **FFO-Rendite 2018e** ergibt **EUR 13,47 je Aktie**.
- Das Rating der Aktie lautet **HALTEN mit einem Kursziel von EUR 12,00 je Aktie** und damit dem Durchschnitt unserer zwei Bewertungsansätze.

NAV-Ansatz: fairer Wert EUR 10,85 je Aktie

Das Unternehmen kauft kleine Objekte, die sich an sekundären, illiquiden Standorten befinden und zahlt maximal das 9-fache der üblichen Jahresmiete.

Unter Verwendung eines EPRA-Ansatzes würde ein Multiplikator von 10x, der vermutlich im Rahmen dessen liegt, was die Sachverständigen des Unternehmens ansetzen, einen Wert von EUR 7,21 je Aktie auf Basis 2018e ergeben. Dem fügen wir wieder die vom Unternehmen auf ca. EUR 2,0 Mio. geschätzten latenten Steuerverbindlichkeiten auf das Portfolio hinzu.

Würde das Unternehmen das Portfolio als Ganzes verkaufen, sollten höhere Multiplikatoren erreicht werden können. Daher unsere Bandbreite von 10x - 13x, die unter den in Mainstream-Märkten erzielten Multiplikatoren von 15-17x liegt.

Aus dem Mittelwert der Multiplikatoren-Spanne ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von EUR 10,85.

Mietmultiplikator

	Rent multiplier 2018e (1)						
EUR millions	10.0x	10.5x	11.0x	11.5x	12.0x	12.5x	13.0x
Investment properties	€ 72.5	€ 76.1	€ 79.8	€ 83.4	€ 87.0	€ 90.6	€ 94.3
Other Assets	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Cash	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
Assets	78.0	81.7	85.3	88.9	92.5	96.2	99.8
Liabilities	52.4	52.4	52.4	52.4	52.4	52.4	52.4
Minority interests	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0
NAV	25.6	29.3	32.9	36.5	40.1	42.8	46.4
NAV per share	7.23	8.25	9.27	10.29	11.31	12.05	13.08
Deferred tax liabilities (2)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	3.0	3.0
EPRA NAV	27.6	31.2	34.8	38.5	42.1	45.7	49.3
EPRA NAV per share	7.78	8.80	9.82	10.85	11.87	12.89	13.91

(1) excludes other income from rental activities

(2) company estimate

Quelle: Unternehmensdaten, Warburg Research

Peer-Group-Analyse

Die von uns für DEFAMA gewählte Peer Group setzt sich aus den folgenden Unternehmen zusammen.

Die wichtigsten einschlägigen Statistiken werden in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Deutsche Konsum REIT ist ein deutsches Gewerbeimmobilienunternehmen mit Fokus auf Fachmarktzentren in kleinen und mittleren Städten.

Deutsche Euroshop ist ein Immobilienentwicklungsunternehmen, das in Shoppingcenter in mittelgroßen Städten investiert. Das Portfolio umfasst 21 Immobilien, von denen sich 17 in Deutschland befinden und die restlichen über Osteuropa verteilt sind. Die Shoppingcenter sind in der Innenstadt angesiedelt.

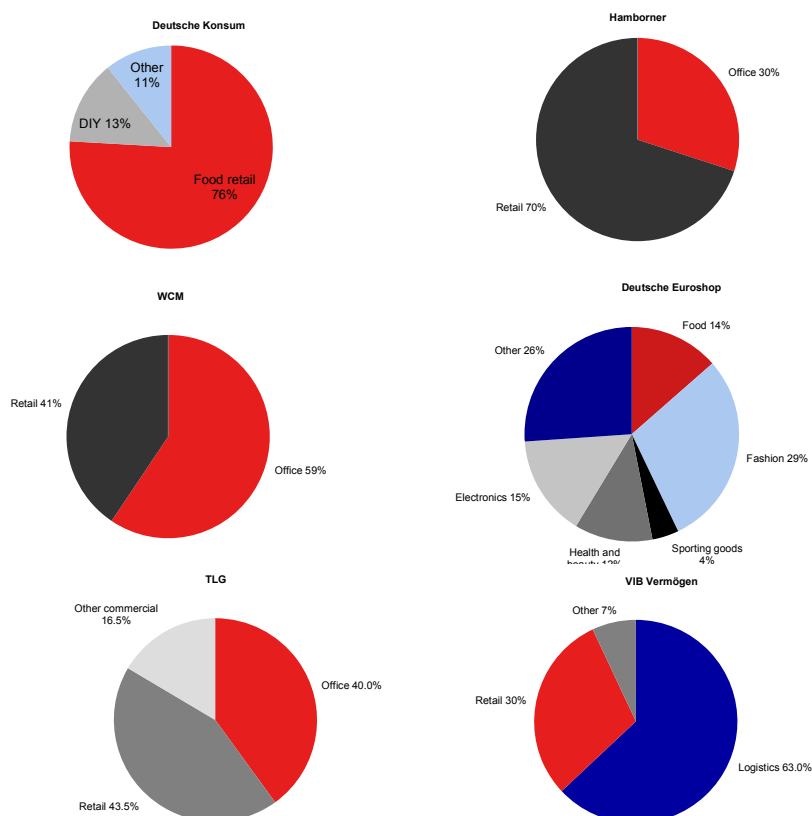
Hamborner REIT ist auf renditestarke Gewerbeimmobilien fokussiert. Zum Portfolio zählen große Einzelhandelsflächen, Immobilien in zentralen Lagen und Bürogebäude in etablierten Märkten. Im Allgemeinen verfügen die Immobilien über niedrige Leerstandsquoten, qualitativ hochwertige Mieter und hohe Restlaufzeiten bei den Mietverträgen.

TLG Immobilien ist ein deutsches Gewerbeimmobilienunternehmen. Das Portfolio besteht aus Büro-, Einzelhandels- und Hotelimmobilien. Ursprünglich lag der Fokus auf Ostdeutschland (Berlin), aber zuletzt wurden auch Investitionen in Westdeutschland getätigt. Im Allgemeinen verfügen die Immobilien über langjährige Mietverträge.

VIB Vermögen ist ein auf Logistik, Industrie und Einzelhandel spezialisiertes Gewerbeimmobilienunternehmen mit Fokus auf Süddeutschland.

WCM ist ein Gewerbeimmobilienunternehmen, das auf Büro- und Einzelhandelsimmobilien fokussiert ist. Das Unternehmen investiert selektiv in renditestarke Objekte und ist stark akquisitorisch orientiert.

Peer-Überblick: Portfolioaufteilung nach Sektor



Quelle: Unternehmenspräsentationen, Warburg Research

Peer-Group-KPIs

	Deutsche Konsum	Deutsche Euroshop	Hamborner REIT	TLG	VIB	WCM	Average	DEFAMA
Investment properties (EUR millions)	€ 271.0	€ 374.0	€ 1,214.3	€ 2,302.0	€ 1,086.0	€ 801.0	€ 1,006.8	€ 66.0
Vacancy rate	12%	1%	2%	3%	1%	5%	5%	3%
WALT (years)	5.0	5.7	6.4	6.1	5.5	7.8	5.9	3.9
Rental Yield	10.2%	5.2%	5.9%	6.8%	7.1%	5.9%	6.9%	9.5%
LTV	37.5%	34.5%	37.7%	38.7%	52.4%	56.2%	45.6%	65.0%
Average debt maturity	5.2 yrs	5.4 yrs	6.4 yrs	6.1 yrs	6.5 yrs	5.2 yrs	5.7 yrs	8.4 yrs
Cost of debt	2.4%	3.0%	2.6%	2.2%	2.8%	1.9%	2.5%	2.5%

Quelle: Unternehmenspräsentationen, Warburg Research

Peer-Group-Multiplikatoren

	Current Share price (EUR)	NOSH	Market Capitalisation	FFO /Share			FFO Yield		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Deutsche Konsum (1)	9.81	24.8	243.3	0.41	0.57	0.64	4.1%	5.8%	6.6%
Deutsche Euroshop	31.10	59.7	1856.7	2.44	2.43	2.25	7.9%	7.8%	7.2%
Hamborner REIT (1)	9.22	79.7	734.8	0.45	0.51	0.59	4.8%	5.5%	6.4%
TLG	20.28	94.6	1918.5	1.21	1.28	1.34	6.0%	6.3%	6.6%
VIB	21.5	27.6	594.0	1.41	1.59	1.72	6.6%	7.4%	8.0%
WCM	3.75	136.8	513.0	0.29	0.28	0.31	7.8%	7.5%	8.2%
DEFAMA	10.85	3.5	38.5	0.70	0.91	1.04	6.4%	8.4%	9.6%
Average							6.2%	6.7%	7.2%
Upside /Downside							3.5%	19.4%	25.4%
Implied DEFAMA fair value							€ 11.24	€ 13.47	€ 14.55

Source: Warburg Research, Bloomberg consensus estimates for the peer group
(1) Assuming a 21% tax rate, in-line with what assume for DEFAMA

Quelle: Unternehmenspräsentationen, Warburg Research

Bei einem Preis von EUR 13,47 je Aktie würde das Portfolio der DEFAMA unter der Annahme annualisierter Mieterträge von EUR 6,3 Mio. und unter der Verwendung der Bilanzdaten für GJ 2017 mit dem 13-fachen der Miete bewertet werden.

Sonstige Bewertungsüberlegungen

Unter der Annahme annualisierter Mieterträge von EUR 6,3 Mio. und der Zugrundelegung der Bilanzdaten zum Jahresende 2017 **deutet der aktuelle Aktienkurs der DEFAMA auf einen Mietmultiplikator von 12x.**

Wettbewerber **TLG Immobilien** hat am 9. November den Erwerb eines Portfolios von 27 Einzelhandelsobjekten, darunter über ganz Deutschland verteilte Supermärkte und Discounter, für einen Kaufpreis von EUR 111,5 Mio. bekanntgegeben. **Die annualisierte Vergleichsmiete liegt bei EUR 8,1 Mio., was auf einen Mietmultiplikator von ca. 13,8x schließen lässt.**

Einige Kennzahlen scheinen etwas besser zu sein als bei DEFAMA, da lediglich 26% der Miete aus den wirtschaftlich schwächeren ostdeutschen Regionen stammt. Die WALT liegt bei 5,5 Jahren im Vergleich zu 3,9 Jahren bei DEFAMA. Demgegenüber ist die Leerstandsquote mit 5,8% etwas höher.

Der bezahlte Multiplikator deutet auf Upside-Potenzial bei der Bewertung, falls die DEFAMA das gesamte Portfolio im Markt verkauft.

Wertermittlung							
	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
KGV	n.a.	17,0 x	16,6 x	20,7 x	18,9 x	18,2 x	16,0 x
P / NAVPS	n.a.	1,0 x	1,6 x	1,0 x	1,0 x	0,8 x	0,6 x
KBV	n.a.	1,4 x	3,2 x	3,1 x	3,0 x	2,9 x	2,8 x
Kurs / FFOPS I	n.a.	9,5 x	15,8 x	12,1 x	10,5 x	9,8 x	9,2 x
FFO I-Yield	n.a.	10,5 %	6,3 %	8,2 %	9,5 %	10,2 %	10,9 %
ROE	n.a.	11,6 %	20,7 %	15,3 %	16,0 %	16,1 %	17,8 %
Eigenkapitalquote	26 %	32 %	21 %	19 %	17 %	18 %	19 %

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
NAV/Aktie	3,26	5,10	6,94	10,85	11,17	13,72	18,97
Leerstandsquote	2,5 %	2,7 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %

Consolidated profit and loss

In EUR Mio.	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Gesamterlöse	1,01	3,44	5,80	8,06	9,35	10,04	10,48
Mieterlöse	1,01	3,44	5,80	8,06	9,35	10,04	10,48
Wachstum yoy	n.a.	240,6 %	68,7 %	38,9 %	16,1 %	7,4 %	4,4 %
Gebäude-Betriebskosten	0,17	0,62	1,04	1,45	1,68	1,81	1,89
Gebäude-Verwaltungskosten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Mietergebnis	0,84	2,81	4,76	6,61	7,67	8,23	8,59
Ergebnis aus Immobilienverkäufen	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige Erträge	0,00	0,11	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rohertrag	0,84	2,92	5,76	6,61	7,67	8,23	8,59
Verwaltungskosten	0,10	0,36	0,64	0,97	0,97	1,20	1,26
Personalaufwendungen	0,05	0,20	0,29	0,40	0,47	0,50	0,52
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,00	0,00	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA	0,69	2,36	5,07	5,48	6,32	6,77	7,05
Bewertungserg. Immobilien	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Abschreibung Anlagevermögen	-0,23	0,69	1,40	1,69	1,96	2,11	2,10
EBITA	0,46	1,67	3,67	3,78	4,35	4,66	4,96
Abschreibungen auf iAV/Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	0,46	1,67	3,67	3,78	4,35	4,66	4,95
Zinserträge	0,01	0,00	0,00	0,00	0,10	0,10	0,10
Zinsaufwendungen	0,11	0,38	0,70	1,17	1,40	1,50	1,43
Sonstiges Finanzergebnis	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzergebnis	-0,11	-0,56	-0,70	-1,17	-1,40	-1,50	-1,43
EBT	0,36	1,11	2,97	2,62	2,96	3,16	3,52
Marge	35,4 %	32,2 %	51,2 %	32,5 %	31,6 %	31,5 %	33,6 %
Steuern gesamt	-0,06	-0,22	-0,62	-0,55	-0,62	-0,62	-0,62
davon effektive Steuern	-0,06	-0,22	-0,62	-0,55	-0,62	-0,66	-0,74
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,30	0,89	2,34	2,07	2,33	2,50	2,78
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,30	0,89	2,34	2,07	2,33	2,50	2,78
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,18	0,27	0,35	0,35
Nettoergebnis	0,30	0,89	2,34	1,88	2,07	2,14	2,43
Aktienanzahl (Durchschnittlich, Mio.)	2,16	2,89	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55
FFO (II)	0,53	1,59	2,47	3,22	3,70	3,97	4,25
FFO / Marge	52,2 %	46,2 %	42,6 %	39,9 %	39,5 %	39,6 %	40,6 %
FFOPS I	0,24	0,55	0,70	0,91	1,04	1,12	1,20
EPS	0,14	0,31	0,66	0,53	0,58	0,60	0,69
EPS adj.	0,14	0,31	0,38	0,53	0,58	0,60	0,69

*Adjustiert um:

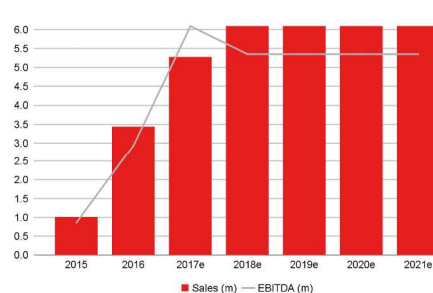
Guidance: n.a.

Financial Ratios

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Gebäude-Betriebskosten / Mieterlöse	16,8 %	18,1 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %
Operating Leverage (Real Estate)	n.a.	1,3 x	2,3 x	3,3 x	7,2 x	14,6 x	24,4 x
Mietergebnis / Zinsaufwand	7,3 x	7,3 x	6,8 x	5,7 x	5,5 x	5,5 x	6,0 x

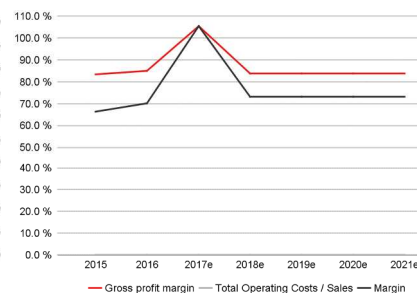
Sales, EBITDA

in EUR m

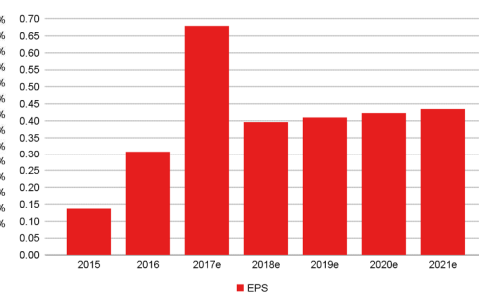


Operating Performance

in %



Performance per Share



Source: Warburg Research

Source:

Source: Warburg Research

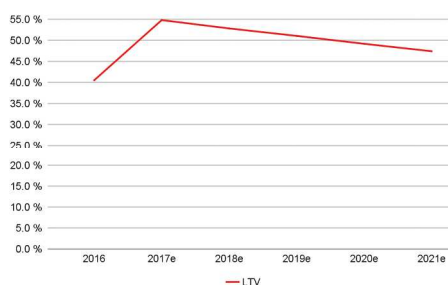
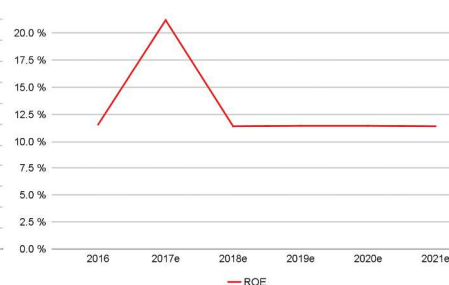
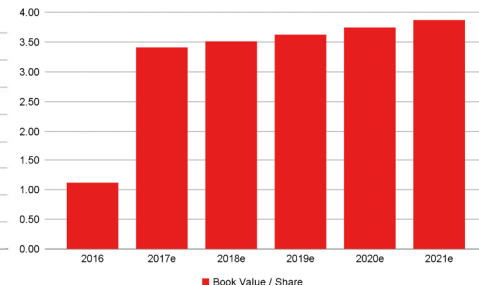
Consolidated balance sheet

In EUR Mio.	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
davon übrige imm. VG	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Sachanlagen	0,00	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	14,23	31,41	49,41	59,55	72,26	70,65	69,05
Finanzanlagen	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anlagevermögen	14,28	31,50	49,50	59,64	72,35	70,74	69,14
Vorräte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,04	0,12	0,12	0,12	0,00	0,12	0,12
Liquide Mittel	3,71	1,46	6,71	5,17	3,49	2,79	2,23
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	6,25	0,17	0,18	0,17	0,28	0,17	0,17
Umlaufvermögen	10,00	1,75	7,01	5,45	3,77	3,08	2,52
Bilanzsumme (Aktiva)	18,10	33,25	56,51	65,09	76,12	73,81	71,66
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	2,23	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55
Kapitalrücklage	2,21	6,15	6,15	6,15	6,15	6,15	6,15
Gewinnrücklagen	0,27	0,94	2,33	2,97	3,43	3,73	4,18
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	4,71	10,64	12,03	12,67	13,13	13,43	13,88
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rückstellungen gesamt	0,05	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,03	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	12,24	20,83	42,68	50,62	61,19	58,59	55,99
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,02	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Sonstige Verbindlichkeiten	1,09	1,51	1,53	1,53	1,53	1,52	1,52
Verbindlichkeiten	13,39	22,61	44,48	52,43	62,99	60,39	57,78
Bilanzsumme (Passiva)	18,10	33,25	56,51	65,09	76,12	73,81	71,66

Financial Ratios

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Kapitalverzinsung							
ROA	n.a.	3,5 %	5,2 %	3,1 %	2,9 %	2,9 %	3,3 %
ROE	n.a.	11,6 %	20,7 %	15,3 %	16,0 %	16,1 %	17,8 %
FFO I / Equity	n.a.	0,2 x	0,2 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x
Solvenz							
Nettoverschuldung	8,55	19,46	36,07	45,56	57,80	55,90	53,86
Nettofinanzverschuldung	8,53	19,37	35,97	45,46	57,70	55,80	53,76
Net Fin. Debt / EBITDA	12,3 x	8,2 x	7,1 x	8,3 x	9,1 x	8,2 x	7,6 x
LTV	50,8 %	43,6 %	64,7 %	65,0 %	66,2 %	63,0 %	59,9 %
EK-Quote	26,0 %	32,0 %	21,3 %	19,5 %	17,2 %	18,2 %	19,4 %

LTV

ROE
in %Book Value per Share
in EUR

Source: Warburg Research

Source: Warburg Research

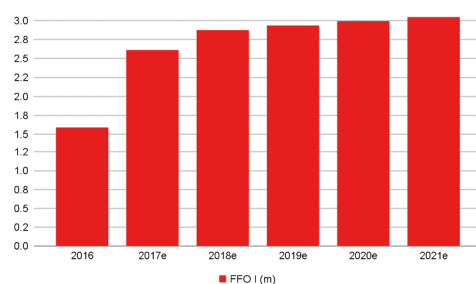
Source: Warburg Research

Consolidated cash flow statement

In EUR Mio.	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,30	0,89	2,34	1,88	2,07	2,14	2,43
Bewertungsanpassungen Immobilien	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Abschreibung Anlagevermögen	-0,23	0,69	1,40	1,69	1,96	2,11	2,10
Amortisation Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,00	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung latenter Steuerpositionen	0,00	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	n.a.	1,49	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow vor NWC-Veränderung	n.a.	3,21	2,74	3,58	4,03	4,25	4,53
Veränderung Vorräte	n.a.	0,00	-0,01	0,01	0,00	0,00	0,00
Veränderung Forderungen aus L+L	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	n.a.	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung sonstige Working Capital Posten	n.a.	-0,13	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung Working Capital (gesamt)	n.a.	1,41	-0,01	0,01	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	0,36	1,65	3,74	3,58	4,03	4,25	4,53
Immobilieninvestitionen	n.a.	-17,92	-19,77	-11,83	-14,67	-0,50	-0,50
Erlöse aus Anlageabgängen	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Investitionen in iAV	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zugänge aus Akquisitionen	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzanlageninvestitionen	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige Investitionen (Netto)	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-14,32	-17,92	-19,77	-11,83	-14,67	-0,50	-0,50
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	n.a.	8,59	21,85	7,94	10,57	-2,60	-2,60
Dividende Vorjahr	n.a.	0,22	-0,58	-1,24	-1,61	-1,85	-1,99
Erwerb eigener Aktien	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitalmaßnahmen	n.a.	1,32	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	3,71	14,02	21,28	6,71	8,96	-4,45	-4,59
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	n.a.	-2,25	5,25	-1,55	-1,68	-0,70	-0,56
Effekte aus Wechselkursänderungen	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Endbestand liquide Mittel	n.a.	1,46	6,71	5,16	3,49	2,79	2,23

Financial Ratios

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Kapitalfluss							
FFO (II)	0,53	1,59	2,47	3,22	3,70	3,97	4,25
FFOPS I	0,24	0,55	0,70	0,91	1,04	1,12	1,20
FFOPS I diluted	0,24	0,45	0,70	0,91	1,04	1,12	1,20
FFO I-Yield	n.a.	10,5 %	6,3 %	8,2 %	9,5 %	10,2 %	10,9 %
FFO I Marge	52,2 %	46,2 %	42,6 %	39,9 %	39,5 %	39,6 %	40,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	2,3 %	2,2 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Capex/Renditeliegenschaften	n.a.	-57,0 %	-40,0 %	-19,9 %	-20,3 %	-0,7 %	-0,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	n.a.	0,9 %	0,7 %	0,5 %	-0,2 %	-0,2 %	0,4 %
Ausschüttungsquote	72,8 %	64,9 %	52,7 %	77,7 %	79,2 %	79,6 %	76,4 %

FFO

Source: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“ oder „Empfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („die Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbsslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URheberRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B WPHG, FINANV UND MAR EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2016/958

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

Hinweis gem. § 34b WpHG, FinAnV, MAR und DelVO auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
DEFAMA Deutsche Fachmarkt AG	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A13SUL5.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	Kaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	Halten:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	Verkaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	Empfehlung ausgesetzt:	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	105	52
Halten	90	44
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	203	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	32	78
Halten	8	20
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	41	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DEFAMA DEUTSCHE FACHMARKT AG] AM [15.11.2017]

Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Roland Rapelius +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschemeyer +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Marie-Thérèse Grübner +49 40 309537-240
Small Cap Research mgruebner@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

J. Moritz Rieser +49 40 309537-260
Real Estate mrieser@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Patrick Schmidt +49 40 309537-125
Small Cap Research pschmidt@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Björn Voss +49 40 309537-254
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

Alexander Wahl +49 40 309537-230
Car Suppliers, Construction awahl@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Holger Nass +49 40 3282-2669
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Paul Dontenwill +49 40 3282-2666
USA, Poland, The Netherlands pdontenwill@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Germany mniemann@mmwarburg.com

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

Simon Pallhuber +49 69 5050-7414
Switzerland, France spallhuber@mmwarburg.com

Angelika Flegler +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing aflegler@mmwarburg.com

Juliane Willenbruch +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merkel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3282-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson Reuters www.thomsonreuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com