

Buy EUR 18,20 (EUR 19,30) Kurs EUR 13,20 Upside 37,9 %	Wertindikatoren: EUR NAV (WRe) 21e: 19,60 FFO-Rendite 21e: 16,80	Aktien Daten: Bloomberg: DEF GR Reuters: DEF.MU ISIN: DE000A13SUL5	Beschreibung: Gewerbeimmobilien-gesellschaft mit Fokus auf Fachmarktzentren in Nord- und Ostdeutschland
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 58,34 Aktienanzahl (Mio.): 4,42 Freefloat MC: 37,92 Ø Trad. Vol. (30T): 76,76 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 65,0 % MSC Invest GmbH 29,0 % Geminus GmbH 4,0 % Supervisory board 2,0 %	Risikoprofil (WRe): 2019e LTV: 57,3 % EK-Quote: 23,7 %

Moderater Gegenwind durch Coronavirus-Krise erwartet

Die Visibilität der wiederkehrenden Mieterlöse nimmt in den meisten Gewerbeimmobilienklassen im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld aufgrund der Schließung von Geschäften in Deutschland ab. Es ist derzeit unklar, wie lange Geschäfte im Non-Food-Bereich geschlossen bleiben. Aus diesem Grund haben wir uns die Mieterstruktur von DEFAMA genauer angesehen. Die Mieteraufteilung ist unserer Meinung nach sehr robust. Der Anteil der Mieterlöse von Lebensmittel-Ankermietern liegt bei ~47%. Diese Mieter profitieren von der aktuellen Situation, da sich der Umsatz der meisten Lebensmittelhändler deutlich verbessert hat, was aufgrund der umsatzabhängigen Mieten im Portfolio von DEFAMA geringfügig positive Auswirkungen haben könnte. Baumärkte tragen ~13% zu den Mieterlösen bei und sind in den meisten Bundesländern für gewerbliche Kunden geöffnet. Im Segment Mode & Schuhe (~12%) umfasst das Portfolio von DEFAMA Namen wie Kik, Deichmann und Takko, die über solide Finanzkennzahlen verfügen und dieses schwierige Umfeld überleben sollten. Nachdem wir die Qualität der Mieter von DEFAMA mit dem CEO besprochen haben, kommen wir zu dem Schluss, dass ein Ausfallrisiko von 10% ein Worst-Case-Szenario sein könnte, wenn man eine Normalisierung nach sechs bis acht Wochen annimmt. Die Top-10-Mietergruppe macht 62% der Mieterlöse aus. Da kein einzelner Mietvertrag mehr als 5% des Gesamtumsatzes übersteigt und die Top-5-Verträge zusammen ~15% der Mieterlöse ausmachen, erscheint das Portfolio gut diversifiziert.

(Fortsetzung auf der nächsten Seite)

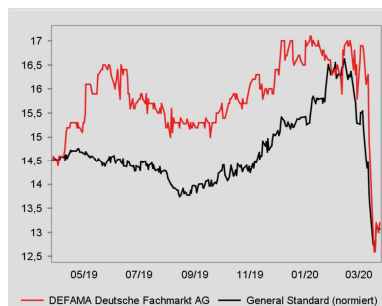
Top tenants	2017	H1/18	2018	Q1/19	H1/19	9M/19	2019	Tenant sector	Q1/19	H1/19	9M/19	2019
REWE/Penny/Sky	13,0%	14,1%	10,4%	9,7%	10,8%	9,9%	12,7%	Food retailers	44%	45%	47%	47%
Edeka/Netto/trinkgut	9,7%	9,9%	7,5%	8,2%	8,2%	12,9%	12,0%	Fashion/Shoes	15%	15%	13%	12%
toom/Baumarkt B1	9,0%	8,4%	6,0%	10,5%	10,5%	9,6%	8,9%	DIY	15%	15%	14%	13%
NORMA	7,2%	6,8%	6,4%	5,7%	5,7%	5,2%	4,8%	Less cylical Retailers	7%	7%	9%	9%
Tengelmann-Gruppe (Tedi, kik)	4,7%	4,5%	4,4%	4,9%	4,9%	4,9%	6,3%	Health	6%	6%	5%	6%
Aldi Nord	4,5%	4,3%	4,1%	3,8%	3,8%	4,7%	4,4%	Residential	2%	2%	2%	2%
Lidl	4,4%	4,0%	6,8%	6,8%	6,3%	5,7%	5,3%	Office	3%	3%	3%	3%
Dänisches Bettenlager	4,0%	3,7%	2,7%	2,5%	2,5%	2,2%	3,1%	Others	8%	7%	7%	8%
TAKKO	3,1%	2,9%	2,9%	2,7%	2,7%	2,4%	2,5%	Total	100%	100%	100%	100%
Hammer	3,0%	3,0%										
Deichmann	3,5%	2,5%	2,3%	2,3%	2,1%	1,9%						
Top 10 total	62,6%	62,2%	53,7%	54,4%	57,7%	59,6%	61,9%					

Schätzungsänderungen:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2019e (alt)	+ / -	2020e (alt)	+ / -	2021e (alt)	+ / -
Mieterlöse	11,25	-0,2 %	14,03	-12,3 %	16,31	-0,1 %
FFO I	4,60	0,5 %	5,67	-4,1 %	6,56	-0,7 %
FFOPS I	1,13	0,5 %	1,28	-4,1 %	1,48	-0,7 %
Nettoergebnis	2,09	1,9 %	8,33	-77,3 %	3,29	144,8 %
EPS	0,51	1,9 %	1,88	-77,3 %	0,74	144,8 %

Kommentar zu den Änderungen:

- Die Schätzungen für 2020 wurden reduziert, da wir einen Abschlag von 5% für die Nettokaltmiete einbeziehen, um mögliche vorübergehende Ausfälle zu berücksichtigen. Der höhere Rückgang (-12%) unserer Umsatzschätzungen resultiert aus einer Reduzierung der laufenden Betriebskosten, die von den Mietern zu zahlen sind.
- Außerdem verschieben wir den möglichen Beitrag aus dem Verkauf von Radeberg auf 2021, da der Umbau voraussichtlich länger dauern wird und ein möglicher Vorverkauf im derzeitigen Umfeld unwahrscheinlich ist. Unser berechneter Buchgewinn von EUR 6,5 Mio. bleibt unverändert und spiegelt einen Multiplikator von 16 wider.



Rel. Performance vs General

1 Monat:	-4,0 %
6 Monate:	-8,1 %
Jahresverlauf:	-4,8 %
Letzte 12 Monate:	1,3 %

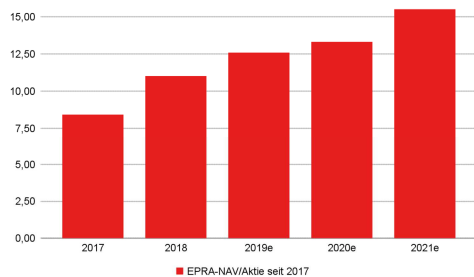
Unternehmenstermine:

18.06.20 AGM

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (18-21e)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Mieterlöse		1,01	3,44	5,83	9,09	11,23	12,30	16,30
Wachstum yoy		n.a.	240,6 %	69,5 %	55,9 %	23,6 %	9,6 %	32,5 %
EBIT		0,46	1,67	2,67	3,59	4,51	4,44	12,92
FFO I		0,53	1,59	2,58	3,65	4,63	5,44	6,51
FFO I Marge		52,2 %	46,2 %	44,3 %	40,1 %	41,2 %	44,2 %	40,0 %
EBT		0,36	1,11	1,77	2,25	2,80	2,49	10,64
Nettoergebnis		0,30	0,89	1,36	1,68	2,13	1,89	8,06
EPS		0,13	0,25	0,38	0,46	0,52	0,43	1,82
FFOPS I		0,24	0,54	0,73	1,01	1,14	1,23	1,47
DPS		0,10	0,20	0,34	0,40	0,46	0,49	0,59
Dividendenrendite		n.a.	3,8 %	3,8 %	3,4 %	3,5 %	3,7 %	4,5 %
Buchwert je Aktie		2,57	3,00	3,18	4,10	5,57	5,50	6,74
KGV		n.a.	20,9 x	23,2 x	25,0 x	25,2 x	30,9 x	7,2 x
KBV		n.a.	1,4 x	2,8 x	2,6 x	2,4 x	2,4 x	2,0 x
P / NAVPS		n.a.	1,0 x	1,1 x	1,2 x	1,2 x	1,1 x	0,9 x
FFO I-Yield		n.a.	10,4 %	8,2 %	8,7 %	8,6 %	9,3 %	11,2 %
ROE		n.a.	10,9 %	12,4 %	12,3 %	10,5 %	7,7 %	29,8 %
LTV		50,8 %	38,9 %	55,7 %	59,9 %	57,3 %	59,4 %	58,4 %
Guidance:	2020e: FFO v. ~5,7 Mio. EUR, Nettogewinn (HGB) v. EUR 2,5 Mio. EUR							

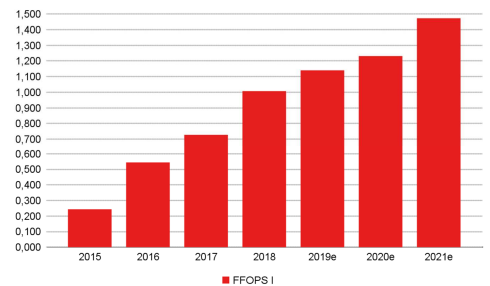
- In Bezug auf die Finanzierung verfolgte DEFAMA einen konservativen Ansatz, da es Darlehen mit langer Laufzeit bevorzugte. Das bestehende Kreditportfolio (2019: EUR 76,5 Mio.) hat eine durchschnittliche Laufzeit von 7,6 Jahren und einen durchschnittlichen Zinssatz von 2,4%. Die Refinanzierung über Annuitätendarlehen erfolgte mit mehreren regionalen Banken und Sparkassen (24), was die Abhängigkeit von einem oder nur wenigen Kreditgebern verringert. Der durchschnittliche LTV lag bei 56% und würde sich im Falle keiner zusätzlichen Akquisitionen unter Berücksichtigung einer ersten durchschnittlichen Tilgungszahlung von 4,73% p.a. schnell verringern. Die nächste Fälligkeit eines Darlehens steht 2025 mit einem Volumen von EUR 5 Mio. an. Insgesamt sehen wir für DEFAMA aufgrund der soliden Qualität der Vermögenswerte und des robusten Cashflows keine Refinanzierungsrisiken.
- Was Akquisitionen betrifft, so hatte DEFAMA einen guten Start in das Jahr 2020. Das Management unterzeichnete einen Vertrag für ein Einkaufszentrum in Zeitz (Sachsen-Anhalt), das ca. 40 km südwestlich von Leipzig liegt. Das Gesamtinvestitionsvolumen (einschließlich zusätzlicher Kosten) beläuft sich auf rund EUR 9 Mio., was basierend auf Nettomieterlösen von >EUR 1,2 Mio. zu einem attraktiven Akquisitionsmultiplikator von <7,5 führt. Hauptmieter sind Kaufland und Toom. Die annualisierten Nettomieterlöse erhöhen sich inklusive dieser Akquisition auf EUR 13 Mio. Der annualisierte FFO verbesserte sich auf EUR 6,2 Mio. bzw. EUR 1,40 pro Aktie (FFO-Rendite 10,8%).
- Vorstand und Aufsichtsrat haben mit mehreren Directors' Dealings ihr Vertrauen in das robuste Geschäftsmodell von DEFAMA gezeigt. Der CEO erwarb ~14.700 Aktien für ca. EUR 217.000, was zu einem durchschnittlichen Kaufpreis von EUR 14,7 pro Aktie führte. Dies ist unserer Ansicht nach ein positives Zeichen, da das Management eine höhere Visibilität in Bezug auf den Umsatz eines Mieters haben sollte als externe Beobachter und infolgedessen auch eine höhere Visibilität in Bezug auf mögliche Ausfälle bei den Mieterlösen. Darüber hinaus investiert der Hauptaktionär von DEFAMAs Wettbewerber Deutsche Konsum REIT, Rolf Elgeti, stark in sein eigenes Unternehmen, was ebenfalls ein gutes Indiz für eine insgesamt robuste Entwicklung von Fachmarktzentren in der aktuellen Coronakrise sein könnte.
- Für 2020 erwartet DEFAMA einen FFO von EUR 5,7 Mio. und einen Konzernüberschuss (nach HGB) von EUR 2,5 Mio., was eine weitere Dividendenerhöhung ermöglichen würde. Der annualisierte FFO sollte auf EUR 7 Mio. steigen.
- Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung. Die leichte Anpassung unserer Schätzungen für 2020 ist auf eine konservativere Haltung aufgrund möglicher kleinerer Mietausfälle zurückzuführen. Dennoch bleibt das Risiko-Ertrags-Profil bei diesem Kursniveau mit einer FFO-Rendite von fast 10% (2020e) sehr attraktiv.

EPRA-NAV pro Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung FFO pro Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

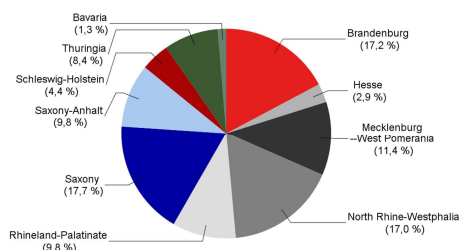
Unternehmenshintergrund

- 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 Nord- und Ostdeutschland, fokussiert.
- Es wird eine "Buy and Hold"-Anlagestrategie für Objekte mit hohem Vermietungsstand und niedrigen Investitionsanforderungen für einen Kaufpreis von ~ 10-fachen der Jahresmiete verfolgt.
- Das Investitionsvolumen liegt bei EUR 1 - 5 Mio. je Objekt. Ankermieter sind deutschlandweit tätige Retailer.

Wettbewerbsqualität

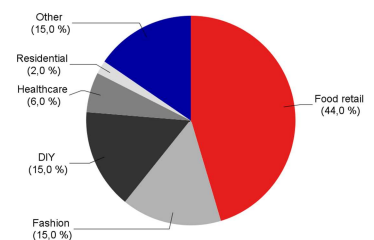
- Immobilienkompetenz: Gründer, Großaktionär und CEO Matthias Schrade, der zuvor als Vorstandsmitglied Akquisitionen für ein Münchener Immobilienunternehmen begleitet hat.
- Einziger Fokus: Das Unternehmen bewirbt sich um Objekte, die entweder zu groß für einzelne Investoren oder zu klein für institutionelle 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“).

Geogr. Verteilung der Mieteinnahmen % der Mieteinnahmen



Quelle: Warburg Research

Mieteinnahmen Struktur % der Mieteinnahmen



Quelle: Warburg Research

Wertermittlung							
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
KGV	n.a.	20,9 x	23,2 x	25,0 x	25,2 x	30,9 x	7,2 x
P / NAVPS	n.a.	1,0 x	1,1 x	1,2 x	1,2 x	1,1 x	0,9 x
KBV	n.a.	1,4 x	2,8 x	2,6 x	2,4 x	2,4 x	2,0 x
Kurs / FFOPS I	n.a.	9,6 x	12,2 x	11,5 x	11,6 x	10,7 x	9,0 x
FFO I-Yield	n.a.	10,4 %	8,2 %	8,7 %	8,6 %	9,3 %	11,2 %
ROE	n.a.	10,9 %	12,4 %	12,3 %	10,5 %	7,7 %	29,8 %
Eigenkapitalquote	32 %	32 %	21 %	19 %	24 %	21 %	21 %

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
EPRA-NAV/Aktie seit 2017	3,28	5,14	8,42	11,02	12,60	13,32	15,52
Leerstandsquote	2,5 %	2,7 %	2,7 %	4,3 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %

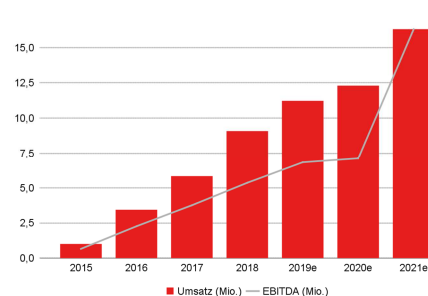
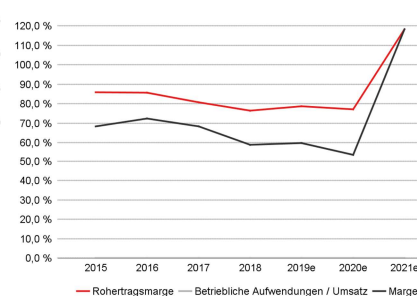
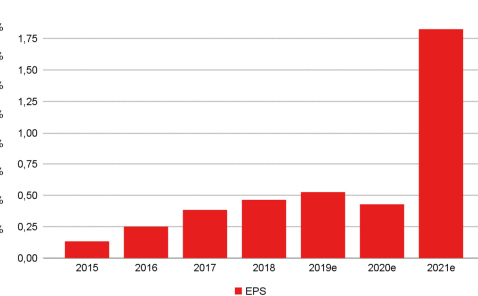
Consolidated profit and loss

In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Gesamterlöse	1,01	3,44	5,83	9,09	11,23	12,30	16,30
Mieterlöse	1,01	3,44	5,83	9,09	11,23	12,30	16,30
Wachstum yoy	n.a.	240,6 %	69,5 %	55,9 %	23,6 %	9,6 %	32,5 %
Gebäude-Betriebskosten	0,15	0,60	1,24	2,21	2,49	2,91	3,65
Gebäude-Verwaltungskosten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Mietergebnis	0,86	2,84	4,58	6,87	8,74	9,39	12,65
Ergebnis aus Immobilienverkäufen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	6,50
Sonstige Erträge	0,00	0,11	0,12	0,08	0,09	0,10	0,13
Rohertrag	0,87	2,95	4,70	6,95	8,83	9,49	19,28
Verwaltungskosten	0,12	0,38	0,35	0,70	0,70	0,84	0,98
Personalaufwendungen	0,05	0,20	0,47	0,72	1,08	1,31	1,47
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA	0,69	2,36	3,89	5,53	7,05	7,34	16,83
Bewertungserg. Immobilien	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	6,50
Abschreibung Anlagevermögen	-0,23	0,69	1,22	1,95	2,55	2,90	3,91
EBITA	0,46	1,67	2,67	3,59	4,51	4,44	12,92
Abschreibungen auf iAV/Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	0,46	1,67	2,67	3,59	4,51	4,44	12,92
Zinserträge	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	0,11	0,56	0,90	1,34	1,71	1,95	2,28
Sonstiges Finanzergebnis	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzergebnis	-0,11	-0,56	-0,90	-1,34	-1,71	-1,95	-2,28
EBT	0,36	1,11	1,77	2,25	2,80	2,49	10,64
Marge	35,4 %	32,2 %	30,4 %	24,8 %	24,9 %	20,2 %	65,3 %
Steuern gesamt	-0,06	-0,22	-0,41	-0,55	-0,64	-0,64	-0,64
davon effektive Steuern	-0,06	-0,22	-0,41	-0,55	-0,64	-0,57	-2,55
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,30	0,89	1,36	1,70	2,15	1,91	8,08
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	1,36	1,70	2,15	1,91	8,08
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02	0,02	0,02
Nettoergebnis	0,30	0,89	1,36	1,68	2,13	1,89	8,06
Aktienanzahl (Durchschnittlich, Mio.)	2,16	2,92	3,55	3,62	4,06	4,42	4,42
FFO (II)	0,53	1,59	2,58	3,65	4,63	5,44	6,51
FFO / Marge	52,2 %	46,2 %	44,3 %	40,1 %	41,2 %	44,2 %	40,0 %
FFOPS I	0,24	0,54	0,73	1,01	1,14	1,23	1,47
EPS	0,13	0,25	0,38	0,46	0,52	0,43	1,82
EPS adj.	0,13	0,25	0,38	0,43	0,48	0,43	1,82

*Adjustiert um:

Guidance: 2020e: FFO v. ~5,7 Mio. EUR, Nettogewinn (HGB) v. EUR 2,5 Mio. EUR**Financial Ratios**

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Gebäude-Betriebskosten / Mieterlöse	14,4 %	17,3 %	21,4 %	24,4 %	22,1 %	23,7 %	22,4 %
Operating Leverage (Real Estate)	n.a.	1,3 x	2,3 x	2,5 x	5,4 x	12,3 x	3,7 x
Mietergebnis / Zinsaufwand	7,5 x	5,1 x	5,1 x	5,1 x	5,1 x	4,8 x	5,5 x

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR**Operative Performance**
in %**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle:

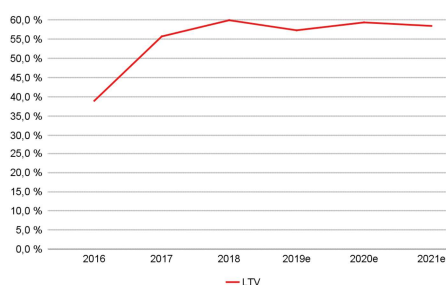
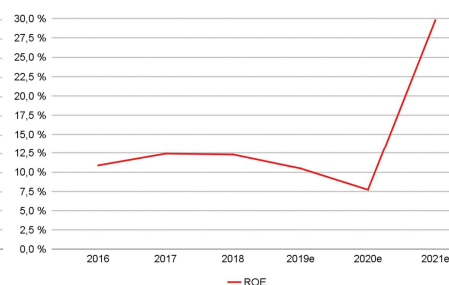
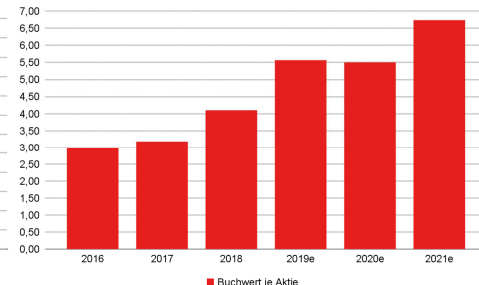
Quelle: Warburg Research

Consolidated balance sheet

In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00
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	0,00	0,00	0,00
Sachanlagen	0,00	0,03	0,03	0,08	0,08	0,08	0,08
Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	14,23	31,41	51,96	81,10	98,55	110,15	126,24
Finanzanlagen	0,04	0,05	0,24	0,26	0,52	0,52	0,52
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anlagevermögen	14,28	31,50	52,24	81,44	99,16	110,75	126,84
Vorräte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,04	0,12	0,22	0,51	0,00	0,51	0,51
Liquide Mittel	3,71	1,46	2,49	2,80	4,53	8,50	13,10
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	-1,52	1,97	0,83	0,59	-0,11	-4,59	-9,19
Umlaufvermögen	3,83	1,75	3,17	4,34	6,12	9,65	14,24
Bilanzsumme (Aktiva)	18,10	33,25	55,41	85,79	105,28	120,40	141,09
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	2,23	3,55	3,55	3,90	4,42	4,42	4,42
Kapitalrücklage	2,21	6,15	6,15	10,03	17,31	17,31	17,31
Gewinnrücklagen	1,28	0,94	1,59	2,06	2,88	2,59	8,04
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	5,72	10,64	11,29	15,99	24,61	24,32	29,78
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,10	0,38	0,38	0,38	0,38
Rückstellungen gesamt	0,06	0,20	0,36	1,01	0,43	0,43	0,43
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,03	0,10	0,18	0,21	0,21	0,21	0,21
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	12,24	20,83	43,07	67,79	78,10	93,37	108,24
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	0,19	0,30	0,30	0,30	0,30
Sonstige Verbindlichkeiten	0,07	1,51	0,51	0,70	1,85	1,99	2,34
Verbindlichkeiten	12,38	22,61	44,13	69,79	80,67	96,08	111,31
Bilanzsumme (Passiva)	18,10	33,25	55,41	85,79	105,28	120,40	141,09

Financial Ratios

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Kapitalverzinsung							
ROA	n.a.	3,5 %	3,1 %	2,4 %	2,2 %	1,7 %	6,2 %
ROE	n.a.	10,9 %	12,4 %	12,3 %	10,5 %	7,7 %	29,8 %
FFO I / Equity	n.a.	0,2 x	0,2 x	0,3 x	0,2 x	0,2 x	0,2 x
Solvenz							
Nettoverschuldung	8,56	19,46	40,76	65,20	73,78	85,08	95,36
Nettofinanzverschuldung	8,53	19,37	40,58	64,99	73,57	84,86	95,14
Net Fin. Debt / EBITDA	12,3 x	8,2 x	10,4 x	11,7 x	10,4 x	11,6 x	5,7 x
LTV	50,8 %	38,9 %	55,7 %	59,9 %	57,3 %	59,4 %	58,4 %
EK-Quote	31,6 %	32,0 %	20,5 %	19,1 %	23,7 %	20,5 %	21,4 %

LTV**Eigenkapitalrendite**
in %**Buchwert je Aktie**
in EUR

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

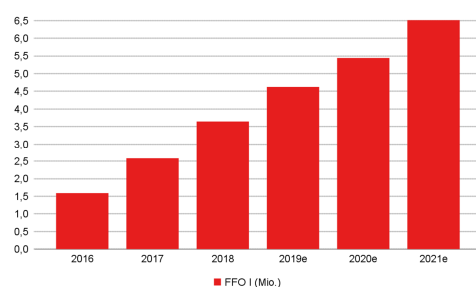
Quelle: Warburg Research

Consolidated cash flow statement

In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	0,36	1,65	2,76	3,42	4,68	4,94	12,14
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-14,32	-17,92	-21,95	-31,12	-20,00	-9,00	-20,00
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	3,71	14,02	20,23	28,01	17,05	8,04	12,45
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	n.a.	-2,25	1,03	0,31	1,73	3,97	4,59
Effekte aus Wechselkursänderungen	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Endbestand liquide Mittel	n.a.	1,46	2,49	2,80	4,53	8,50	13,10

Financial Ratios

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Kapitalfluss							
FFO (II)	0,53	1,59	2,58	3,65	4,63	5,44	6,51
FFOPS I	0,24	0,54	0,73	1,01	1,14	1,23	1,47
FFOPS I diluted	0,24	0,45	0,73	0,94	1,05	1,23	1,47
FFO I-Yield	n.a.	10,4 %	8,2 %	8,7 %	8,6 %	9,3 %	11,2 %
FFO I Marge	52,2 %	46,2 %	44,3 %	40,1 %	41,2 %	44,2 %	40,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	3,4 %	2,8 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Capex/Renditeigenschaften	n.a.	-57,0 %	-42,3 %	-38,4 %	-20,3 %	-8,2 %	-15,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	n.a.	0,9 %	0,7 %	1,4 %	-0,4 %	-0,3 %	1,3 %
Ausschüttungsquote	72,8 %	65,7 %	88,6 %	85,1 %	86,0 %	113,7 %	32,2 %

FFO

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) 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 ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („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 Anlageempfehlungen 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

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, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). 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 zählt 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 der Warburg Research GmbH 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 der Warburg-Gruppe.

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. § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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.
- 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.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
DEFAMA Deutsche Fachmarkt AG	2, 4, 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.

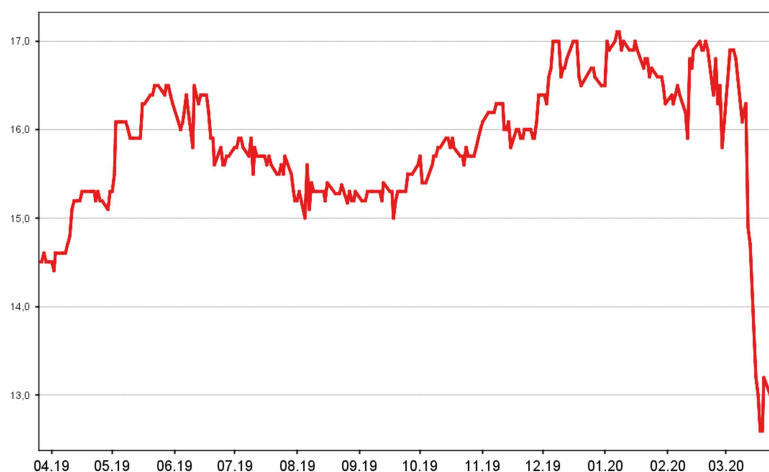
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	122	60
Halten	67	33
Verkaufen	9	4
Empf. ausgesetzt	6	3
Gesamt	204	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	34	81
Halten	5	12
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	7
Gesamt	42	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DEFAMA DEUTSCHE FACHMARKT AG] AM [25.03.2020]

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

Matthias Rode +49 40 3282-2678
Head of Equities mrode@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

Jan Bauer +49 40 309537-155
Renewables jbauer@warburg-research.com

Jonas Blum +49 40 309537-240
Telco, Construction jblum@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Industrials & Transportation 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

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

Mustafa Hidir +49 40 309537-230
Automobiles, Car Suppliers mhidir@warburg-research.com

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

Philipp Kaiser +49 40 309537-260
Real Estate pkaiser@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

Franz Schall +49 40 309537-230
Automobiles, Car Suppliers fschall@warburg-research.com

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

Patrick Schmidt +49 40 309537-125
Leisure, Internet pschmidt@warburg-research.com

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

Simon Stippig +49 40 309537-265
Real Estate sstippig@warburg-research.com

Cansu Tatar +49 40 309537-248
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

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

Robert-Jan van der Horst +49 40 309537-290
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

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

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

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
Ireland, Poland, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

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

Alexander Eschweiler +49 40 3282-2669
Germany, Luxembourg aeschweiler@mmwarburg.com

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

Tobias Hald +49 40 3282-2695
United Kingdom thald@mmwarburg.com

Maximilian Martin +49 69 5050-7413
Austria, Poland mmartin@mmwarburg.com

Christopher Seedorf +49 69 5050-7414
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

Sophie Hauer +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing shauer@mmwarburg.com

Juliane Niemann +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel +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

Marcel Magiera +49 40 3282-2662
Sales Trading mmagiera@mmwarburg.com

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

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