

company report

DEFAMA Deutsche Fachmarkt AG (DEF GY) | Immobilien

07. August 2020

Stabile Mieten in unsicheren Zeiten

DEFAMA erwirbt und verwaltet Fachmarktzentren, überwiegend in kleinen und mittelgroßen Städten Ost- und Norddeutschlands. Stärken des Immobilienportfolios sind eine niedrige Leerstandsquote von 3,5% und ein hoher Anteil an nichtzyklischen Mietern, die ca. 3/4 der Mieteinnahmen ausmachen. Die Kombination beider Stärken führt zu stetigen Mietcashflows, sogar während des Höhepunktes der Covid-19 Krise (>90% Mieteinnahmequote im April und Mai). DEFAMA hat in den letzten Jahren sein Portfolio schnell ausgebaut (48,3% Umsatz CAGR 2016-2019) und wir prognostizieren eine Fortsetzung der Portfolioexpansion. Auf Basis unserer Schätzungen sollte das zu prozentual zweistelligem Umsatz- und FFO-Wachstum führen und wir erwarten eine Umsatz CAGR von 18,2% für die Jahre 2020e bis 2022e.

- Zweistellige Mietrenditen, niedrige operative Kosten und eine schlanke Unternehmensstruktur sollten DEFAMA ermöglichen, in den kommenden Jahren eine FFO-Marge von >40% zu erzielen.
- Ankermieter sind Lebensmitteleinzelhändler. Diese sind begrenztem Wettbewerb durch Online-Retailer ausgesetzt, was zu stabilen Mieten und Kundenverkehr bei den Immobilien führt.
- Bewertung: Unser Kursziel von EUR 20,5 basiert auf dem Durchschnitt (50/50) unserer DCF- und Peergroupbewertung.
- Erstveröffentlichung des englischen Originaldokumentes am 28.07.2020.

Fundamentaldaten (in Mio. EUR)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatzerlöse	6	9	11	14	18	19
EBITDA	4	6	7	9	11	12
EPS adj. (EUR)	0,38	0,46	0,51	0,59	0,74	0,81
FFO	2,6	3,6	4,6	5,8	7,5	8,1
DPS (EUR)	0,34	0,40	0,45	0,50	0,55	0,60
Operating Cash Flow (EUR)	3	3	4	5	6	7
Dividendenzahlung für das Vorjahr (EUR)	1	1	2	2	2	3
Investitionen in Sachanl. und imm. Verm. (EUR)	22	31	16	20	15	15
Kennzahlen	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
EV/EBITDA	20,2	19,6	19,4	18,8	16,4	15,6
PCFR	10,9	8,7	10,5	10,4	8,3	7,5
KGW adj.	27,8	25,9	32,5	30,6	24,1	22,1
Dividendenrendite (%)	3,2	3,3	2,7	2,8	3,1	3,4
EBIT-Marge (%)	45,8	39,5	40,1	40,5	40,6	41,1
Gearing (%)	356,5	396,8	281,7	288,8	328,5	325,0
ROE (%)	12,4	12,3	10,2	9,8	11,1	11,2
PBV	3,4	2,7	2,8	2,8	2,6	2,4

Sources: Refinitiv, Metzler Research

Kaufen

initiation of coverage

Preis* EUR 17,90

Preisziel EUR 20,50

* XETRA Schlusskurse des Vortages sofern in den Offenlegungen nicht anders angegeben

Market Cap (Mio. EUR)	79
Enterprise Value (EUR m)	162
Free Float (%)	65,0

Kurs (in EUR)



Performance (in %)	1m	3m	12m
Aktie	5,3	9,8	18,7
Rel. to Prime All Share	5,3	-5,5	11,4

Quellen: Refinitiv, Metzler Research

Auftragsresearch



Autor: Stephan Bonhage

Finanzanalyst Equities

+49 - 69 21 04 - 525

stephan.bonhage@metzler.com

company report

Inhalt

Kerndaten		3
Executive Summary	Relevanter Akteur in einer Marktnische mit vielversprechenden Wachstumsambitionen	4
Investment Case	Der einzige börsennotierte Pure Play im Fachmarktbereich	7
	Marktentwicklung	18
	Finanzen	26
Valuation	Wir leiten ein Kursziel von EUR 20,5 aus der DCF- und Peergroupbewertung ab	36
Bilanz		39
G & V Rechnung		40
Cash flow/ratios/valuation		41
Offenlegungen		42

company report

Kerndaten

Unternehmensprofil

Vorstandsvorsitzender: Matthias Schrade

Finanzvorstand: -

Berlin, Deutschland

DEFAMA ist ein großes deutsches Immobilienunternehmen, welches sich auf die Akquisition und das Management von Fachmarktzentren spezialisiert hat. Kaufobjekte sind Fachmarktzentren in kleinen und mittelgroßen Städten Ost- und Norddeutschlands. Das Bestandsportfolio umfasst aktuell 39 Immobilien.

Besitzverhältnisse

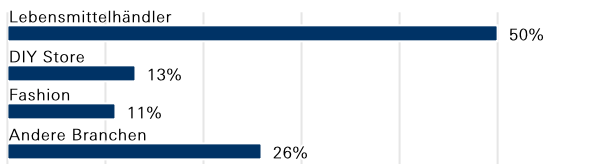
Matthias Schrade (29%), Geminus GmbH (4%), Weitere Mangementmitglieder (2%)

Kennzahlen

G&V (in Mio. EUR)	2017	%	2018	%	2019	%	2020e	%	2021e	%	2022e	%
Umsatzerlöse	6	69,5	9	55,9	11	23,3	14	21,3	18	28,7	19	8,6
EBITDA	4	64,8	6	42,3	7	27,3	9	22,6	11	28,1	12	9,3
EBITDA-Marge (%)	66,7	-2,8	60,9	-8,7	62,9	3,2	63,5	1,0	63,2	-0,5	63,6	0,6
EBIT	3	60,1	4	34,5	4	25,3	6	22,5	7	29,0	8	9,9
EBIT-Marge (%)	45,8	-5,6	39,5	-13,8	40,1	1,6	40,5	0,9	40,6	0,2	41,1	1,2
Finanzergebnis	-1	-60,3	-1	-49,0	-2	-28,7	-2	-18,7	-3	-33,0	-3	-11,4
Ergebnis vor Steuern	2	60,0	2	27,1	3	23,3	3	24,8	4	26,7	5	9,0
Steuern	-0	-88,2	-1	-34,3	-1	-28,7	-1	-22,0	-1	-26,7	-1	-9,0
Steuerquote (%)	-23,2	n.b.	-24,5	n.b.	-25,6	n.b.	-25,0	n.b.	-25,0	n.b.	-25,0	n.b.
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	1	53,1	2	25,0	2	21,5	3	25,8	3	26,7	4	9,0
Ant. Dritter am Jahresübersch.	0	n.v.	0	n.m.	0	-48,8	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Jahresübersch. n. Ant. Dritter	1	52,9	2	23,4	2	22,5	3	25,9	3	26,8	4	9,0
Anzahl ausstehender Aktien (m)	4	21,4	4	2,1	4	11,9	4	9,1	4	0,0	4	0,0
EPS adj. (EUR)	0,38	26,1	0,46	20,7	0,51	9,5	0,59	15,4	0,74	26,8	0,81	9,0
DPS (EUR)	0,34	70,0	0,40	17,6	0,45	12,5	0,50	11,1	0,55	10,0	0,60	9,1
Dividendenrendite (%)	3,2	n.b.	3,3	n.b.	2,7	n.b.	2,8	n.b.	3,1	n.b.	3,4	n.b.
Cash Flow (in Mio. EUR)	2017	%	2018	%	2019	%	2020e	%	2021e	%	2022e	%
Operating Cash Flow	3	67,2	3	24,1	4	11,1	5	31,6	6	26,0	7	11,1
Zuwachs des Working-capital (WC)	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.
Investitionen in Sachanl. und imm. Verm.	22	22,6	31	42,1	16	-48,4	20	24,3	15	-25,0	15	0,0
Dividendenzahlung für das Vorjahr	1	218,8	1	70,0	2	29,4	2	41,7	2	10,0	3	9,1
Free Cashflow (nach Dividende)	-20	-20,8	-29	-45,6	-14	52,2	-17	-24,3	-11	35,3	-11	4,3
Bilanz (in Mio. EUR)	2017	%	2018	%	2019	%	2020e	%	2021e	%	2022e	%
Aktiva	55	66,6	86	54,8	104	21,6	125	20,2	149	19,1	164	9,7
Geschäfts- oder Firmenwert	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.
Eigenkapital	11	7,0	16	43,9	25	50,7	29	16,7	31	8,0	34	8,7
Nettoverschuldung inkl. Rückst.	41	109,5	65	60,2	70	7,0	83	19,6	102	22,8	110	7,5
Gearing (%)	356,5	n.b.	396,8	n.b.	281,7	n.b.	288,8	n.b.	328,5	n.b.	325,0	n.b.
Net debt/EBITDA	10,4	n.b.	11,7	n.b.	9,9	n.b.	9,6	n.b.	9,2	n.b.	9,1	n.b.

Struktur

Mieterstruktur 2019



Sources: Refinitiv, Metzler Research

company report

Executive Summary

Relevanter Akteur in einer Marktnische mit vielversprechenden Wachstumsambitionen

Fokus auf eine Nische des Einzelhandelsimmobilienmarktes DEFAMA ist zu einem relevanten Akteur in einer Nische des deutschen Einzelhandelsimmobilienmarktes geworden. Das Immobilienportfolio besteht aus Fachmarktzentren, die sich überwiegend in kleinen und mittleren Städten in Nord- und Ostdeutschland befinden. Neue Akquisitionen innerhalb dieser fragmentierten Marktnische (Kaufpreis je Objekt ca. 1 Mio. EUR bis 5 Mio. EUR) sind oftmals für private Käufer zu groß, aber gleichzeitig auch zu klein für institutionelle Anleger. Das ermöglicht es DEFAMA, die Immobilien zu niedrigen Marktpreisen zu kaufen (~9x Jahresnettomiete in der Vergangenheit) und hierdurch zweistellige Mietrenditen zu erzielen. Das Immobilienportfolio umfasst 39 Immobilien mit einer Vermietungsquote von 96,5%, die zusammen eine annualisierte Jahresnettomiete von ca. 14 Mio. EUR erzielen. Zweistellige Mietrenditen, eine schlanke Unternehmensstruktur mit circa 20 Mitarbeitern und niedrige operative Kosten sollten es DEFAMA aus unserer Sicht ermöglichen, eine nachhaltige FFO-Marge von >40% zu erzielen.

Das Wachstumsmomentum sollte durch eine Expansion des Immobilienportfolios getrieben werden Das Unternehmen hat das langfristige Ziel, einer der größten Bestandhalter von Fachmarktzentren in Deutschland zu werden und verfolgt einen "Buy and Hold" Ansatz bei seinem Immobilienportfolio. Wir denken, in den kommenden Jahren sollte der Erwerb von neuen Fachmarktzentren den wesentlichen Treiber des FFO- und Umsatzwachstums darstellen, da DEFAMA beabsichtigt, für jährlich 15 Mio. EUR bis 20 Mio. EUR neue Immobilien zu akquirieren. Auf Basis unserer Schätzungen gehen wir davon aus, dass neue Fachmarktzentren 1,3 Mio. EUR zum Umsatz im GJ 20e beitragen sollten. In den Geschäftsjahren 2021e und 2022e sollte der Umsatzbeitrag der neu akquirierten Objekte bei jeweils 1,5 Mio. EUR liegen. Die kalkulierten Umsatzzuwächse sollten zu einem prozentual zweistelligen Wachstum des Umsatzes und des FFO führen und wir erwarten eine 18,2% Umsatz CAGR für die Jahre 2020e bis 2022e.

Geringe Auswirkungen der Covid-19 Krise auf das Geschäftsmodell Im Gegensatz zu anderen Wettbewerbern aus dem Einzelhandelsimmobilienbereich erzielte DEFAMA in den vergangenen Monaten stabile Mieteinnahmen, selbst auf dem Höhepunkt der Covid-19 Krise (Mieteinnahmequote von >90% im April und Mai). Im Juni lag die Mieteinnahmequote des Unternehmens sogar wieder bei beinahe 100%. Zu Ende Mai lag das Volumen der nicht gezahlten Mieten bei 220 Tsd. EUR (~1,6% der Mieteinnahmen im GJ 20e). Diese stammen überwiegend von Mietern aus dem Non-food-Bereich mit guter Bonität.

Die Ankermieter haben nichtzyklische Geschäftsmodelle und sind geringer Konkurrenz durch Online-Retailer ausgesetzt Ankermieter von DEFAMA sind führende deutsche Lebensmitteleinzelhändler, auf die ca. 50% der Mieteinnahmen entfallen. Aus unserer Sicht sollten ihre nichtzyklischen Geschäftsmodelle das Risiko von Mieterausfällen senken und stabile Mieten für DEFAMA generieren. Darüber hinaus profitieren Lebensmitteleinzelhändler von einer geringen Online-Durchdringung in ihrem Sektor. So wurden im GJ 19 nur 2,5% des Inlandsumsatzes mit Lebensmitteln online erzielt. Dies ist deutlich geringer im Vergleich zu anderen Nonfood-Sektoren wie Mode (30%) oder Elektronik (33,8%) und sollte für den Kundenverkehr in Einzelhandelsimmobilien, deren Fokus auf Lebensmittelgeschäften liegt, vorteilhaft sein. Nach Angaben von DEFAMA haben 3/4 der Mieter nichtzyklische Geschäftsmodelle und 80% der Mieter sind große Retailer mit guter Bonität.

company report

Risiken unseres Investmentcase

Unserer Ansicht nach stellt ein höheres Zinsniveau das bedeutendste Risiko für den Investmentcase von DEFAMA dar, was sich bei der Cashflow-Generierung und den Profitabilitätsmargen negativ bemerkbar machen würde. Daneben besteht bei einem derart großen Immobilienportfolio ein generelles Risiko von individuellen Mieterausfällen, was in einzelnen Jahren zu geringeren Mieteinnahmen führen könnte. Ein Risiko könnte für einige Investoren auch die vergleichsweise geringe Eigenkapitalquote von knapp 23% nach HGB-Bilanzierung darstellen (ca. 40%-45% bei IFRS-Bilanzierung nach Angaben des Unternehmens). Langfristig könnten zudem an einigen Standorten von DEFAMA negative demografische Entwicklungen eine Bedrohung darstellen. Eine geringere Bevölkerung und damit einhergehend niedrigere Kaufkraft könnte die Umsätze der Mieter und die Attraktivität einzelner Immobilien an solchen Standorten verringern.

company report

DEFAMA - SWOT-Analyse

Stärken

- **CEO-Bindung** an das Unternehmen (Anteil von 29%) und erfahrenes Managementteam.
- Die Ankermieter von DEFAMA sind **nichtzyklische Lebensmitteleinzelhändler** (ca. 50% Mietanteil).
- Vermietungsquote von **96,5%** zum 31. März 2020.
- **Aktionärsfreundliche** Dividendenpolitik.
- Geschäftsmodell mit einer **FFO-Marge von >40%**.
- **Schlanke Unternehmensstruktur** mit lediglich 20 Mitarbeitern.
- **Kapitalmarktzugang** um Wachstum zu finanzieren.
- Zweistelliges FFO- und Umsatzwachstum für die nächsten Jahre erwartet (**18,2% Umsatz CAGR 2020e-2022e**).
- Relativ **hoher Freefloat** (65%).
- **Großes Netzwerk** zu lokalen Banken (aktuell 27 Finanzierungspartner), Maklern und Wettbewerbern.
- „**Buy and Hold**“ Ansatz für das Immobilienportfolio.

Schwächen

- **Geringe Marktkapitalisierung** und damit **niedrige Liquidität der Aktie**.
- Vergleichsweise geringe Eigenkapitalrendite von 23% (**40%-45%** unter IFRS-Bilanzierung laut DEFAMA).
- Das FFO- und Umsatzwachstum basiert überwiegend auf **Expansion des Immobilienportfolios**. Wir sehen begrenztes Potenzial für Mietsteigerungen.
- **Anteilsverwässerung** durch Kapitalerhöhungen möglich.
- **Weitere Finanzierungen** werden für Wachstum nötig sein. Die FCF-Generierung sollte in den nächsten Jahren **eher gering** sein.
- Der Effekt von möglichen Margentreibern ist noch **unklar**.
- Geringe **Markteintrittsbarrieren** für andere Immobiliengesellschaften.
- **Keine Diversifizierung** bei der Fremdkapitalaufnahme (lediglich Nutzung von Annuitätendarlehen).

Chancen

- Aktuell **positive Finanzierungsbedingungen** für Immobiliengesellschaften.
- Nach unserem Kenntnisstand existiert eine **geringe Anzahl an Wettbewerbern** in der Marktnische von DEFAMA.
- Immobilienportfolio mit **hohen stillen Reserven**.
- Steigendes Investoreninteresse am Fachmarktbe- reich könnte zu einem **höheren Verkehrswert** des Immobilienportfolios führen.
- Geringe Kaufpreise und ein fragmentierter Markt ermöglichen es DEFAMA, **zweistellige Mietrenditen** zu erzielen.
- Der Umbau in Radeberg könnte zu einem **hohen einstelligen Millionengewinn** für DEFAMA führen.
- DEFAMA ist der einzige **börsennotierte Pure Play im Fachmarktbereich**.
- Für Retailer ist Deutschland ein **attraktiver Markt** (geringe Arbeitslosigkeit, hohe Löhne), was positiv für Vermieter von Einzelhandelsimmobilien sein sollte.

Risiken

- Die wachsende Online-Konkurrenz ist **eine Gefahr** für Retailer, welche nicht auf Lebensmittel oder den Bereich Basiskonsumgüter spezialisiert sind.
- Risiko von **steigenden Finanzierungskosten** in der Zukunft. Das könnte die aktuelle Profitabilität von DEFAMA **deutlich belasten**.
- Mieterverluste sind **zukünftig immer möglich** und Lebensmitteleinzelhändler verfügen über eine **starke Verhandlungsmacht**.
- Langfristig gibt es demografische **Risiken** an einigen Standorten von DEFAMA (geringere Bevölkerung und damit einhergehend niedrigere Kaufkraft).
- Die Attraktivität von Fachmarktzentren könnte das Interesse von **mehr Investoren** wecken. Das könnte zu einer weiteren **Renditekomprimierung** im Fachmarktbereich führen.
- Eine **Eintrübung** des Marktumfeldes durch Covid-19.

Quelle: Metzler Research

company report

Investment Case

Der einzige börsennotierte Pure Play im Fachmarktbereich

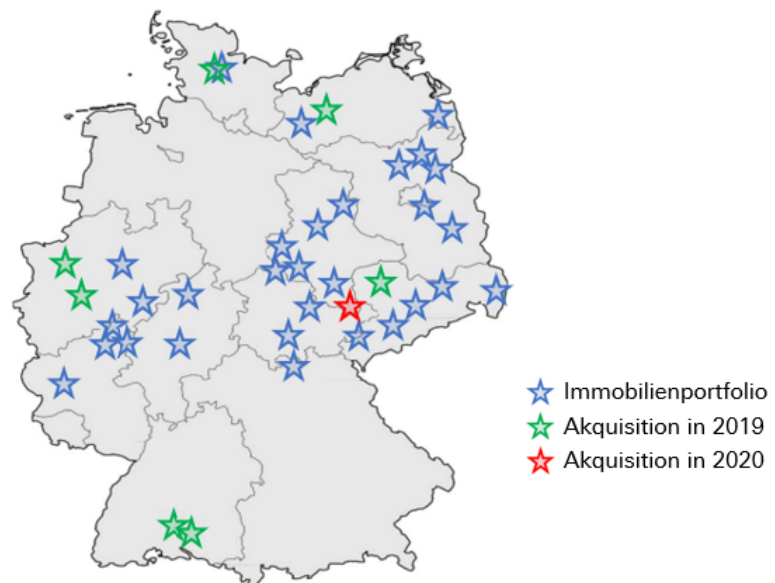
Nichtzyklische Lebensmitteleinzelhändler als Ankermieter

Die Mieterstruktur von DEFAMA ist geprägt von einem hohen Anteil an nichtzyklischen Lebensmitteleinzelhändlern (50%), gefolgt von Baumärkten (13%) und Modehändlern (11%). Insgesamt machen die fünf größten Mietverträge weniger als 20% der Mieteinnahmen aus. Die auf den Lebensmitteleinzelhandel spezialisierten Immobilien von DEFAMA befinden sich in der Regel in B-Lagen mit wenigen weiteren Retailagglomerationen. Dadurch sind die Mieter lokal einem begrenzten Wettbewerb ausgesetzt, was unserer Einschätzung nach vorteilhaft für den Kundenverkehr der Immobilien und die Mieterbindung ist.

Die Vermietungsquote liegt bei 96,5%

Das von DEFAMA gehaltene Bestandsportfolio besteht aus 39 Immobilien (ca. 175.000qm² vermietbare Fläche), die zusammen eine annualisierte Jahresnettomiete von ungefähr 14 Mio. EUR erzielen. Zum 31. März 2020 lag die Vermietungsquote bei 96,5% und der WALT betrug 4,3 Jahre.

Das Fachmarktportfolio von DEFAMA im Überblick



Quellen: DEFAMA, Metzler Research

Weiteres Wachstum ist geplant

DEFAMA hat langfristige Ambitionen

Langfristiges Ziel des Unternehmens ist es, einer der größten Bestandshalter von Fachmarktzentren in Deutschland zu werden. Darüber hinaus legt das Unternehmen Wert auf eine nachhaltige Steigerung des Immobilienwertes und eine zweistellige Eigenkapitalrendite. Weitere wichtige Merkmale der Unternehmensstrategie von DEFAMA sind

company report

aus unserer Sicht:

- DEFAMA finanziert mindestens 80% des Kaufpreises einer Immobilie über Fremdkapital von lokalen Banken. Der Erwerb und die Finanzierung erfolgt immer in Objektstöchtern, wobei DEFAMA als Holdinggesellschaft Eigenkapital zur Verfügung stellt. Hierdurch wird das Finanzierungsrisiko für das Unternehmen deutlich reduziert. Üblicherweise nutzt DEFAMA Annuitätendarlehen mit einer festen Zinsbindungsdauer von 10 Jahren zur Finanzierung neuer Objekte.
- Eine diversifizierte Finanzierungsstruktur ist für das Unternehmen wichtig. Kein Finanzierungspartner hat deshalb einen höheren Anteil als 12% an der Gesamtverschuldung.
- Die Kaufpreise lagen in der Vergangenheit meistens zwischen 1 Mio. EUR und 5 Mio. EUR je Immobilie. Ein vergleichsweise geringes Interesse auf der Käuferseite für solche kleineren Objekte, ermöglicht es DEFAMA, neue Fachmarktzentren zu akzeptablen Preisen zu kaufen. Das Unternehmen zahlt in der Regel 9x-10x Jahresnettomiete beim Kauf eines neuen Fachmarktzentrums. Vergleichbare Objekte an Top-Standorten wie Berlin oder Hamburg würden mindestens 15x Jahresnettomiete kosten, sofern historische Transaktionen als Maßstab herangezogen werden. DEFAMA beabsichtigt eine Mietrendite von 10% beim Kauf einer neuen Immobilie zu erzielen.
- Potenzielle Akquisitionsobjekte benötigen mindestens einen Ankermieter, dessen Mietvertragslaufzeit noch mindestens fünf Jahre beträgt. Insgesamt sollten die Objekte zudem über weniger als zehn Mieter verfügen. Weitere Akquisitionskriterien sind: Geringe Leerstandsquoten, wenig Bedarf an Modernisierungsmaßnahmen und eine Jahresnettomiete in Höhe von mindestens 100 Tsd. EUR pro Jahr.
- Das Unternehmen beabsichtigt eine Verbesserung der Mietrendite durch aktives Management und Umbaumaßnahmen.

company report

Ein typisches Fachmarktzentrum von DEFAMA



Quellen: DEFAMA, Metzler Research

DEFAMA hat >90% seiner Mieten im April und Mai eingenommen

Geringe Auswirkungen der Covid-19 Krise auf die Geschäftsaktivitäten

Nach Angaben von DEFAMA sind die Auswirkungen der Covid-19 Krise auf die Geschäftsaktivitäten vergleichsweise gering. Das Unternehmen konnte >90% seiner Mieten im April und Mai einnehmen und bisher musste noch kein Mieter Insolvenz anmelden. Alle Geschäfte, welche aufgrund behördlicher Anordnungen schließen mussten, durften bereits wieder öffnen.

Das Unternehmen bestätigte seine Guidance für das GJ 20e und den Dividendenvorschlag von 0,45 EUR, von dem bereits 0,20 EUR als Vorabdividende diesen Juni ausbezahlt wurden. Vorsorglich hatte DEFAMA eine temporäre Aussetzung seiner Darlehensrückzahlungen beantragt, was die Liquiditätssituation während der aktuellen Krise verbessern sollte.

Das Fachmarktportfolio hat aus unserer Sicht gute Qualitäten

Im Folgendem haben wir die wesentlichen Kennzahlen des Immobilienportfolios von DEFAMA zum 31. März 2020 zusammengefasst (ohne Berücksichtigung der jüngsten Akquisition in Anklam):

- Anzahl der Fachmarktzentren: 38.
- Vermietbare Fläche: 167.139qm².
- Vermietungsquote: 96,5%.
- WALT: 4,3 Jahre.
- Durchschnittliche Miete pro qm²: 6,08 EUR.
- Verkehrswert des Immobilienportfolios: 151,3 Mio. EUR.

company report

- Entspricht einer Bewertung von 905 EUR pro qm².

Details zum Fachmarktportfolio

Standort	Vermietbare Fläche (in qm ²)	Leerstand (in %)	Jährliche Mieteinnahmen (in tsd. EUR)	Akquisitionsjahr	Akquisitionspreis (in Mio. EUR)	Akquisitionsmultiple	Verkehrswert (in Mio. EUR)
Albstadt	1526	0%	161,4	2019	1,9 Mio. EUR	11,7x	2,2 Mio. EUR
Apolda	2817	6%	258,2	2014	2,3 Mio. EUR	8,5x	3,2 Mio. EUR
Bleicherode	4044	12%	374,4	2015	2,6 Mio. EUR	7,1x	4,2 Mio. EUR
Brand-Erbisdorf	2394	0%	237,0	2015	2,0 Mio. EUR	8,1x	2,6 Mio. EUR
Budelsdorf	5407	22%	376,6	2016	3,1 Mio. EUR	7,2x	4,8 Mio. EUR
Dinslaken	10.163	0%	754,3	2019	7,6 Mio. EUR	10,1x	9,4 Mio. EUR
Eberswalde	2248	3%	234,1	2018	2,5 Mio. EUR	11,9x	2,9 Mio. EUR
Florstadt	1640	3%	98,5	2017	0,8 Mio. EUR	8,3x	1,2 Mio. EUR
Gebhardshain	1776	9%	165,4	2017	1,7 Mio. EUR	10,1x	2,1 Mio. EUR
Genthin	2498	0%	190,3	2016	1,4 Mio. EUR	8,1x	2,2 Mio. EUR
Görlitz	3917	0%	325,2	2015	2,6 Mio. EUR	8,6x	3,7 Mio. EUR
Hamm	3255	6%	350,5	2018	3,1 Mio. EUR	9,4x	4,3 Mio. EUR
Harzgerode	4701	6%	260,1	2017	2,2 Mio. EUR	9,0x	3,2 Mio. EUR
Höhn	3719	4%	407,6	2017	3,0 Mio. EUR	7,6x	4,6 Mio. EUR
Königsee	2394	20%	170,5	2015	1,7 Mio. EUR	8,2x	2,4 Mio. EUR
Lowenberg	3098	15%	180,7	2016	1,4 Mio. EUR	7,0x	2,0 Mio. EUR
Lubbenau	11.949	7%	900,6	2018	8,0 Mio. EUR	8,9x	10,2 Mio. EUR
Merseburg	1567	3%	163,1	2016	1,0 Mio. EUR	7,2x	1,6 Mio. EUR
Mylau	2249	6%	155,2	2018	1,5 Mio. EUR	8,8x	1,9 Mio. EUR
Pasewalk	13.327	0%	726,2	2016	6,0 Mio. EUR	8,7x	8,9 Mio. EUR
Puderbach	2217	22%	159,3	2017	2,0 Mio. EUR	9,8x	2,2 Mio. EUR
Radeberg	14.834	0%	1308,8	2016	5,5 Mio. EUR	7,1x	9,9 Mio. EUR
Remscheid	1917	0%	287,4	2019	3,6 Mio. EUR	10,3x	3,5 Mio. EUR
Rendsburg	3921	5%	456,6	2019	4,5 Mio. EUR	9,9x	5,7 Mio. EUR
Sangerhausen	2524	3%	157,5	2017	1,5 Mio. EUR	11,9x	1,8 Mio. EUR
Schmallenberg	6743	8%	650,2	2018	7,0 Mio. EUR	11,3x	8,5 Mio. EUR
Schneeberg	2478	0%	274,2	2015	2,2 Mio. EUR	8,2x	3,3 Mio. EUR
Sigmaringen	2100	0%	114,0	2019	1,3 Mio. EUR	11,4x	1,4 Mio. EUR
Sonnefeld	1434	0%	142,4	2018	1,4 Mio. EUR	9,6x	1,8 Mio. EUR
Staßfurt	3180	0%	283,7	2018	2,6 Mio. EUR	9,4x	3,1 Mio. EUR
Sternberg	1234	0%	134,5	2019	1,0 Mio. EUR	8,3x	1,3 Mio. EUR
Templin	4543	0%	287,8	2018	2,0 Mio. EUR	8,0x	2,8 Mio. EUR
Traben-Trarbach	2738	1%	205,4	2016	1,7 Mio. EUR	8,3x	2,6 Mio. EUR
Waldeck	2379	0%	203,2	2017	1,9 Mio. EUR	9,3x	2,4 Mio. EUR
Wildau	1472	0%	196,0	2017	1,8 Mio. EUR	9,0x	2,4 Mio. EUR
Wittenburg	4768	0%	462,6	2016	3,6 Mio. EUR	8,4x	5,3 Mio. EUR
Wurzen	3423	4%	162,0	2019	1,5 Mio. EUR	9,4x	1,8 Mio. EUR
Zeitz	20.129	0%	1286,0	2020	9,0 Mio. EUR	7,0x	13,6 Mio. EUR

Quellen: DEFAMA, Metzler Research

Der einzige börsennotierte Pure Play im Fachmarktbereich

DEFAMA ist der einzige börsennotierte Pure Play im Fachmarktbereich auf dem deutschen Aktienmarkt. Aus unserer Sicht ist die Stärke des Immobilienportfolios eine Vermietungsquote von 96,5%, was überdurchschnittlich hoch ist im Vergleich zu Peers aus dem Einzelhandelsimmobiliensektor. Darüber hinaus sollte ein WALT von 4,3 Jahren eine gewisse Visibilität bei der Generierung von Mieteinnahmen und der Verlängerung von Mietverträgen bieten.

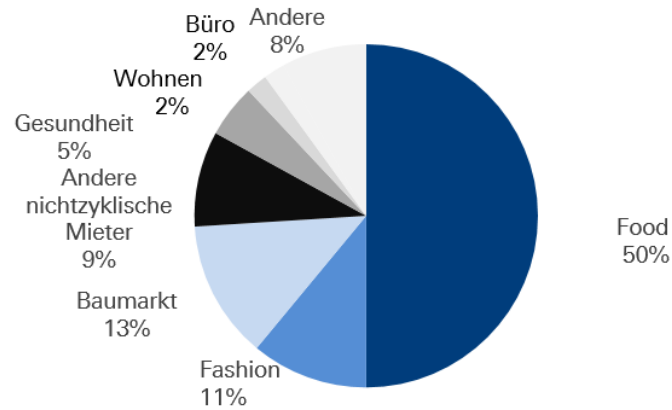
Diversifizierte Mieterstruktur mit nichtzyklischen Lebensmitteleinzelhändlern als Ankermieter

DEFAMA verfügt unserer Ansicht nach über eine diversifizierte Mieterstruktur, wobei der Schwerpunkt auf die führenden inländischen Lebensmitteleinzelhändler liegt, auf die ca. 50% der Mieteinnahmen entfallen. Weitere wichtige Sektoren innerhalb der Mieterstruktur sind Baumärkte (ca. 13%) und Modehändler (ca. 11%). Nach Angaben von DEFAMA stehen die fünf größten Mietverträge zusammen für nur knapp 20% der gesamten Mieteinnahmen. Somit hat das Unternehmen unserer Einschätzung nach vergleichsweise geringe Konzentrationsrisiken bei den Mietverträgen.

company report

Mieteinnahmen aufgeteilt nach Branchen

in %



Quellen: DEFAMA, Metzler Research

Kein Exposure zu Einzelhändlern mit unsicheren Aussichten

Das Unternehmen hat einen geringen Anteil an Mietern aus dem Gastronomiektor und besitzt ein begrenztes Exposure im Bereich Fashion (hauptsächlich Deichmann, KiK und Takko) von 11%. Wichtig zu erwähnen ist zudem, dass DEFAMA keine Mietverträge mit namhaften Nonfood-Filialisten wie Galeria Karstadt Kaufhof, CECONOMY, C&A, Peek & Cloppenburg oder H&M abgeschlossen hat. Obwohl diese Mieter große Flächen in Einzelhandelsimmobilien mieten, sind sie gleichzeitig zunehmender Online-Konkurrenz ausgesetzt. Aus unserer Perspektive ist es ein Vorteil für DEFAMA, über kein Exposure zu solchen Retailern zu verfügen, im Gegensatz zu anderen Marktteilnehmern auf dem Einzelhandelsimmobilienmarkt.

Stattdessen hat das Unternehmen eine mittlere bis hohe einstellige Anzahl an Mietverträgen mit den wichtigsten inländischen Lebensmitteleinzelhändlern abgeschlossen. Insgesamt sind nach Angaben des Unternehmens 80% der Mieter große Einzelhändler mit guten Bonitätsratings. Ein Überblick über die 10 wichtigsten Mieter von DEFAMA ist in der Grafik unten abgebildet.

company report

Die wichtigsten Mieter von DEFAMA im Juni 2020

Mieter	Marken	Verträge	Anteil
Kaufland/Lidl	 	5	13,1%
Rewe/Penny	 	8	11,5%
Edeka Group	   	8	10,9%
Toom/B1	 	4	9,4%
Tengelmann Group	 	16	5,7%
Norma		7	4,4%
Aldi Nord		4	3,9%
Dän. Bettenlager		5	2,8%
Takko		5	2,3%
Deichmann		5	1,7%

Quellen: DEFAMA, Metzler Research

Die wichtigste Mietergruppe von DEFAMA ist wenig von Online-Konkurrenz betroffen

Die wachsende Konkurrenz durch Online-Retailer sollte die größte Gefahr für traditionelle Nonfood-Retailer darstellen

Wir schätzen die wachsende Konkurrenz durch Online-Retailer als die größte Bedrohung für das Geschäftsmodell vieler Offline-Retailer ein. Diese Entwicklung sollte insbesondere Nonfood-Retailer aus dem Bereich Fashion oder die Betreiber von Warenhausketten treffen. Die Covid-19 Krise hat diese negative Entwicklung nach unserer Ansicht noch verstärkt.

Lebensmitteleinzelhändler, welche die Ankermieter von DEFAMA sind, sollten hiervon jedoch weitgehend unbeeinträchtigt sein

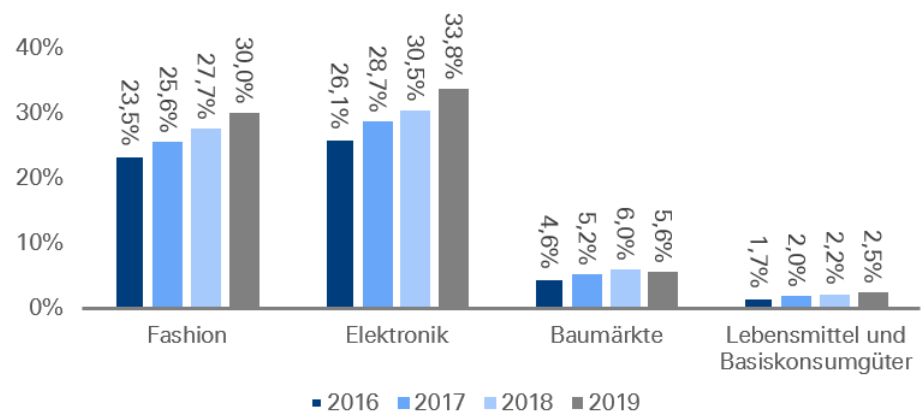
Die größte Mietergruppe von DEFAMA, der Lebensmitteleinzelhandel, ist jedoch in den vergangenen Jahren von dieser Entwicklung relativ unbeeinträchtigt gewesen (siehe Grafik unten). So machten im GJ 19 Onlineverkäufe nur 2,5% des Gesamtumsatzes der Branche aus, was einen leichten Anstieg um 30 Basispunkte im Vergleich zum GJ 18 darstellt. Vergleichbar niedrige Onlineumsätze werden ebenfalls in der Baumarktbranche generiert. Hier betrug im GJ 19 der Online-Anteil am gesamten Branchenumsatz 5,6%. Baumärkte stellen die zweitgrößte Mietergruppe von DEFAMA dar.

Nach Angaben des Marktforschungsinstituts GfK gibt es einen wesentlichen Grund für die geringe Online-Durchdringung im Lebensmitteleinzelhandel: E-Food Angebote rich-

company report

ten sich nämlich vorwiegend an Großstadtbewohner. Da solche Städte jedoch in der Regel über eine hohe Dichte an Supermärkten verfügen, ist es für diese Zielgruppe aus zeitlichen und finanziellen Gründen nicht lohnenswert, Lebensmittel online einzukaufen.

Online-Anteil am Branchenumsatz
in %



Quellen: HDE, Metzler Research

Die Resilienz der Geschäftsmodelle von Lebensmitteleinzelhändlern gegenüber dem Online-Handel ist entscheidend für den Investmentcase von DEFAMA

Aus unserer Perspektive ist die Resilienz der Geschäftsmodelle von Lebensmitteleinzelhändlern gegenüber Online-Anbietern entscheidend für den Investmentcase des Unternehmens. Das Risiko künftiger Mieterinsolvenzen und Mietausfälle für DEFAMA wird hierdurch deutlich reduziert, was ebenfalls während der Hochphase der COVID-19 Krise beobachtet werden konnte (Mieteinnahmequote von >90%). Darüber hinaus ermöglicht diese Resilienz eine höhere Visibilität bei der Mieteinnahmengenerierung, zumal Lebensmitteleinzelhändler auch eher bereit sind, langfristige Mietverträge abzuschließen. Deshalb dürfte der Fokus von DEFAMA auf Fachmarktzentren als Einnahmequelle dem Unternehmen stabile Umsätze in den kommenden Jahren ermöglichen.

Wir erwarten keine Trendumkehr in den kommenden Jahren

Aus den folgenden Gründen erwarten wir langfristig keine Trendumkehr in Richtung höherer Online-Umsätze im Lebensmitteleinzelhandel:

- In ländlichen Gebieten sind die Lieferkosten für den Lebensmitteleinzelhandel wahrscheinlich zu hoch und die adressierbare Kundenanzahl wäre zu gering. Aufgrund dessen dürfte es für Lebensmitteleinzelhändler relativ unattraktiv sein, ein Online-Angebot an den Standorten von DEFAMA aufzubauen.
- Lebensmittel sind in der Regel margenschwache Standardprodukte. Deshalb glauben wir, dass ein E-Food Business geringe Rentabilitätsmargen generieren würde. Außerdem würde der Ausbau eines solchen Geschäftes hohe Investitionen erfordern. Aus diesen Gründen haben sich die Lebensmitteleinzelhändler Kaufland, Alnatura und Basics bereits aus dem Bereich E-Food zurückgezogen.
- Die größten inländischen Online-Shops befinden sich bereits in den Händen großer Offline-Retailer. Nach Marktdaten von Retailytics stammen die drei größten Online-Shops im GJ 19 von Edeka, DM und Rewe. Diese Offline-Retailer sehen ihre Online-Angebote eher als eine Ergänzung des Geschäftsmodells, um die lokale Marktposition stärken zu können.

company report

Die Akquisition neuer Fachmarktzentren sollte den wesentlichen Treiber des zukünftigen FFO- und Umsatzwachstums darstellen

Schnelle Portfolioexpansion in den vergangenen Jahren (48,3% Umsatz CAGR 2016-2019)

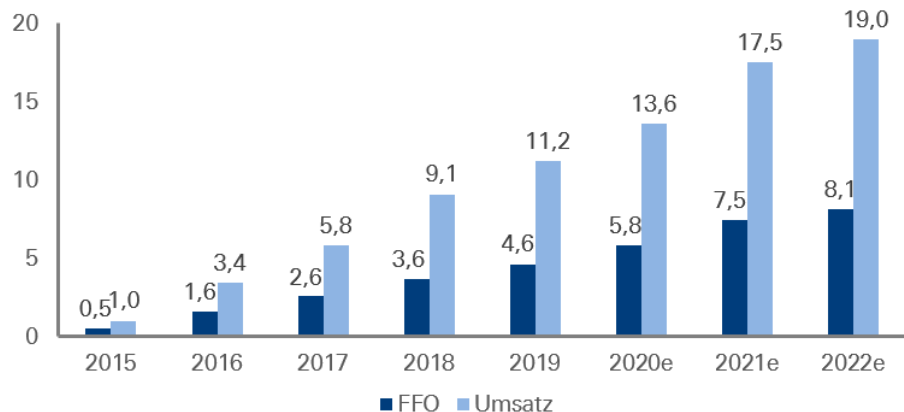
Das Umsatzwachstum von DEFAMA wurde in den vergangenen Jahren im Wesentlichen durch eine Expansion des Immobilienportfolios getrieben. Von 2015 bis 2019 konnte das Unternehmen die Anzahl der Fachmarktzentren in seinem Immobilienportfolio von 7 auf 37 erhöhen (~7 neue Immobilien pro Jahr). In den Jahren 2016 bis 2019 stiegen die Mieteinnahmen von 3,4 Mio. EUR auf 11,2 Mio. EUR, was einer 48,3% Umsatz CAGR 2016-2019 entspricht.

Das Unternehmen beabsichtigt jährlich für 15 Mio. EUR bis 20 Mio. EUR neue Fachmarktzentren zu kaufen

In den kommenden Jahren erwarten wir eine Fortsetzung der Portfolioexpansionsstrategie, was die Grundlage für prozentual zweistelliges FFO- und Umsatzwachstum darstellen sollte. DEFAMA beabsichtigt, neue Fachmarktzentren für 15 Mio. EUR bis 20 Mio. EUR pro Jahr zu erwerben, um die Wachstumsdynamik auch in naher Zukunft weiter aufrechtzuerhalten.

FFO- und Umsatzentwicklung von DEFAMA

in Mio. EUR



Quellen: DEFAMA, Metzler Research

Wir erwarten ein Transaktionsvolumen von 20 Mio. EUR im GJ 20e, gefolgt von 15 Mio. EUR im GJ 21e und GJ 22e

Auf Basis dieser Zielgröße beim Transaktionsvolumen schätzen wir, dass DEFAMA im GJ 20e neue Fachmarktzentren für 20 Mio. EUR erwerben könnte. In den beiden darauffolgenden Geschäftsjahren erwarten wir ein jährliches Transaktionsvolumen von je 15 Mio. EUR. Zu Beginn dieses Jahres erwarb das Unternehmen bereits eine Immobilie in Zeitz bei Leipzig für 9 Mio. EUR. Zusätzlich akquirierte das Unternehmen in der vergangenen Woche für insgesamt 8 Mio. EUR eine weitere Immobilie in Anklam sowie eine Solaranlage. Wir schätzen die Bekanntgabe weiterer Akquisition in H2 20e als wahrscheinlich ein, da DEFAMA nach wie vor beabsichtigt, einen annualisierten FFO von 7,0 Mio. EUR zu erzielen (aktuell sind es 6,7 Mio. EUR). Nach unseren Berechnungen wäre es mit dem bestehenden Immobilienportfolio nicht möglich, dieses FFO-Ziel zu erreichen, und würde weitere Immobilienkäufe erfordern.

company report

In den vergangenen Jahren konnte DEFAMA meistens die Zielgröße beim jährlichen Transaktionsvolumen übertreffen

Unsere Annahmen hinsichtlich des Transaktionsvolumens für die Geschäftsjahre 2021e und 2022e befinden sich am unteren Ende des Transaktionsvolumenziels von DEFAMA. Diese Annahmen sollten konservativ sein, da DEFAMA in den vergangenen Jahren meistens sein Transaktionsvolumenziel übertreffen konnte. Ein höheres Ankaufovolumen könnte deshalb weiteres Wachstumspotenzial entfalten und die Portfolioexpansion beschleunigen. Trotzdem sind wir der Ansicht, dass ein gewisser Abschlag bei den Annahmen zum Transaktionsvolumen gerechtfertigt ist. Es ist nämlich im Vorfeld unklar, ob DEFAMA tatsächlich genug geeignete Akquisitionsobjekte in jedem Jahr finden wird.

Wir prognostizieren eine 18,2% Umsatz CAGR 2020e-2022e

Unter einer Kaufpreisannahme von ca. 10x Jahresnettomiete für die neuen Immobilien könnten die im GJ 20e neu erworbenen Objekte zukünftig 2 Mio. EUR (1,3 Mio. EUR anteilig im GJ 20e) zum Umsatz beitragen, während die im GJ 21e und GJ 22e akquirierten Immobilien einen Umsatzbeitrag von 1,5 Mio. EUR p.a. leisten könnten. Wir leiten auf Basis dieser Annahmen eine 18,2% Umsatz CAGR für die Jahre 2020e bis 2022e ab. Parallel dazu sollten sich die Umsätze von DEFAMA in diesem Zeitraum von 13,6 Mio. EUR auf 19,0 Mio. EUR erhöhen. Unsere Umsatzprognose sollte auch das FFO-Wachstum beeinflussen. Zwischen 2020e und 2022e sollte auf Basis unserer Schätzungen der FFO von DEFAMA um ca. 39% von 5,8 Mio. EUR auf 8,1 Mio. EUR steigen (17,9% FFO CAGR 2020e-2022e).

Die Umbaumaßnahmen in Radeberg könnten zu einem hohen einmaligen Gewinn für DEFAMA führen

Die jährlichen Mieteinnahmen werden sich nach Abschluss der Umbaumaßnahmen von 0,77 Mio. EUR auf 1,31 Mio. EUR erhöhen

DEFAMA erwartet, im GJ 20e oder GJ 21e einmalig einen hohen einstelligen Millionen-gewinn mit seiner Immobilie in Radeberg zu erzielen. Das Unternehmen führt an diesem Objekt (Kaufpreis ca. 5,5 Mio. EUR im GJ 16) derzeit eine Revitalisierung durch, die im November abgeschlossen sein sollte. Die CAPEX für das Projekt belaufen sich auf 9 Mio. EUR. DEFAMA konnte bereits im Vorfeld langfristige Mietverträge mit allen zukünftigen Mietern abschließen (Vermietungsquote von 100% nach Fertigstellung). Das Unternehmen prognostiziert, dass durch die Umbaumaßnahmen die jährlichen Mieteinnahmen des Objektes von 0,77 Mio. EUR auf 1,31 Mio. EUR steigen werden.

Wir erwarten einen einmaligen Gewinn in Höhe von 6 Mio. EUR bis 7 Mio. EUR, sofern DEFAMA die Immobilie veräußern sollte

Jedoch ist noch unklar, ob das Unternehmen das Objekt in Radeberg im Rahmen eines Forward Deals an Investoren veräußern wird oder die bestehende Objektfinanzierung erhöht. Laut DEFAMA könnte das wiedereröffnete Center in Radeberg zu einem Kaufpreis von ca. 17x-18x Jahresnettomiete veräußert werden (entspricht 22,3 Mio. EUR bis 23,6 Mio. EUR). Wir schätzen, dass DEFAMA einen einmaligen Gewinn von 6 Mio. EUR bis 7 Mio. EUR bei dieser Transaktion erzielen würde. Ein solches Szenario könnte sich spürbar positiv auf den Gewinn von DEFAMA im GJ 20e oder GJ 21e auswirken (einmaliger Gewinn in Höhe von 2,3x-2,7x des Nettoergebnisses im GJ 20e). Im Vergleich dazu würde eine Erhöhung der bestehenden Finanzierung das Unternehmen mit einem substanziellen Liquiditätsbetrag zur Finanzierung neuer Fachmarktzentren ausstatten.

company report

Die Immobilie in Radeberg vor und nach dem Umbau



Quellen: DEFAMA, Metzler Research

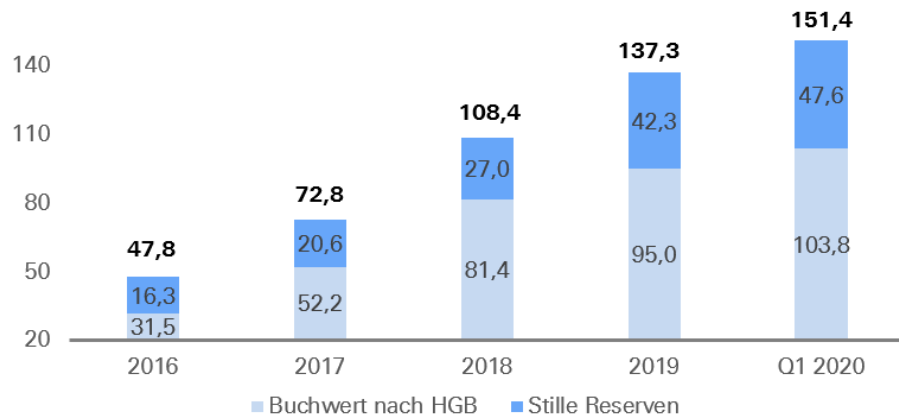
Wir kalkulieren einen höheren Verkehrswert für das Immobilienportfolio von DEFAMA

Die Bilanzierung nach HGB berücksichtigt keine stillen Reserven

Während andere Wettbewerber nach IFRS bilanzieren, bilanziert DEFAMA nach HGB. Diese Bilanzierungsmethode spiegelt jedoch nicht die stillen Reserven innerhalb des Immobilienportfolios wider, da Verkehrswertveränderungen im Immobilienbestand nicht bei der Portfoliobewertung berücksichtigt werden. Nach Angaben eines von DEFAMA beauftragten unabhängigen Gutachtens hatte das Immobilienportfolio von DEFAMA zum 31. März 2020 einen Verkehrswert von 151,4 Mio. EUR. Dies würde nach unseren Berechnungen ein Bewertungsmultiple von ungefähr 11,5x Jahresnettomiete implizieren. Gleichzeitig beträgt der Buchwert des Immobilienportfolios in der zuletzt von DEFAMA veröffentlichten Bilanz nur 103,8 Mio. EUR. Somit ist der jüngst festgestellte Verkehrswert des Immobilienportfolios um ungefähr 45,8% höher als der ausgewiesene Buchwert.

company report

Immobilienportfolio mit hohen stillen Reserven in Mio. EUR



Quellen: DEFAMA, Metzler Research

Management und Aufsichtsrat

CEO Matthias Schrade

Matthias Schrade ist der CEO von DEFAMA und hat das Unternehmen im Jahr 2014 gegründet, da er die Möglichkeit sah, in eine wenig beachtete Marktnische des Einzelhandelsimmobilienmarktes zu investieren. Vor seiner jetzigen Position war er Vorstandsmitglied bei der FCR Immobilien AG, einem nun börsennotierten deutschen Immobilienunternehmen. Herr Schrade hat zudem vor 20 Jahren GSC Research gegründet und verfügt über langjährige Erfahrung als Finanzanalyst. Bei DEFAMA ist er für folgende Bereiche verantwortlich: Immobilienauswahl, Kaufverhandlungen, Finanzierung, Betreuung der Ankermieter sowie PR/IR.

COO Swen Rehwald

Swen Rehwald ist Geschäftsführer der IMMA Immobilien Management GmbH, einer Tochtergesellschaft von DEFAMA. Diese ist verantwortlich für die Verwaltung und Instandhaltung der Objekte. Herr Rehwald verfügt über langjährige Erfahrung als Asset Manager und Projektentwickler. Bei der IMMA Immobilien Management GmbH sind seine Tätigkeitsfelder: Betreuung der kleineren Mieter, Buchhaltung/Controlling, Personal und IT.

CDO Matthias Stich

Matthias Stich ist der CDO von DEFAMA. Vor dieser Position hat er 20 Jahre für die BBE/IPH-Firmengruppe gearbeitet. Er ist spezialisiert auf die Bewertung und Weiterentwicklung von Handelsimmobilien. Sein Zuständigkeitsbereich bei DEFAMA umfasst die Projektentwicklungen im eigenen Bestand, Umbaumaßnahmen und die Mietvertragsverhandlungen mit Ankermietern.

Der Aufsichtsrat von DEFAMA besteht aus drei Mitgliedern:

- Peter Schropp – Geschäftsführer verschiedener Immobiliengesellschaften des Primepulse-Konzerns.
- Ulrich Rücker – Geschäftsführer der Rücker Immobilien GmbH mit jahrzehntelanger Erfahrung in der Immobilienbranche.
- Henrik von Lukowicz – Senior Investor Relations Manager bei Befesa S.A.

company report

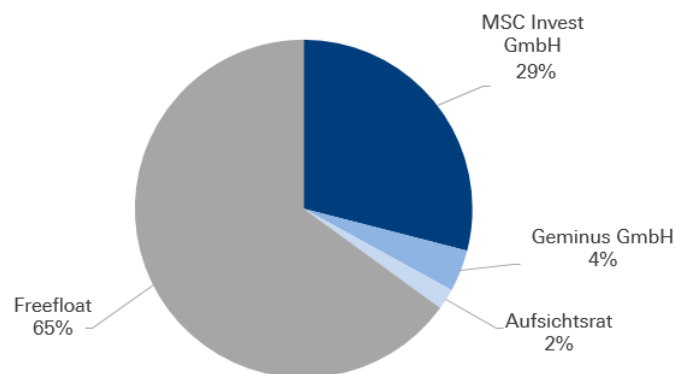
Aktionärsstruktur

CEO Matthias Schrade ist der größte Anteilseigner mit einem Anteil von 29%

Das Aktienkapital von DEFAMA ist aufgeteilt in 4.420.000 Inhaberaktien. Der größte Aktionär von DEFAMA ist CEO Matthias Schrade über seine Holding MSC Invest GmbH mit aktuell 29%. Der Freefloat beträgt 65%.

Aktionärsstruktur im Juli 2020

in %



Quellen: DEFAMA, Metzler Research

Marktentwicklung

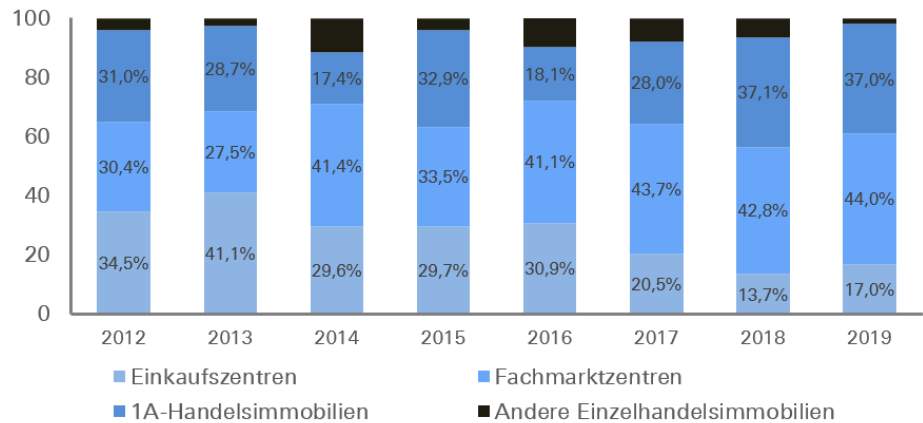
Der deutsche Einzelhandelsimmobilienmarkt - Ein Überblick

Einzelhandelsimmobilien stellen die drittgrößte Assetklasse auf dem deutschen Immobilienmarkt dar

Einzelhandelsimmobilien stellen nach Angaben des Immobiliendienstleisters CBRE gemessen am jährlichen Transaktionsvolumen (GJ 19: 10,1 Mrd. EUR) die drittgrößte Assetklasse auf dem deutschen Immobilienmarkt dar. Assetklassen mit einem höheren jährlichen Transaktionsvolumen sind lediglich Büro- und Wohnimmobilien. Neben Fachmarktzentren umfasst die Assetklasse Einzelhandelsimmobilien auch noch Einkaufszentren und 1A-Handelsimmobilien. Fachmarktzentren machten den größten Anteil am Transaktionsvolumen des vergangenen Jahres aus (44%), gefolgt von 1A-Handelsimmobilien (37%), Einkaufszentren (17%) und sonstigen Einzelhandelsimmobilien (2%).

company report

Inländisches Transaktionsvolumen von Einzelhandelsimmobilien - aufgeteilt nach Immobilientyp in %



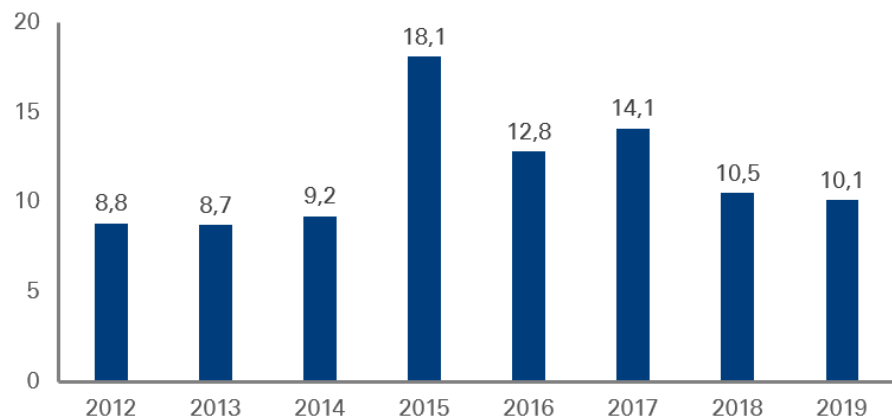
Quellen: CBRE, Metzler Research

Volatiles Transaktionsvolumen in den vergangenen Jahren

Inländisches Transaktionsvolumen von Einzelhandelsimmobilien im GJ 19: 10,1 Mrd. EUR

Im vergangenen Jahr verringerte sich das inländische Transaktionsvolumen von Einzelhandelsimmobilien gegenüber dem Vorjahr leicht um -3,8% von 10,5 Mrd. EUR im GJ 18 auf 10,1 Mrd. EUR im GJ 19. Dies liegt deutlich unter dem Rekordniveau beim Transaktionsvolumen von 18,1 Mrd. EUR, welches im GJ 15 erzielt werden konnte. Grundsätzlich ist das jährliche Transaktionsvolumen von einer hohen Volatilität geprägt. Die jeweilige Höhe hängt maßgeblich von der Anzahl an Großtransaktionen (z. B. Verkauf von Galeria Kaufhof an HBC im GJ 15) im jeweiligen Jahr ab.

Jährliches Transaktionsvolumen von Einzelhandelsimmobilien in Deutschland in Mrd. EUR



Quellen: CBRE, Metzler Research

company report

Einzelhandelsimmobilien bieten Chancen und Herausforderungen für Investoren

Der zunehmende Online-Wettbewerb ist die größte Herausforderung für Einzelhandelsimmobilien

Nach Angaben des deutschen Immobilienverbandes ZIA sind negative Trends auf dem Einzelhandelsimmobilienmarkt:

- Der Wettbewerb durch Online-Retailer wird für Einzelhandelsimmobilien immer mehr zu einer Herausforderung. Diese Entwicklung bedroht insbesondere Nonfood-Retailer.
- Die Situation von Einkaufszentren außerhalb der Topstandorte ist grundsätzlich schwierig. Zudem haben diese häufig einen hohen Renovierungsbedarf.
- Einzelhandelsimmobilien bieten im aktuellen Marktumfeld wenig Potenzial für Mietsteigerungen.

Gleichzeitig bieten Einzelhandelsimmobilien nach Ansicht des ZIA trotz dieser Herausforderungen gleichzeitig auch Chancen für Investoren:

- Die Mietrenditen von Einzelhandelsimmobilien sind im Vergleich zu anderen Anlageklassen im Immobilienbereich höher.
- Trotz des wachsenden Online-Wettbewerbs werden 90% des Einzelhandelsumsatzes weiterhin offline generiert. Nach Jahren der schnellen Online-Shopping Expansion könnten sich die Wachstumsraten in diesem Bereich auf einem niedrigeren Niveau normalisieren.
- Aus makroökonomischer Sicht sind deutsche Einzelhandelsimmobilien aufgrund der hierzulande niedrigen Arbeitslosigkeit, der hohen Pro-Kopf-Konsumausgaben und des kontinuierlichen Anstiegs der Löhne interessant.

Die Covid-19 Krise könnte aus unserer Sicht zu einem zurückhaltenden Anlegerinteresse führen

Wir haben niedrigere Konsumausgaben, eine höhere Arbeitslosigkeit und neue Lockdown-Maßnahmen als Hauptrisiken identifiziert

Unserer Ansicht nach sollte sich die Covid-19 Krise negativ auf das diesjährige Transaktionsvolumen von Einzelhandelsimmobilien auswirken. Niedrigere Konsumausgaben, eine höhere Arbeitslosigkeit und das Risiko neuer Lockdown-Maßnahmen könnten unserer Ansicht nach nachteilige Effekte auf das Marktumfeld haben. Insbesondere bei Einkaufszentren und 1A-Handelsimmobilien sollte das Risiko bestehen, dass die genannten Entwicklungen einen negativen Einfluss haben. Diese Einzelhandelsimmobilien haben einen vergleichsweise hohen Anteil an zyklischen Mietern (z. B. Modehändler) mit moderaten Geschäftsaussichten während der aktuellen Krise.

Das Anlegerinteresse an Fachmarktzentren könnte sich während der Krise als stabiler erweisen

Wir schätzen, dass das Anlegerinteresse an Fachmarktzentren während der Krise im Vergleich zu anderen Arten von Einzelhandelsimmobilien hoch bleiben könnte. So sollte zum Beispiel der Umsatz der Ankermieter von Fachmarktzentren (z. B. Lebensmitteleinzelhändler, Drogerien, Baumärkte) während der Krise stabil bleiben. Darüber hinaus sind diese Ankermieter, wie bereits dargestellt, weniger von Online-Konkurrenz betroffen. Aufgrund dessen sehen wir bei Fachmarktzentren derzeit deutlich geringere Mietausfallrisiken und stabilere Mieteinnahmen, was aus Käufersicht derzeit von Vorteil sein dürfte.

Wachsendes Investoreninteresse an Fachmarktzentren in den vergangenen Jahren

Investoren präferieren zunehmend Fachmarktzentren gegenüber Einkaufszentren

Laut CBRE hat sich das Anlegerinteresse in den letzten Jahren auf dem Einzelhandelsimmobilienmarkt spürbar weg von Einkaufszentren hin zu Fachmärkten verschoben. Diese Entwicklung ist auf die zunehmenden Risiken und Nachteile von Einkaufszentren zurückzuführen:

- Es wird immer schwieriger, neue Mieter für große Freiflächen in Einkaufszentren

company report

tren zu finden.

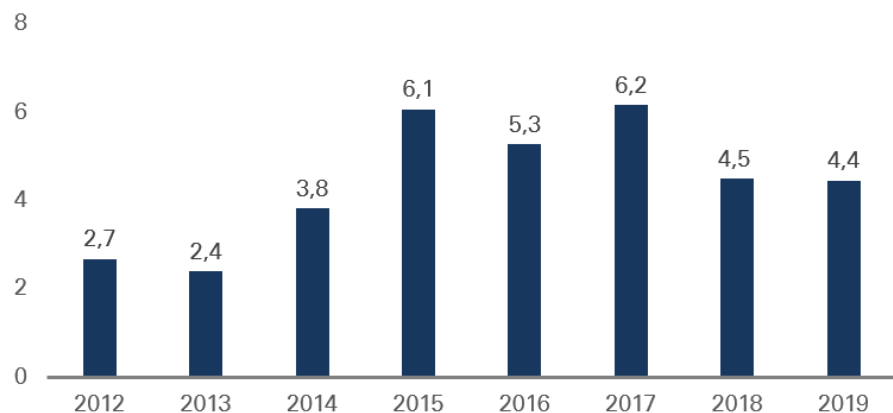
- Die hohen Kaufpreise für Einkaufszentren können nur von wenigen institutionellen Investoren bezahlt werden.
- Konsumenten verlagern ihre Ausgaben für traditionelle Nonfood-Artikel wie Mode oder Elektronik zunehmend ins Internet.

Im Gegensatz dazu bieten Fachmärkte, insbesondere solche mit Schwerpunkt auf Lebensmittel und sonstige Basiskonsumgüter, den Anlegern folgende Vorteile:

- Die meisten Lebensmitteleinzelhändler generieren stabile Umsätze und sind bereit langfristige Mietverträge abzuschließen. Zudem sind sie weniger von der Konkurrenz durch Online-Retailer betroffen.
- Niedrigere Transaktionspreise für einzelne Fachmarktzentren oder ganze Fachmarktportfolios, welche in der Regel unter 50 Mio. EUR liegen, sind für eine größere Anzahl an Investoren interessant.
- Die Verwaltung von Immobilien im Fachmarktbereich ist im Vergleich zu Einkaufszentren weniger komplex.

Jährliches Transaktionsvolumen im Fachmarktbereich in Deutschland

in Mrd. EUR



Quellen: CBRE, Metzler Research

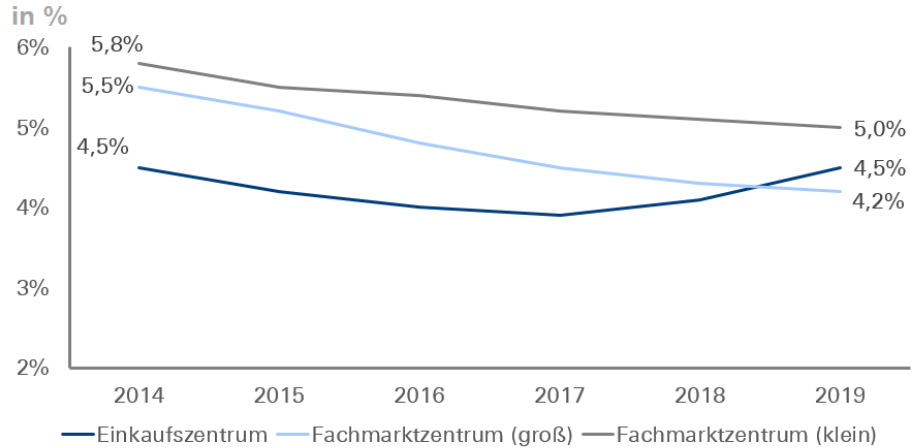
Komprimierung der Spitzenrenditen im Fachmarktbereich

Divergierende Entwicklung der Spitzenrenditen auf dem Einzelhandelsimmobilienmarkt

Das steigende Interesse der Anleger am Fachmarktbereich lässt sich an der unterschiedlichen Entwicklung der Spitzenrenditen im Einzelhandelsimmobilienmarkt aufzeigen. So sind die Spitzenrenditen für kleine und große Fachmarktzentren in den letzten Jahren kontinuierlich gesunken, was ein Zeichen für steigendes Anlegerinteresse ist. Im Gegensatz dazu zeigten die Spitzenrenditen von Einkaufszentren in den letzten Jahren eine Aufwärtsbewegung, was auf ein gedämpftes Käuferinteresse hindeutet. Im GJ 19 lagen die Spitzenrenditen von Einkaufszentren mit 4,5% sogar erstmals über den Spitzenrenditen von Fachmarktzentren. Aktuellere Daten zur Entwicklung der Spitzenrenditen im Einzelhandelsimmobilienbereich sind nicht verfügbar. Wir gehen jedoch davon aus, dass die derzeitige Krise zu einer Vergrößerung des Renditeunterschieds geführt haben sollte, da sich das Marktumfeld für Einkaufszentren weiter verschlechtert hat.

company report

Entwicklung der Spitzenrenditen im Bereich Einzelhandelsimmobilien



Quellen: JLL, Habona Report, Metler Research

Innerhalb des Fachmarktbereichs unterscheiden Investoren erneut zwischen kleinen und großen Fachmarktzentren. Im GJ 19 lagen die Spitzenrenditen von großen Fachmarktzentren (4,2%) um 80 Basispunkte niedriger als bei kleinen Fachmarktzentren (5,0%). Unserer Ansicht nach sollte das auf die höhere Anzahl an Mietern und die diversifizierte Mieterstruktur bei großen Fachmarktzentren zurückzuführen sein.

Die Mietrenditen in B-Lagen sollten im Vergleich zu den Spitzenrenditen in Top-Lagen deutlich höher sein

Marktdaten bezüglich der Fachmarktmietrenditen in B-Lagen sind uns nicht bekannt. Unserem Kenntnisstand zufolge hat DEFAMA aber in der Vergangenheit zusätzliche Fachmarktzentren für ~8x-11x Jahresnettomiete erworben, was eine Mietrendite von 9,0% bis 12,5% implizieren würde. Wir glauben, dass dieser Mietrenditekorridor auf vergleichbare Immobilien in den regionalen Märkten von DEFAMA übertragbar ist. Damit sind die Mietrenditen der Fachmarktzentren, welche in B-Lagen innerhalb von Nord- und Ostdeutschland liegen, deutlich höher als die erzielbaren Mietrenditen an Topstandorten.

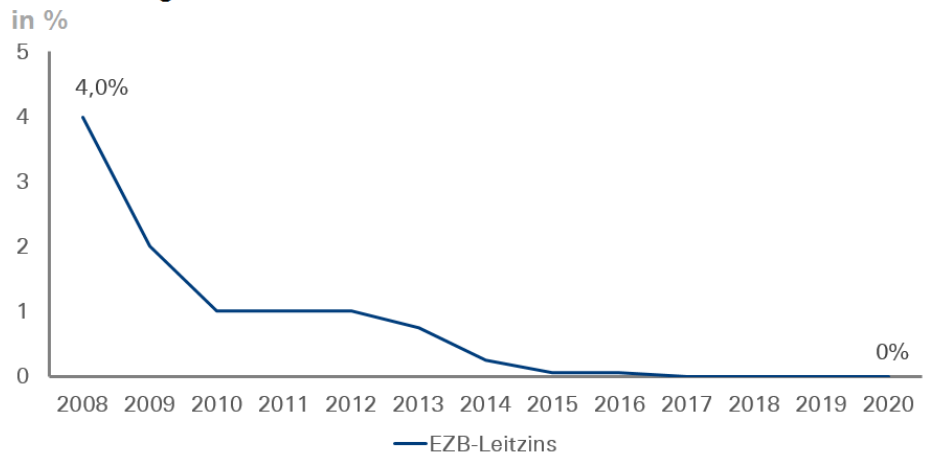
Das niedrige Zinsniveau könnte zur Erholung des Einzelhandelsimmobilienmarktes nach der Krise beitragen

Die EZB-Geldpolitik begünstigt die Finanzierungsbedingungen institutioneller Immobilieninvestoren

Aufgrund der derzeitigen EZB-Geldpolitik befindet sich das Zinsniveau auf einem Rekordtief. Dadurch profitieren derzeit die Käufer von Fachmarktzentren von günstigen Finanzierungsbedingungen. Das aktuelle Zinsumfeld könnte nach der Pandemie einer der Haupttreiber für die Nachfrageerholung bei Einzelhandelsimmobilien darstellen. Kurzfristig gibt es keine Anzeichen für eine Abweichung vom Kurs der derzeitigen europäischen Geldpolitik.

company report

Entwicklung des EZB-Leitzinses



Quellen: ECB, Metzler Research

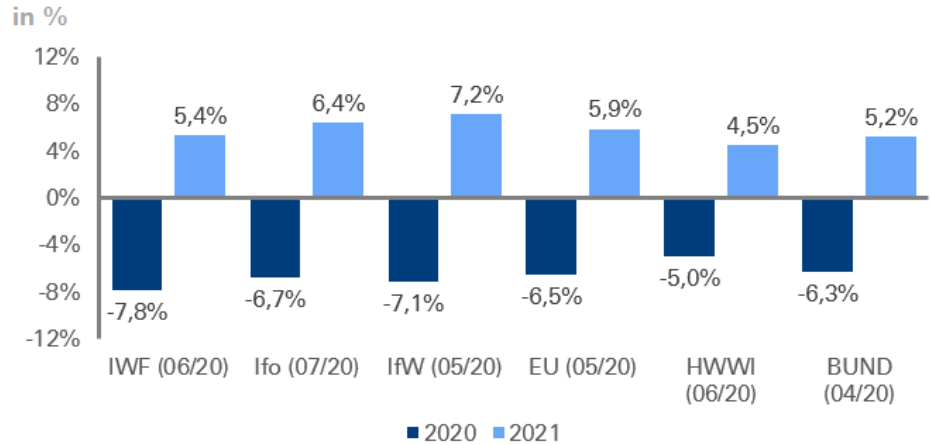
Das Inlands-BIP und die inländischen Konsumausgaben sollten allmählich auf das Vorkrisenniveau zurückkehren

BIP-Wachstumsprognosen führender wirtschaftlicher und politischer Institutionen für das GJ 21e: 4,5% yoy bis 7,2% yoy

Die Covid-19 Krise führte innerhalb kurzer Zeit zu einem deutlichen Rückgang der inländischen Wirtschaftsaktivität, was das Risiko von Mieterinsolvenzen und geringerem Kundenverkehr bei Einzelhandelsimmobilien erhöht. Von dieser negativen Entwicklung sollten auch Fachmarktzentren nicht unberührt bleiben. Nach Prognosen führender Wirtschaftsforschungsinstitute sollte das deutsche BIP im GJ 20e im Vergleich zum Vorjahr voraussichtlich um mindestens -5,0% sinken. Für das GJ 21e wird jedoch bereits eine Wachstumsrückkehr prognostiziert und das BIP dürfte gegenüber dem GJ 20e um 4,5% bis 7,2% steigen. Die Haupttreiber dieser wirtschaftlichen Erholung im kommenden Jahr sollten Aufholeffekte, eine schrittweise Rückkehr der Geschäftsaktivitäten auf Vorkrisenniveau und das kürzlich angekündigte Konjunkturpaket sein.

company report

BIP-Wachstumsprognosen für die Jahre 2020 und 2021



Quellen: BDA, Metzler Research

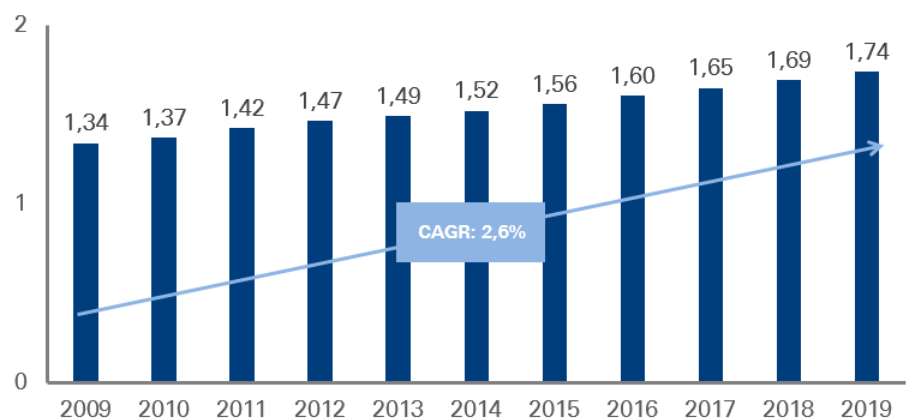
Die inländischen Konsumausgaben befanden sich auf einem stetigen Wachstumspfad nach der Finanzkrise

Die inländischen Konsumausgaben befanden sich vor der Pandemie auf einem mehrjährigen Wachstumspfad (2,6% CAGR 2009-2019). Deutschland stellt mit Konsumausgaben in Höhe von insgesamt 1,74 Bio. EUR im GJ 19 den größten europäischen Konsumentenmarkt dar. Die jährlichen Pro-Kopf-Konsumausgaben sind hierzulande (20.420 EUR im GJ 18) nach Angaben des nationalen Statistikamtes DESTATIS 30% höher als im EU-Durchschnitt. Die deutschen Konsumenten geben den größten Teil ihres verfügbaren Einkommens für die folgenden Bereiche aus:

- 34% für Wohnraum.
- 14% für Verkehrsmittel.
- 13% für Lebensmittel und 5% für Mode.

Entwicklung der inländischen Konsumausgaben

in Bio. EUR



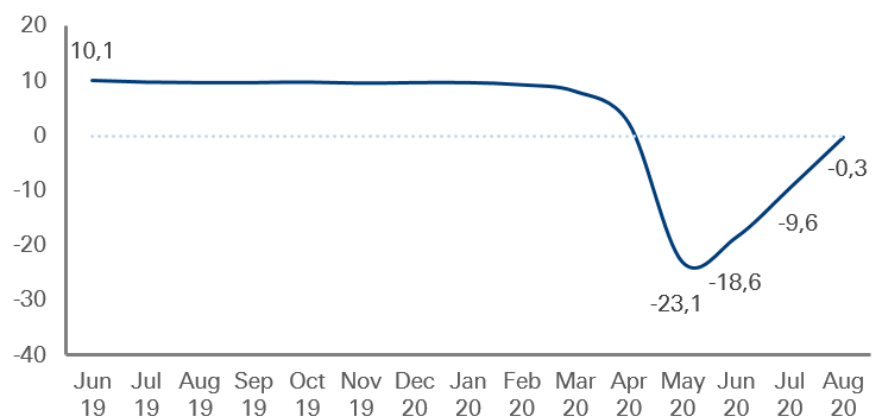
Quellen: Statista, Metzler Research

company report

Das Konsumklima verbessert sich bereits wieder

Die Konsumausgaben sind in den letzten Monaten aufgrund der Covid-19 Krise eingebrochen, was anhand des GfK-Konsumklima-Index (siehe unten) veranschaulicht werden kann. Mit -23,1 Punkten erreichte der Index im Mai seinen niedrigsten jemals gemessenen Wert. Seit der Lockerung der Lockdown-Maßnahmen und der Pandemieeindämmung verbessert sich das Konsumklima allmählich wieder. Diese Entwicklung sollte den Grundstein für eine schrittweise Erholung der Konsumausgaben legen.

Der GfK-Konsumklima-Index erholt sich bereits von seinem Tiefpunkt im Mai in Punkten



Quellen: GfK, Metzler Research

Wir erwarten kurzfristig weiterhin negative Covid-19 Effekte auf die Konsumausgaben

Wir sind der Ansicht, dass die Covid-19 Krise kurzfristig weiterhin negative Auswirkungen auf die Konsumausgaben haben wird. Grundsätzlich wird erwartet, dass der Kundenverkehr in Einzelhandelsimmobilien und der Umsatz vieler Offline-Retailer im Vergleich zum Vorkrisenniveau niedriger sein sollte. Darüber hinaus erhöht die allgemeine Zurückhaltung auf der Konsumentenseite aus unserer Perspektive zudem das Risiko von Miet- und Mieterausfällen.

Wie bereits erwähnt gehen wir jedoch ebenfalls davon aus, dass diese negativen Entwicklungen zumindest bei Fachmarktzentren weniger spürbar sein sollten. Die verfügbaren Daten zur jüngsten Mieteinnahmequote bestätigen unsere Ansicht: Während DE-FAMA >90% seiner Mieten im April und Mai einnehmen konnte, gelang es DEQ (Sell / PT EUR 11,2), einem Eigentümer von Einkaufszentren in ganz Deutschland, nur 33% respektive 38% seiner Mieten in den beiden Monaten einzusammeln.

Gleichzeitig gehen wir von einer schrittweisen Erholung der Konsumausgaben auf das Vorkrisenniveau aus

Trotz des kurzfristigen Gegenwindes durch die Covid-19 Krise glauben wir, dass die inländischen Konsumausgaben allmählich auf das Vorkrisenniveau zurückkehren könnten. Diese Ansicht basiert auf unserer Annahme, dass die wirtschaftliche Erholung sich in den kommenden Quartalen fortsetzt und die Pandemie eingedämmt wird. Führende nationale Wirtschaftsinstitutionen wie das ifw teilen unsere Ansicht. Für das GJ 20e prognostiziert das ifw einen Rückgang der Konsumausgaben von -9% yoy, während für das GJ 21e bereits wieder ein Anstieg der Konsumausgaben um 10% yoy erwartet wird.

company report

Finanzen

In den kommenden Jahren sollten hauptsächlich Akquisitionen das FFO- und Umsatzwachstum vorantreiben

Der Umsatz im GJ 20e sollte um 21,3% yoy auf 13,6 Mio. EUR steigen

Nach unseren Schätzungen sollte DEFAMA seinen mehrjährigen Umsatzwachstumspfad im GJ 20e fortsetzen (M'e: 21,3% yoy), was hauptsächlich auf weitere Immobilienakquisitionen zurückzuführen ist. Mit dem Kauf eines großen Fachmarktzentrums in Zeitz (Transaktionsvolumen: 9 Mio. EUR) bei Leipzig hat das Unternehmen bereits Anfang dieses Jahres ein großes neues Objekt seinem Immobilienbestand hinzugefügt. Der Nutzen-Lasten-Wechsel fand im April statt und die neue Immobilie wird voraussichtlich 1,3 Mio. EUR p.a. (anteilig 0,9 Mio. EUR im GJ 20e) zu den Mieteinnahmen beitragen. Letzte Woche hat das Unternehmen zudem in Anklam eine weitere Immobilie sowie eine PV-Anlage gekauft, die zukünftig 0,8 Mio. EUR zu den Umsätzen (anteilig 0,3 Mio. EUR im GJ 20e) beitragen sollten. Wir schätzen, dass das Unternehmen im zweiten Halbjahr weitere Käufe (insgesamt 1 bis 3 Immobilien) bekanntgeben könnte. Deren zukünftiger Umsatzbeitrag sollte nach unseren Prognosen bei rund 0,3 Mio. EUR p.a. (anteilig 0,1 Mio. EUR im GJ 20e) liegen. Neben den positiven Effekten aus Immobilienakquisitionen sollten der Umsatz und der FFO von DEFAMA im GJ 20e in geringerem Maße auch von mehreren Mieterhöhungen und der Neuvermietung leerstehender Mietflächen profitieren. Zusammengefasst prognostizieren wir für das GJ 20e einen FFO von 5,8 Mio. EUR und einen Umsatz von 13,6 Mio. EUR.

Wir erwarten keine signifikanten Auswirkungen der Covid-19 Krise auf die Mieteinnahmen von DEFAMA

Mietverluste aufgrund der Umbaumaßnahmen in Radeberg sollten das diesjährige Wachstum der Mieteinnahmen einmalig mit rund 500.000 EUR (ca. 3,7% der Mieteinnahmen im GJ 20e) belasten. Wie bereits erwähnt sind wir der Ansicht, dass der Umsatz und der FFO im GJ 20e von der aktuellen Covid-19 Krise praktisch unbetroffen sein sollten.

Die FFO-Marge sollte im GJ 20e wieder bei über 40% liegen

Mit Blick auf die Margenentwicklung erwarten wir, dass DEFAMA im GJ 20e erneut eine FFO-Marge von > 40% (M'e: 42,9%) erzielen sollte, was dem FFO-Margenniveau der Vorjahre entspricht. Dieses vergleichsweise hohe Margenniveau ist aus unserer Sicht das Ergebnis der schlanken Unternehmensstruktur und des skalierbaren Geschäftsmodells bei gleichzeitig niedrigen operativen Kosten.

Um unsere Schätzungen zu ergänzen, haben wir nachfolgend die wichtigsten Punkte der **Guidance von DEFAMA für das GJ 20e**, welche vom Unternehmen während des Höhepunktes der Coronakrise bestätigt wurde, zusammengefasst:

- Der Jahresüberschuss sollte in diesem Jahr 2,5 Mio. EUR (GJ 19: 2,1 Mio. EUR) betragen, was einem Gewinn je Aktie von 0,56 EUR (GJ 19: 0,51 EUR) entspricht.
- Das Unternehmen prognostiziert einen FFO von mindestens 5,7 Mio. EUR (GJ 19: 4,6 Mio. EUR), was einem FFO-Wachstum von ~26,5% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Der annualisierte FFO sollte bei mindestens 7 Mio. EUR liegen.
- Nach Abschluss der Umbaumaßnahmen in Radeberg stehen ein Verkauf der Immobilie oder eine deutliche Aufstockung der bestehenden Finanzierung als Optionen zur Verfügung.

company report

Finanzübersicht

in Mio. EUR	GJ 18	GJ 19	Guidance GJ 20e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e
Umsatz	9,1	11,2	n/a	13,6	17,5	19,0
Wachstum yoy (in%)	55,9%	23,3%	n/a	21,3%	28,7%	8,6%
EBITDA	5,5	7,0	n/a	8,6	11,1	12,1
Marge (in%)	60,9%	62,9%	n/a	63,5%	63,2%	63,6%
EBIT	3,6	4,5	n/a	5,5	7,1	7,8
Marge (in%)	39,5%	40,1%	n/a	40,5%	40,6%	41,1%
Nettoergebnis	1,7	2,1	2,5	2,6	3,3	3,6
Marge (in%)	18,7%	18,4%	n/a	19,1%	18,8%	18,9%
FFO	3,6	4,6	5,7	5,8	7,5	8,1
Marge (in%)	40,1%	41,2%	n/a	42,9%	42,6%	42,7%
EPS	0,46	0,51	0,56	0,59	0,74	0,81
FFOPS	1,01	1,14	1,30	1,30	1,69	1,84

Quellen: DEFAMA, Metzler Research

Wir prognostizieren eine 18,2% Umsatz CAGR 2020e-2022e

DEFAMA hat bisher keine Guidance für die kommenden Jahre bekanntgegeben. Grundsätzlich beabsichtigt das Unternehmen, für 15 Mio. EUR bis 20 Mio. EUR pro Jahr neue Fachmarktzentren zu erwerben. In den vergangenen Jahren konnte das Unternehmen dieses Transaktionsvolumen meistens übertreffen. Unserer Meinung nach ist dieses Transaktionsvolumenziel der sinnvollste Indikator für die Prognose des zukünftigen FFO- und Umsatzwachstums.

Unter der Annahme, dass DEFAMA in nächster Zeit neue Fachmarktzentren durchschnittlich für etwa das 10-fache der Jahresnettomiete erwerben sollte, könnten die Akquisitionen zu zusätzlichen jährlichen Mieteinnahmen von 1,5 Mio. EUR bis 2 Mio. EUR pro Jahr führen. Wir prognostizieren für DEFAMA eine 18,2% Umsatz CAGR 2020e-2022e basierend auf unseren Schätzungen für bestimmte Kennzahlen (Leerstandsquote, Mieteinnahmen und Transaktionsvolumen), die wir auf den folgenden Seiten ausführlicher vorstellen.

Entwicklung der Leerstandsquote

Die Leerstandsquote lag in den letzten Jahren im niedrigen einstelligen Prozentbereich

Das Unternehmen hat seine Leerstandsquote in den letzten Jahren konstant im niedrigen einstelligen Prozentbereich gehalten und damit nahezu eine Vollvermietung des Immobilienbestandes erreicht. Folglich muss sich DEFAMA in erster Linie nicht auf eine weitere Reduzierung der Leerstandsquote konzentrieren. In den meisten Fällen konnten in der Vergangenheit zudem schnell neue Mieter für freigewordene Mietflächen gefunden werden. Zum 31. März 2020 lag die Leerstandsquote des Immobilienportfolios von DEFAMA bei nur 3,5%, was im Vergleich zu Peers unterdurchschnittlich ist.

Die Covid-19 Krise sollte keinen nennenswerten Einfluss auf die Leerstandsquote haben

Wir gehen nicht davon aus, dass die Covid-19 Krise kurzfristig zu einem nachhaltigen Anstieg der Leerstandsquote führen sollte. Die Mehrheit der Mieter verfügt über eine gute Bonität und nichtzyklische Mieter machen ca. 3/4 der Mieteinnahmen aus. Bis zum 30. Juni musste kein Mieter von DEFAMA aufgrund der Covid-19 Krise Insolvenz anmelden.

Wir sind der Ansicht, dass die Leerstandsquote in den kommenden Jahren niedrig bleiben sollte

In der folgenden Tabelle sind unsere Schätzungen der Leerstandsquoten für das gesamte Immobilienportfolio von DEFAMA aufgeführt. In unserer Planung, die eine normale Mieterfluktuation berücksichtigt, erwarten wir eine Leerstandsquote von rund 4% in den nächsten Jahren, was der Leerstandsquote in den vergangenen Jahren entspricht. Wir halten diese Annahme für angemessen aufgrund der guten Qualität der

company report

Mieter und der diversifizierten Mieterstruktur bei DEFAMA. Langfristige Mietverträge, die in der Vergangenheit in der Regel von den Mietern verlängert wurden, sollten dem Unternehmen zudem weitere Visibilität bei den Mieteinnahmen verschaffen (Q1 20 WALT: 4,3 Jahre). Außerdem gehen wir davon aus, dass der Fokus auf kleine und mittlere Städte dem Unternehmen einen weiteren wichtigen Vorteil eröffnet. Diese Städte bieten Mietern nämlich nur begrenzte Möglichkeiten, Geschäftsstandorte zu verlagern, da sie normalerweise nur über eine geringe Anzahl lokaler Einzelhandelsagglomerationen verfügen. Dieser Umstand sollte das Risiko von Mieterverlusten für DEFAMA deutlich reduzieren.

Wir glauben zudem nicht, dass die Akquisition neuer Fachmarktzentren die Leerstandsquote des Immobilienportfolios deutlich erhöhen könnte, da DEFAMA strenge Kaufkriterien ansetzt und einen eingehenden Prüfungsprozess vor jeder Akquisition vollzieht. Beispielsweise muss jedes potenzielle Akquisitionsobjekt über mindestens einen Ankermieter und eine hohe Vermietungsquote verfügen. So lag beispielsweise die höchste Leerstandsquote eines Objektes bei den im GJ 19 erworbenen Immobilien bei 5%. Solche Vorsichtsmaßnahmen während des Akquisitionsprozesses sollten dazu beitragen, die Leerstandsquote auf absehbare Zeit im niedrigen einstelligen Prozentbereich zu halten.

company report

Entwicklung der Leerstandsquoten

Standort	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Albstadt	-	0%	0%	0%	0%
Apolda	6%	6%	6%	6%	6%
Bleicherode	9%	12%	12%	12%	12%
Brand-Erbisdorf	0%	0%	0%	0%	0%
Büdelsdorf	3%	22%	22%	10%	10%
Dinslaken	-	0%	0%	0%	0%
Eberswalde	13%	3%	3%	3%	3%
Florstadt	3%	3%	3%	3%	3%
Gebhardshain	0%	9%	9%	9%	9%
Genthin	0%	0%	0%	0%	0%
Görlitz	0%	0%	0%	0%	0%
Hamm	3%	6%	6%	6%	6%
Harzgerode	9%	6%	6%	6%	6%
Höhn	4%	4%	4%	4%	4%
Königsee	0%	20%	20%	20%	20%
Löwenberg	15%	15%	15%	15%	15%
Lübbenau	7%	7%	7%	7%	7%
Merseburg	3%	3%	3%	3%	3%
Mylau	3%	6%	6%	6%	6%
Pasewalk	0%	0%	0%	0%	0%
Pudersbach	13%	22%	22%	22%	22%
Radeberg	4%	0%	0%	0%	0%
Remscheid	-	0%	0%	0%	0%
Rendsburg	-	5%	5%	5%	5%
Sangerhausen	5%	3%	3%	3%	3%
Schmallenberg	14%	8%	8%	8%	8%
Schneeberg	0%	0%	0%	0%	0%
Sigmaringen	-	0%	0%	0%	0%
Sonnefeld	0%	0%	0%	0%	0%
Steißfurt	5%	0%	0%	0%	0%
Sternberg	-	0%	0%	0%	0%
Templin	0%	0%	0%	0%	0%
Traben-Trarbach	1%	1%	1%	1%	1%
Waldeck	0%	0%	0%	0%	0%
Wildau	0%	0%	0%	0%	0%
Wittenburg	0%	0%	0%	0%	0%
Wurzen	-	4%	4%	4%	4%
Zeitz	-	-	100%	100%	100%
Total	4%	4%	4%	4%	4%

Quellen: DEFAMA, Metzler Research

company report

Entwicklung der Mieteinnahmen

In den letzten Jahren hat DEFAMA seine Mieteinnahmen hauptsächlich durch den Erwerb neuer Fachmarktzentren gesteigert. Zwischen dem GJ 15 und dem GJ 19 gelang es dem Unternehmen, sein Immobilienportfolio von 7 Immobilien auf 37 Immobilien zu erhöhen (derzeit besitzt DEFAMA 39 Immobilien). Vom GJ 16 bis zum GJ 19 stiegen die Mieteinnahmen von 3,4 Mio. EUR auf 11,2 Mio. EUR, was einer 48,3% Umsatz CAGR 2016-2019 entspricht. Mieterhöhungen trugen dagegen nur in geringerem Maße zu dieser Entwicklung bei. Das sollte aus unserer Sicht folgende Gründe haben:

- Mietverträge haben normalerweise lange Laufzeiten und Verlängerungsoptionen für die Mieter zu festen Mietbeträgen.
- Mieterhöhungen sind häufig mit Umbau- oder Renovierungsmaßnahmen für den Vermieter verbunden.
- Große Lebensmitteleinzelhändler verfügen über eine starke Verhandlungsmacht.

Das Unternehmen sollte sich in den kommenden Jahren auf die Erweiterung des Immobilienportfolios konzentrieren

Da das bestehende Immobilienportfolio nur ein begrenztes Mieterhöhungspotenzial bietet, sollte sich DEFAMA stattdessen auf die Erweiterung des Portfolios konzentrieren, um die Ertragsgenerierung in den kommenden Jahren zu beschleunigen. Basierend auf unseren Annahmen für das jährliche Transaktionsvolumen leiten wir eine 18,2% Umsatz CAGR 2020e-2022e ab. Im GJ 20e dürfte das Umsatzwachstum durch den Zukauf in Zeitz und die Akquisition weiterer Immobilien getrieben werden. Insgesamt prognostizieren wir ein Transaktionsvolumen von rund 20 Mio. EUR mit Blick auf das GJ 20e. Das entspricht dem oberen Ende der Unternehmensguidance für das jährliche Transaktionsvolumen.

Mit Blick auf das GJ 21e und dem GJ 22e wählen wir einen konservativen Ansatz und prognostizieren für jedes Jahr ein Transaktionsvolumen von nur 15 Mio. EUR. Sofern DEFAMA durchschnittlich das 10-fache der Jahresnettomiete für neue Immobilien zahlen sollte, könnten die Transaktionen zu einer jährlichen Erhöhung der Mieteinnahmen um 1,5 Mio. EUR führen. Mit Blick auf das Umsatzwachstum der vergangenen Jahre erscheint diese Annahme konservativ und berücksichtigt die potenzielle Knappheit geeigneter Akquisitionsobjekte.

company report

Entwicklung der Mieteinnahmen

in Mio. EUR

Standort	2020e	2021e	2022e
Albstadt	0,16	0,16	0,16
Apolda	0,26	0,26	0,26
Bleicherode	0,38	0,39	0,39
Brand-Erbisdorf	0,24	0,24	0,24
Büdelsdorf	0,39	0,43	0,43
Dinslaken	0,75	0,75	0,75
Eberswalde	0,24	0,25	0,25
Florstadt	0,10	0,10	0,10
Gebhardshain	0,17	0,17	0,17
Genthin	0,19	0,19	0,19
Görlitz	0,33	0,33	0,33
Hamm	0,50	0,50	0,50
Harzgerode	0,26	0,26	0,26
Höhn	0,41	0,41	0,41
Königsee	0,17	0,17	0,17
Löwenberg	0,18	0,18	0,18
Lübbenau	0,96	0,96	0,96
Merseburg	0,16	0,16	0,16
Mylau	0,16	0,16	0,16
Pasewalk	0,73	0,73	0,73
Pudersbach	0,16	0,16	0,16
Radeberg	0,20	1,31	1,31
Remscheid	0,29	0,29	0,29
Rendsburg	0,46	0,46	0,46
Sangerhausen	0,19	0,19	0,19
Schmallenberg	0,65	0,65	0,65
Schneeberg	0,27	0,27	0,27
Sigmaringen	0,11	0,11	0,11
Sonnefeld	0,14	0,14	0,14
Staßfurt	0,28	0,28	0,28
Sternberg	0,13	0,13	0,13
Templin	0,29	0,29	0,29
Traben-Trarbach	0,21	0,21	0,21
Waldeck	0,21	0,22	0,22
Wildau	0,20	0,20	0,20
Wittenburg	0,46	0,46	0,46
Wurzen	0,16	0,16	0,16
Zeitz	0,90	1,30	1,30
Portfolio	12,0	13,6	13,6
Nebenkosten (10%)	1,2	1,4	1,4
<u>Akquisitionen</u>	1*	1,5	1,5
Total inkl. Akquisitionen	13,6	17,5	19,0

*davon 0,4 Mio. EUR im GJ 20e

Quellen: DEFAMA, Metzler Research

company report

Die Profitabilitätsmargen sollten in den kommenden Jahren auf dem aktuellen Niveau bleiben

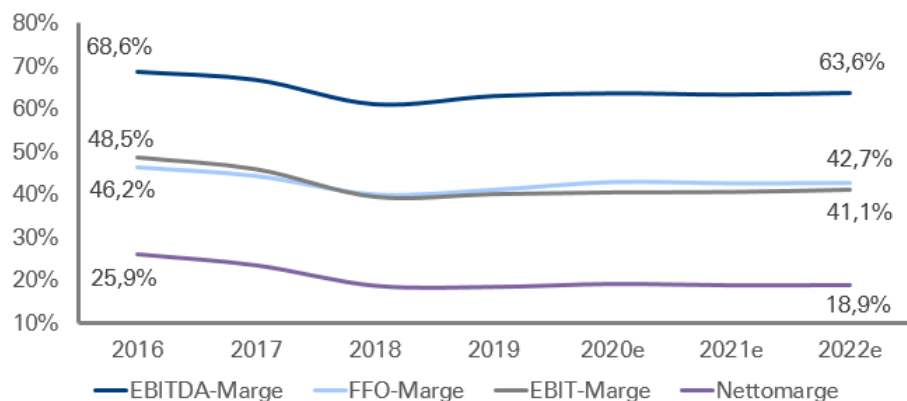
DEFAMA erzielte eine FFO-Marge von >40% in den letzten Jahren

Das Unternehmen verfolgt mit seinem Immobilienportfolio eine langfristige "Buy and Hold" Strategie und verfügt über eine schlanke Unternehmensstruktur mit rund 20 Mitarbeitern. Die operativen Kosten des Geschäftsmodells von DEFAMA sind vergleichsweise niedrig und das Unternehmen erzielt aufgrund der niedrigen Kaufpreise für neue Objekte zweistellige Mietrenditen. Das ermöglichte es dem kostenbewussten Management in der Vergangenheit, eine nachhaltige FFO-Marge von >40% zu erzielen, was unserer Ansicht nach hochprofitabel ist und bedeutende Cashflows generiert. Wir glauben, dass DEFAMA in nächster Zeit seine bestehende Unternehmensstrategie fortsetzt und damit das aktuelle FFO-Margenniveau in den kommenden Jahren beibehalten kann. Mögliche Treiber für eine weitere Margenverbesserung, deren positive Auswirkungen wir noch nicht einschätzen können, sind laut DEFAMA:

- Das Unternehmen wird eine eigene Verwaltungssoftware einführen. Dieser Schritt könnte zu einer höheren Effizienz führen.
- Die Kosten für Wachstum sollten stabil bleiben, während das Immobilienportfolio voraussichtlich größer wird.

Die Profitabilitätsmargen von DEFAMA im Vergleich

in %



Quellen: DEFAMA, Metzler Research

Finanzierungsübersicht

DEFAMA verwendet ausschließlich Annuitätendarlehen zur Finanzierung des externen Wachstums

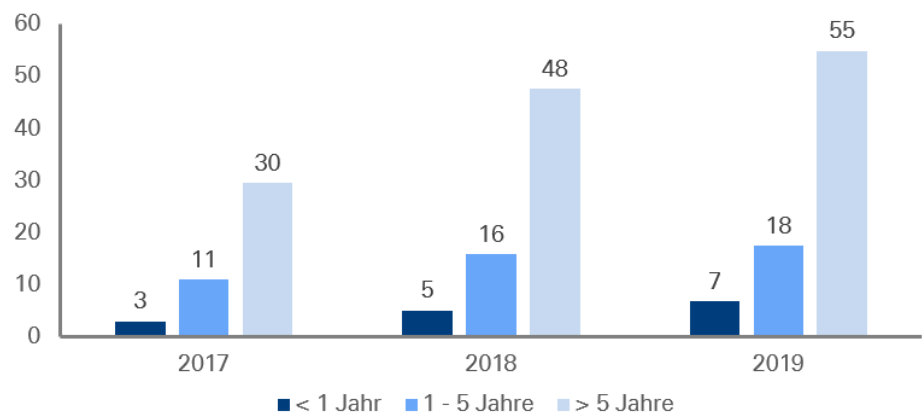
Nach aktuellsten Daten des Unternehmens aus dem Mai 2020 lag das Volumen ausstehender Bankdarlehen bei 93,4 Mio. EUR. Deren durchschnittlicher Zinssatz betrug 2,27%, bei einer durchschnittlichen Zinsbindung von 7,5 Jahren. Im Gegensatz zu anderen Wettbewerbern verwendet DEFAMA ausschließlich Annuitätendarlehen für die Finanzierung neuer Akquisitionen, die normalerweise eine feste Zinsbindungsdauer von 10 Jahren haben. Mindestens 80% des Kaufpreises werden dabei von lokalen Banken finanziert, was den Einsatz von Eigenkapital reduziert. Um mögliche Finanzierungsrisiken zu vermeiden, legt das Unternehmen großen Wert auf eine hohe Unabhängigkeit von den Finanzierungspartnern. Aufgrund dessen verfügt das Unternehmen derzeit über 27 Finanzierungspartner und keine Bank macht mehr als 12% des Kreditvolumens aus.

Nach unseren Schätzungen werden die Verbindlichkeiten in den kommenden Jahren

company report

voraussichtlich weiter ansteigen, um das Portfoliowachstum finanzieren zu können. Wir denken, dass DEFAMA auch seinen derzeitigen Finanzierungsansatz in Zukunft beibehalten wird und mindestens 80% des Objektkaufpreises über Fremdkapital finanzieren. Das würde es dem Unternehmen ermöglichen, weniger Eigenkapital verwenden zu müssen und sein Ziel einer zweistelligen Eigenkapitalrendite zu erreichen. Wir bewerten das Risiko steigender Zinsen aufgrund der langen Zinsbindungsdauer als begrenzt. Darüber hinaus gibt es keine Anzeichen für eine Abweichung von der derzeitigen Geldpolitik. Mit zunehmender Visibilität und wachsender Unternehmensgröße kann DEFAMA in Zukunft möglicherweise auch bestehende Verbindlichkeiten zu niedrigeren Konditionen refinanzieren. Das könnte weiteren Spielraum für zusätzliches FFO-Wachstum eröffnen.

Übersicht der Kreditfälligkeiten in Mio. EUR



Quellen: DEFAMA, Metzler Research

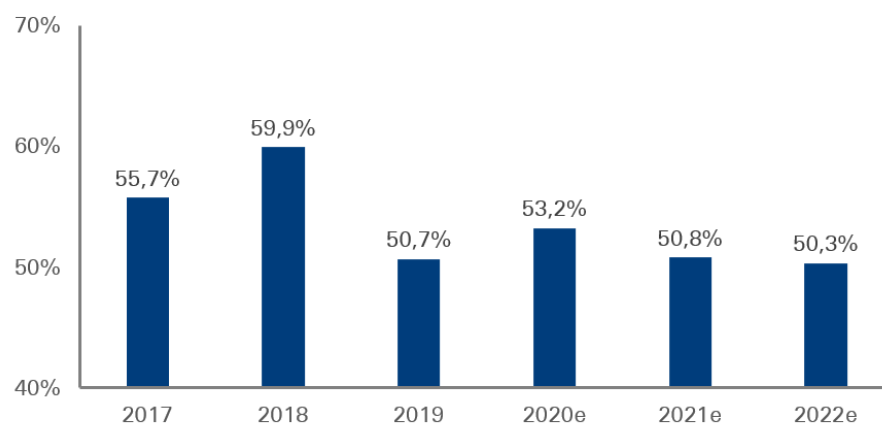
LTV-Schätzungen überzeugend

Für das GJ 20e berechnen wir einen LTV von 53,2%. Diese Zahl basiert auf unserem eigenen Berechnungsschema (= Nettoverschuldung / Verkehrswert der Immobilien). Aus unserer Sicht ist ein LTV von 50% bis 60% akzeptabel und stellt eine vernünftige Mischung zwischen dem Einsatz des Financial Leverage und der Verbesserung des Cashflows für die Aktionäre aufgrund niedriger Finanzierungskosten dar. Für die kommenden Jahre prognostizieren wir einen LTV von etwas über 50%. In einem Szenario mit sinkenden Immobilienpreisen könnte der LTV jedoch auch deutlich steigen.

company report

Relativ stabiler LTV in den vergangenen Jahren (eigene Berechnung)

in %



Quellen: DEFAMA, Metzler Research

Bilanzqualität angemessen

Zum 31. März 2020 betrug die Eigenkapitalquote von DEAMA 22,8% und lag damit leicht unter der Eigenkapitalquote von 23,7% zum Ende des GJ 19. Laut DEFAMA würde die Eigenkapitalquote bei einer IFRS-Bilanzierung zwischen 40% und 45% betragen, was auf dem Niveau der Peers liegen würde. Obwohl das Unternehmen seit dem GJ 16 vier Kapitalerhöhungen durchgeführt hat, wurde das erhaltene Kapital hauptsächlich zur Wachstumsfinanzierung und nicht zur Stärkung der Eigenkapitalquote verwendet. Nach unserer Einschätzung sollte bei HGB-Bilanzierung eine Eigenkapitalquote von >20% für das vergleichsweise nichtzyklische und prognostizierbare Geschäftsmodell von DEFAMA ausreichend sein. Für die kommenden Jahre erwarten wir keine wesentlichen Änderungen der Kapitalstruktur bei DEFAMA.

Net Debt/EBITDA Ratio von 9,9x im GJ 19

In den letzten Jahren lag die Net Debt/EBITDA Ratio von DEFAMA nach unseren Berechnungen zwischen 8x bis 12x. Im vergangenen Jahr betrug die Net DEBT/EBITDA Ratio 9,9x. Generell halten wir eine Net Debt/EBITDA Ratio von 8x bis 10x bei dem Geschäftsmodell von DEFAMA für akzeptabel. Es müsste in absehbarer Zeit zu einem schlimmen Szenario kommen, bevor das Unternehmen deutliche Schulden-schwierigkeiten bekommt. Genauso wie bei der Eigenkapitalquote erwarten wir in den kommenden Jahren keine wesentlichen Änderungen bei der Net Debt/EBITDA Ratio.

Eigenkapitalquote und Net Debt/EBITDA Ratio

	GJ 16	GJ 17	GJ 18	GJ 19	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e
Eigenkapitalquote in %	32,0%	20,5%	19,1%	23,7%	23,0%	20,9%	20,7%
Net Debt/EBITDA	8,2x	10,4x	11,7x	9,9x	9,6x	9,2x	9,1x

Quellen: DEFAMA, Metzler Research

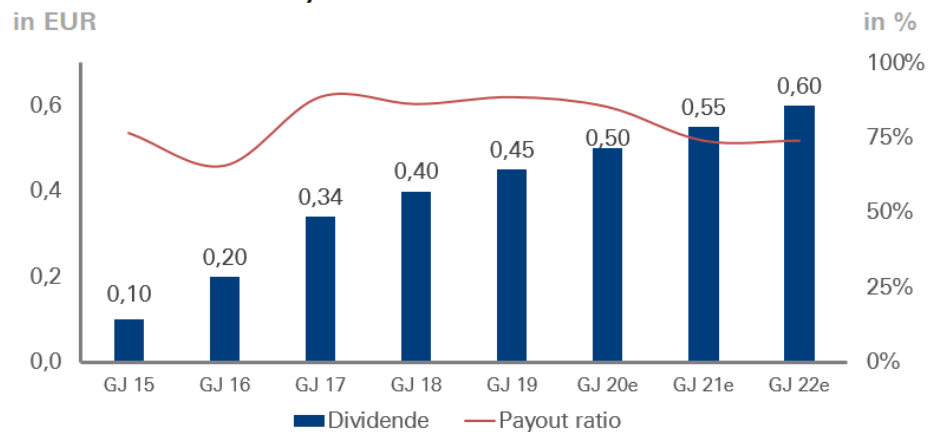
company report

Die Steigerungen beim FFO dürften ein stetiges Wachstum der Dividendenzahlungen ermöglichen

DEFAMA beabsichtigt eine FFO-Ausschüttungsquote von 40% bis 50%

Zwischen den Geschäftsjahren 2015 bis 2019 erhöhte DEFAMA seine jährliche Dividende von 0,10 EUR auf 0,45 EUR (CAGR von 45,6%), ohne eine Dividendenkürzung in diesem Zeitraum. DEFAMA beabsichtigt rund 80% des Nettogewinns beziehungsweise 40% bis 50% des FFO an die Aktionäre auszuschütten. Diese Ausschüttungsquote ist aus unserer Sicht nachhaltig und es bleibt Liquidität für neue Investments. Im vergangenen Jahr zahlte DEFAMA 39,5% seines FFO an die Aktionäre aus. Unser prognostiziertes FFO-Wachstum dürfte in den kommenden Jahren ein stetiges Wachstum der Dividendenzahlungen ermöglichen. Basierend auf unseren Schätzungen sollten die Dividendenzahlungen mit einer 9,5% CAGR 2020e-2022e von 0,50 EUR auf 0,60 EUR steigen. Die Dividendenrendite für das nächste Jahr würde mit Blick auf den aktuellen Aktienkurs bei 3,2% liegen. Die Dividendenhistorie von DEFAMA und die prognostizierten Dividenerhöhungen sind aus unserer Sicht für langfristig orientierte Anleger attraktiv.

Dividendenhöhe und Payout Ratio in Relation zum EPS



Quellen: DEFAMA, Metzler Research

company report

Valuation

Wir leiten ein Kursziel von EUR 20,5 aus der DCF- und Peergroupbewertung ab

Wir verwenden absolute und relative Bewertungsmethoden, um den fairen Wert der Aktie von DEFAMA zu ermitteln. Mit Blick auf die absolute Bewertungsmethode verwenden wir eine DCF-Bewertung. Die relative Bewertungsmethode beinhaltet einen Vergleich zwischen DEFAMA und anderen Peers mit nennenswertem Exposure im Bereich Einzelhandelsimmobilien. Basierend auf dem durchschnittlichen Upsidepotenzial der beiden Bewertungsansätze (50/50), leiten wir ein Kursziel von EUR 20,5 ab.

Unser Kursziel ist abgeleitet aus dem Durchschnitt beider Bewertungsansätze

Bewertungsmethode	Upside-Potenzial
Peergroupbewertung	19%
DCF-Modell	20%
Average	19%

Quellen: Metzler Research

DCF-Bewertung

Unser DCF-Modell berechnet einen fairen Wert von EUR 21 je Aktie.

In einem ersten Schritt bewerten wir DEFAMA anhand unseres DCF-Modells. Das Kursziel von EUR 21 impliziert ein Upsidepotenzial von 20% gegenüber dem aktuellen Aktienkurs.

Die folgenden Annahmen bilden die Grundlage unseres DCF-Modells:

- Wir verwenden eine Terminal Value Growth Rate von 1,5%.
- Wir gehen von einer Terminal Value EBIT-Marge von 37,5% aus, die leicht unter unserem erwarteten Margenniveau für den Prognosezeitraum 2023e-2026e liegt.
- Unser WACC von 3,8% basiert auf den folgenden Inputfaktoren: risikofreier Zinssatz von 1,0%, Marktrisikoprämie von 7,0% und ein Beta von 0,9.
- Das Beta spiegelt die geringe Volatilität des Aktienkurses und die stabilen Mieteinnahmen des Geschäftsmodells von DEFAMA wider.

Quelle: Metzler Research

Quelle: Metzler Research

37

company report

	Bloomberg	Aktienkurs 27.07.2020	Metzler Empfehlung/ Kursziel	P/FFO 2021e
Hamborner Reit	HAB GY	8,3		12,0
Deutsche Konsum Reit	DKG GY	16,0		14,2
TLG Immobilien	TLG GY	16,2		9,6
VIB Vermögen	VIH1 GY	26,6		12,9
Durschnitt				12,2
DEFAMA	DEF GY	17,5	Kaufen EUR 20,5	10,3
Upside				19%
Quellen: DEFAMA, Metzler Research, Bloomberg				

company report

Bilanz

(in Mio. EUR)	2017	%	2018	%	2019	%	2020e	%	2021e	%	2022e	%
Aktiva	55	66,6	86	54,8	104	21,6	125	20,2	149	19,1	164	9,7
Anlagevermögen	53	66,1	82	56,2	96	16,9	115	20,0	137	18,8	148	8,1
Immaterielle Vermögensgegenstände	0	-20,7	0	-26,1	0	530,0	0	-100,0	0	n.v.	0	n.v.
Geschäfts- oder Firmenwert	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.
Sonst. immat. Vermögensgegenstände	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.
Sachanlagen	52	65,8	81	55,9	95	16,6	114	20,1	135	18,7	146	8,1
Technische Anlagen und Maschinen	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.
Finanzanlagen	0	139,6	1	122,4	1	52,4	1	8,9	1	30,0	1	7,7
Beteiligungen	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.
Sonstige Finanzanlagen	0	139,6	1	122,4	1	52,4	1	8,9	1	30,0	1	7,7
Umlaufvermögen	3	71,9	3	21,9	7	124,2	9	25,4	12	25,8	15	29,1
Zum Verkauf bestimmte Ggstd. des AV	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	0	90,7	1	128,1	0	-14,0	0	14,3	0	0,0	1	20,0
Forderungen aus Lieferungen u. Leistungen	0	90,7	1	128,1	0	-14,0	0	14,3	0	0,0	1	20,0
Sonstige Forderungen	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.
Steuerabgrenzung	0	247,0	0	129,5	1	121,6	1	4,3	1	0,0	1	0,0
Liquide Mittel	2	70,4	3	12,4	7	149,2	9	26,1	11	27,3	14	29,5
Passiva	55	66,7	86	54,8	104	21,6	125	20,3	149	19,1	164	9,7
Eigenkapital	11	7,0	16	43,9	25	50,7	29	16,7	31	8,0	34	8,7
Gezeichnetes Kapital	4	0,0	4	10,0	4	13,3	4	0,0	4	0,0	4	0,0
Rücklagen	8	9,2	12	56,3	20	64,3	24	20,8	26	9,6	29	10,3
Rückstellungen	1	163,6	1	36,8	0	-42,3	0	9,0	1	60,0	1	-25,0
Finanzverbindlichkeiten	43	106,8	68	57,4	77	12,9	92	20,2	113	23,3	124	9,7
Mittel- u. langfristige Finanzverbindlichkeiten	40	105,6	64	56,9	72	13,9	88	21,7	109	24,1	120	10,1
Kurzfr. Finanzverbindlichkeiten	3	127,5	4	65,6	4	-1,8	4	-4,4	4	5,0	4	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0	150,3	0	58,1	1	70,1	0	-1,1	0	0,0	0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0	-97,2	0	461,8	2	589,3	3	95,2	3	0,0	4	33,3
Steuerverbindlichkeiten	0	88,9	0	102,8	1	88,1	1	4,0	1	0,0	1	0,0
Bilanzsumme	55	66,6	86	54,8	104	21,6	125	20,2	149	19,1	164	9,7
Bilanzstruktur												
Nettoverschuldung inkl. Rückst.	41	109,5	65	60,2	70	7,0	83	19,6	102	22,8	110	7,5
Nettoliquidität zu Bilanzsumme (%)	73,2	25,7	75,8	3,5	66,7	-12,0	66,3	-0,5	68,4	3,1	67,0	-2,0
Gearing (%)	356,5	n.b.	396,8	n.b.	281,7	n.b.	288,8	n.b.	328,5	n.b.	325,0	n.b.
BVPS (EUR)	3,18	-12,6	4,42	38,8	6,00	35,7	6,43	7,2	6,95	8,1	7,56	8,8

Sources: Refinitiv, Metzler Research

company report

G & V Rechnung

(in Mio. EUR)	2017	%	2018	%	2019	%	2020e	%	2021e	%	2022e	%
Umsatzerlöse	6	69,5	9	55,9	11	23,3	14	21,3	18	28,7	19	8,6
Gesamtleistung	6	69,5	9	55,9	11	23,3	14	21,3	18	28,7	19	8,6
Sonstige betriebliche Erträge	0	14,1	0	-35,3	0	-13,2	0	60,3	0	93,0	0	17,6
Betriebsaufwendungen d. gewöhnlichen Geschäftes	3	74,7	6	70,0	7	21,6	8	21,0	11	29,3	11	7,9
Materialaufwand	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.
Personalaufwand	0	129,8	1	53,1	1	44,2	1	22,0	2	31,4	2	10,9
Abschreibungen	1	76,1	2	59,6	3	30,9	3	22,8	4	26,4	4	8,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2	62,3	3	83,0	3	9,7	4	19,2	5	31,0	5	6,7
EBIT	3	60,1	4	34,5	4	25,3	6	22,5	7	29,0	8	9,9
Finanzergebnis	-1	-60,3	-1	-49,0	-2	-28,7	-2	-18,7	-3	-33,0	-3	-11,4
Beteiligungsergebnis	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.
Zinsergebnis	-1	-60,3	-1	-49,0	-2	-28,7	-2	-18,7	-3	-33,0	-3	-11,4
Übriges Finanzergebnis	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	2	60,0	2	27,1	3	23,3	3	24,8	4	26,7	5	9,0
Ergebnis vor Steuern	2	60,0	2	27,1	3	23,3	3	24,8	4	26,7	5	9,0
Steuern	-0	-88,2	-1	-34,3	-1	-28,7	-1	-22,0	-1	-26,7	-1	-9,0
Steuerquote (%)	-23,2	-17,6	-24,5	-5,6	-25,6	-4,4	-25,0	2,2	-25,0	0,0	-25,0	0,0
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	1	53,1	2	25,0	2	21,5	3	25,8	3	26,7	4	9,0
Ant. Dritter am Jahresübersch.	0	n.v.	0	n.m.	0	-48,8	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Drittanteilsquote (%)	0,1	n.v.	1,4	848,1	0,6	-57,9	0,5	-20,5	0,4	-21,0	0,3	-8,3
Jahresübersch. n. Ant. Dritter	1	52,9	2	23,4	2	22,5	3	25,9	3	26,8	4	9,0
Anpassungsberechnung												
Jahresübersch. n. Ant. Dritter	1	52,9	2	23,4	2	22,5	3	25,9	3	26,8	4	9,0
Ergebnisbereinigungen	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.
Ber. Netto-Ergebnis n. Min.	1	53,1	2	23,2	2	22,5	3	25,9	3	26,8	4	9,0
EPS adj.	0,38	26,1	0,46	20,7	0,51	9,5	0,59	15,4	0,74	26,8	0,81	9,0
DPS	0,34	70,0	0,40	17,6	0,45	12,5	0,50	11,1	0,55	10,0	0,60	9,1
Ausschüttungsquote (%)	88,6	n.b.	86,3	n.b.	88,7	n.b.	85,4	n.b.	74,1	n.b.	74,1	n.b.

Sources: Refinitiv, Metzler Research

company report

Cash flow/ratios/valuation

	2017	%	2018	%	2019	%	2020e	%	2021e	%	2022e	%
Cash Flow/ Net Debt (in Mio. EUR)												
Brutto Cashflow	3	62,4	5	43,3	6	27,3	8	20,2	10	25,7	11	9,6
Zuwachs des Working-capital (WC)	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.
Investitionen in Sachanl. und imm. Verm.	22	n.b.	31	n.b.	16	n.b.	20	n.b.	15	n.b.	15	n.b.
Free Cashflow (Metzler Definition)	-19	-18,1	-28	-44,7	-12	55,8	-15	-22,0	-9	42,0	-8	8,0
Free Cashflow yield (%)	-50,8	n.b.	-64,0	n.b.	-18,4	n.b.	-19,0	n.b.	-11,0	n.b.	-10,1	n.b.
Dividendenzahlung für das Vorjahr	1	218,8	1	70,0	2	29,4	2	41,7	2	10,0	3	9,1
Free Cashflow (nach Dividende)	-20	-20,8	-29	-45,6	-14	52,2	-17	-24,3	-11	35,3	-11	4,3
Nettoverschuldung inkl. Rückst.	41	109,5	65	60,2	70	7,0	83	19,6	102	22,8	110	7,5
davon Pensionsrückstellungen	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.	0	n.v.
Gearing (%)	356,5	n.b.	396,8	n.b.	281,7	n.b.	288,8	n.b.	328,5	n.b.	325,0	n.b.
Net debt/EBITDA	10,4	n.b.	11,7	n.b.	9,9	n.b.	9,6	n.b.	9,2	n.b.	9,1	n.b.
Kennzahlen (in %)												
Bilanzstruktur												
Eigenkapital zu Bilanzsumme	20,5	n.b.	19,1	n.b.	23,7	n.b.	23,0	n.b.	20,8	n.b.	20,6	n.b.
Eigenkapital zu Anlagevermögen	21,5	n.b.	19,5	n.b.	25,3	n.b.	24,7	n.b.	22,5	n.b.	22,6	n.b.
Langfristiges Kapital zu Bilanzsumme	93,6	n.b.	93,1	n.b.	93,0	n.b.	93,2	n.b.	93,9	n.b.	93,9	n.b.
Langfristiges Kapital zu Anlageverm. und Vorräten	98,8	n.b.	97,4	n.b.	101,1	n.b.	101,5	n.b.	102,6	n.b.	104,2	n.b.
Fremdkapital zu Eigenkapital	380,3	n.b.	417,1	n.b.	318,3	n.b.	331,4	n.b.	375,7	n.b.	381,2	n.b.
Rentabilität / Effizienz												
EBIT-Marge	45,8	n.b.	39,5	n.b.	40,1	n.b.	40,5	n.b.	40,6	n.b.	41,1	n.b.
EBITDA-Marge	66,7	n.b.	60,9	n.b.	62,9	n.b.	63,5	n.b.	63,2	n.b.	63,6	n.b.
Cashflow-Marge	59,7	n.b.	54,8	n.b.	56,6	n.b.	56,0	n.b.	54,7	n.b.	55,3	n.b.
ROE nach Steuern	12,4	n.b.	12,3	n.b.	10,2	n.b.	9,8	n.b.	11,1	n.b.	11,2	n.b.
Bewertung												
PER adj.	27,8	n.b.	25,9	n.b.	32,5	n.b.	30,6	n.b.	24,1	n.b.	22,1	n.b.
PBV	3,4	n.b.	2,7	n.b.	2,8	n.b.	2,8	n.b.	2,6	n.b.	2,4	n.b.
EV/EBITDA	20,2	n.b.	19,6	n.b.	19,4	n.b.	18,8	n.b.	16,4	n.b.	15,6	n.b.
EV/EBIT	29,4	n.b.	30,2	n.b.	30,3	n.b.	29,5	n.b.	25,5	n.b.	24,2	n.b.
Dividendenrendite (%)	3,2	n.b.	3,3	n.b.	2,7	n.b.	2,8	n.b.	3,1	n.b.	3,4	n.b.

Sources: Refinitiv, Metzler Research

company report

Offenlegungen

Empfehlungshistorie

Empfehlung für jedes in diesem Dokument erwähnte Finanzinstrument oder jeden Emittenten, veröffentlicht von Metzler in den vergangenen zwölf Monaten

Tag der Verbreitung	Anlageempfehlung Metzler *		Aktueller Kurs **	Kursziel *	Autor ***
	Alt	Neu			
Emittent/Finanzinstrument (ISIN): DEFAMA Deutsche Fachmarkt AG (DE000A13SUL5)					
30.07.2020	Kaufen	Kaufen	17,40 EUR	20,50 EUR	Bonhage, Stephan
28.07.2020	n.v.	Kaufen	17,50 EUR	20,50 EUR	Bonhage, Stephan
Emittent/Finanzinstrument (ISIN): Deutsche Euroshop (DE0007480204)					
25.06.2020	Verkaufen	Verkaufen	12,56 EUR	11,20 EUR	Schmitt, Jochen
08.06.2020	Halten	Verkaufen	15,68 EUR	12,80 EUR	Schmitt, Jochen
20.04.2020	Halten	Halten	12,76 EUR	12,50 EUR	Schmitt, Jochen
13.03.2020	Kaufen	Halten	17,08 EUR	19,00 EUR	Schmitt, Jochen
17.01.2020	Kaufen	Kaufen	25,00 EUR	32,00 EUR	Schmitt, Jochen
14.10.2019	Kaufen	Kaufen	26,40 EUR	35,50 EUR	Schmitt, Jochen
09.09.2019	Kaufen	Kaufen	23,84 EUR	35,50 EUR	Schmitt, Jochen

* Gültig bis zur Aktualisierung des Kursziels und/oder der Anlageempfehlung (FI/FX Empfehlungen besitzen nur zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Gültigkeit)

** Schlusskurs XETRA am Vortag der Weitergabe sofern hierin nicht anders angegeben: ABO Wind AG: Hamburger Börse

*** Bei allen Autoren handelt es sich um Finanzanalysten

DEFAMA Deutsche Fachmarkt AG

17. Metzler und/oder ein mit Metzler verbundenes Unternehmen haben sich mit dem analysierten Unternehmen auf die Erstellung der Investmentanalyse geeinigt. Vor der Veröffentlichung der Finanzanalyse gibt der Anbieter dem Emittenten einmalig die Möglichkeit zur Stellungnahme (Sachverhaltsvergleich nach DVFA-Kodex) im regulatorischen Rahmen zur Vermeidung von Qualitätsmängeln.

Erstellt am 07. August 2020 15:27 Uhr MESZ

Erstmalige Weitergabe am 07. August 2020 15:27 Uhr MESZ

company report

Disclaimer

Dieses Dokument ist von B. Metzler seel. Sohn & Co. KGaA (Metzler) erstellt worden und richtet sich ausschließlich an geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden. Es ist daher nicht für Privatkunden geeignet.

Dieses Dokument beruht auf allgemein zugänglichen Informationen, die Metzler grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Metzler hat die Informationen jedoch nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft und gibt hinsichtlich der Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen keinerlei Gewährleistungen oder Zusicherungen ab. Etwaige unrichtige oder unvollständige Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen begründen keine Haftung von Metzler, ihrer Anteilseigner sowie Angestellten für Schäden und sonstige Nachteile jedweder Art, die aus der Verteilung oder Verwendung dieses Dokuments entstehen oder damit im Zusammenhang stehen.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Anlageinstrumenten dar. Dieses Dokument ist auch nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse der Empfänger ausgerichtet und stellt keine individuelle Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung und Veröffentlichung dieses Dokuments wird Metzler nicht als Anlageberater oder Portfolioverwalter tätig. Die Empfänger sollten ihre eigenständigen Anlageentscheidungen auf der Grundlage unabhängiger Verfahren und Analysen, unter Heranziehung von Verkaufs- oder sonstigen Prospekten, Informationsmemoranden und anderen Anlegerinformationen sowie wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters gemäß ihrer spezifischen Finanzsituation und ihren Anlagezielen treffen. Die Empfänger müssen bedenken, dass Performancedaten der Vergangenheit nicht als Indikation für die zukünftige Performance angesehen werden können und daher nicht als Entscheidungsgrundlage für Investitionen in Finanzinstrumente herangezogen werden sollten.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen geben die unabhängige Meinung des Verfassers über die in diesem Dokument behandelten Finanzinstrumente oder Emittenten zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung wieder und decken sich nicht notwendigerweise mit der Meinung von Metzler, des Emittenten oder Dritter. Sie können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen verändern. Metzler ist nicht verpflichtet, dieses Dokument abzuändern, zu ergänzen oder auf den neuesten Stand zu bringen oder die Empfänger in anderer Weise darüber zu informieren, wenn sich die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen verändern oder später als falsch, unvollständig oder irreführend erwiesen haben sollten. Soweit dieses Dokument Modellrechnungen enthält, handelt es sich um beispielhafte Berechnungen möglicher Entwicklungen, die auf verschiedenen Annahmen (zum Beispiel Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Entwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Entwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden.

Die Empfänger sollten davon ausgehen, dass (a) Metzler berechtigt ist, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand von Researchpublikationen sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung einer Researchpublikation beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Metzler sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder anderen Investitionsobjekten halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken bereitgestellt und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler weder ganz noch teilweise kopiert, vervielfältigt oder an andere Personen weitergeben oder sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen Medien, verbleiben bei Metzler. Soweit Metzler Hyperlinks zu Internetseiten von in ihren Researchpublikationen genannten Unternehmen angibt, bedeutet dies nicht, dass Metzler Daten auf den verlinkten Seiten oder Daten, auf welche von diesen Seiten aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Metzler übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und/oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

Dieses Dokument unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Frankfurt am Main, Deutschland.

Mit Entgegennahme dieses Dokuments erklärt sich der Empfänger mit den vorangehenden Bestimmungen einverstanden.

Informationen gemäß Verordnung (EU) Nr. 596/2014, Delegierter Verordnung (EU) Nr. 2016/958 und § 85 Abs. 1 WpHG

Für dieses Dokument verantwortliche Personen

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung dieses Dokuments ist die B. Metzler seel. Sohn & Co. KGaA, Untermainanlage 1, 60329 Frankfurt am Main, welche von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Straße 24–28, 60439 Frankfurt am Main, und von der Europäischen Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, beaufsichtigt wird.

Wesentliche Informationsquellen

Für die Erstellung von Researchpublikationen werden unter anderem Veröffentlichungen in- und ausländischer Medien, der Europäischen Zentralbank und sonstiger öffentlicher Stellen, Informationsdienste (zum Beispiel Reuters, Bloomberg), die Wirtschaftspresse, veröffentlichte Statistiken, Veröffentlichungen von Ratingagenturen sowie Geschäftsberichte und sonstige Informationen der Emittenten herangezogen.

Bewertungsgrundlagen bzw. Methoden

Die Bewertung stützt sich auf gängige und anerkannte Verfahren der fundamentalen und technischen Analyse (z.B. DCF-Modell; Peer-Group-Analyse; Sum-of-the-parts-Modell, Relative-Value-Analyse). Die Bewertungsmodelle werden von makroökonomischen Größen wie Zinsen, Wechselkursen, Rohstoffpreisen und konjunkturellen Entwicklungen sowie von Marktstimmungen beeinflusst. Ausführliche Informationen zu den von Metzler verwendeten Bewertungsgrundlagen bzw. Methoden und den zugrunde gelegten Annahmen finden Sie unter folgender Internetadresse: www.metzler.com/disclaimer-capital-markets.

Sensitivität der Bewertungsparameter; Risiken

company report

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen sind stichtagsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von den verwendeten Bewertungsgrundlagen und Methoden und ihnen zugrundegelegten Annahmen besteht das Risiko, dass das jeweilige Kursziel nicht erreicht wird oder sich andere Annahmen und Prognosen als unzutreffend erweisen. Dies kann sich zum Beispiel durch unvorhergesehene Veränderungen der Nachfrage, des Managements, der Technologie, der konjunkturellen oder politischen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der Kosten, der Wettbewerbssituation, der rechtlichen Rahmenbedingungen und anderer Faktoren ergeben. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der wirtschaftlichen, politischen oder sozialen Bedingungen. Diese Aufstellung von Risiken erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Definitionen der Kategorien für Anlageempfehlungen

Die Kategorien für Anlageempfehlungen in Research-Publikationen von Metzler haben folgende Bedeutung:

Aktien:

KAUFEN	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
HALTEN	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
VERKAUFEN	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten sinkt.

Anleihen:

KAUFEN	Es wird eine bessere Entwicklung des analysierten Finanzinstruments als für vergleichbare Finanzinstrumente vergleichbarer Emittenten erwartet.
HALTEN	Es wird erwartet, dass sich die Entwicklung des analysierten Finanzinstruments nicht wesentlich von der Entwicklung von vergleichbaren Finanzinstrumenten vergleichbarer Emittenten unterscheidet.
VERKAUFEN	Es wird eine schlechtere Entwicklung des analysierten Finanzinstruments als für vergleichbare Finanzinstrumente vergleichbarer Emittenten erwartet.

Übersicht über Anlageempfehlungen

Eine Liste aller Anlageempfehlungen zu jedem Finanzinstrument oder Emittenten, die Metzler in den vorangegangenen zwölf Monaten verbreitet hat, finden Sie unter www.metzler.com/disclaimer-capital-markets.

Die vierteljährliche Angabe über den Anteil aller Anlageempfehlungen, die auf „Kaufen“, „Halten“, „Verkaufen“ oder ähnlich für die vergangenen 12 Monate lauten, an der Gesamtzahl der Anlageempfehlungen von Metzler sowie die Angabe des Anteils dieser Kategorien, der auf Emittenten entfällt, denen gegenüber Metzler in den vergangenen 12 Monaten Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitte A und B der Richtlinie 2014/65/EU erbracht hat, kann unter www.metzler.com/disclaimer-capital-markets eingesehen und abgerufen werden.

Vorgesehene Aktualisierungen dieses Dokuments

Dieses Dokument reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt seiner Erstellung. Eine Änderung von Faktoren kann dazu führen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen nicht mehr zutreffend sind. Ob und ggf. zu welchem Zeitpunkt eine Aktualisierung dieses Dokuments erfolgt, ist derzeit noch nicht festgelegt. Wird eine Anlageempfehlung aktualisiert, so ersetzt die aktualisierte Anlageempfehlung mit ihrer Veröffentlichung die bisherige Anlageempfehlung.

Compliance-Vorkehrungen: Interessenkonflikte

Alle Analysten unterliegen hausinternen Compliance-Regelungen, die sicherstellen, dass die Research-Publikationen von Metzler entsprechend der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Vorgaben verfasst werden. Die Analysten gelten als Mitarbeiter eines Vertraulichkeitsbereiches und haben die hieraus resultierenden gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen zu beachten. Dies wird regelmäßig durch die Compliance-Stelle sowie externe Prüfer kontrolliert. Die Compliance-Stelle stellt sicher, dass mögliche Interessenkonflikte keinen Einfluss auf das ursprüngliche Analyseergebnis haben. Metzler verfügt über eine verbindliche *Conflicts of Interest Policy*, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte von Metzler, der Metzler-Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Capital Markets von Metzler und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Eine ausführliche Darstellung der Politik von Metzler zur Vermeidung von Interessenkonflikten finden Sie unter www.metzler.com/disclaimer-capital-markets.

Die nach den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen anzugebenden Interessenkonflikte sind detailliert unter www.metzler.com/disclosures veröffentlicht.

Vergütung

Die Vergütung der Mitarbeiter von Metzler oder sonstigen Personen, die an der Erstellung dieses Dokuments beteiligt waren, ist weder insgesamt noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich an Geschäfte bei Wertpapierdienstleistungen oder anderweitige Geschäfte, die von Metzler abgewickelt werden, gebunden.

Preise

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in diesem Dokument angegeben werden, sind, sofern nicht ausdrücklich anders angegeben, Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatum vorangegangenen Börsenhandelstages an dem Markt, den wir für das jeweilige Finanzinstrument als den liquiden Markt betrachten.

Geltungsbereich

company report

Dieses Dokument wurde in der Bundesrepublik Deutschland nach den dort geltenden Bestimmungen erstellt. Daher werden möglicherweise nicht alle in anderen Ländern geltenden Bestimmungen für die Erstellung dieses Dokuments eingehalten.

company report

Metzler Capital Markets

B. Metzler seel. Sohn & Co.
Kommanditgesellschaft auf Aktien
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt/Main, Germany
Phone (+49 - 69) 21 04 - extension
Fax (+49 - 69) 21 04 - 6 79
www.metzler.com

Mario Mattera

Head of Capital Markets

Research	Pascal Spano	Head of Research	43 65
Fax (+49 - 69) 28 31 59			
	Guido Hoymann	Head of Equity Research, Transport, Utilities	3 98
	Stephan Bauer	Industrial Technology	43 63
	Stephan Bonhage	Small/Mid Caps, Construction	5 25
	Tom Diedrich	Media, Retail	2 39
	Alexander Neuberger	Industrial Technology, Small/Mid Caps	43 66
	Holger Schmidt	Software, Technology, Telecommunications	43 60
	Jochen Schmitt	Financials, Real Estate	43 59
	David Varga	Basic Resources	43 62
	Jürgen Pieper	Automobiles, Senior Advisor	5 29
	Hendrik König	Strategy / Quantitative Research	43 71
	Sergii Piskun	Quantitative Research	2 37
	Eugen Keller	Head of FI/FX Research	3 29
	Juliane Rack	FI/FX Strategy	17 48
	Sebastian Sachs	FI/FX Strategy	5 26
	Thomas Weber	FI/FX Strategy	5 27
	Daniel Winkler	FI/FX Strategy	5 28
Equities	Werner Litzinger	Head of Equities	41 78
Sales	Mustafa Ansary	Head of Equity Sales	3 51
	Eugenia Buchmüller		2 38
	Uwe Hohmann		3 66
	Hugues Jaouen		41 73
	Alexander Kravkov		41 72
	Jasmina Schul		17 66
Trading	Sven Knauer	Head of Equity Trading	2 45
	Kirsten Fleer		2 46
	Stephan Schmelzle		2 47
	Thomas Seibert		2 28
FI/FX	Mario Mattera	Head of FI/FX	6 87
FI Sales	Minush Nori	Head of Fixed Income Sales	6 89
	Sebastian Luther		6 88
	Claudia Ruih		6 83

company report

	Gloria Traidl		2 80
FI Trading/ALM	Sven Klein	Head of ALM	6 86
	Bettina Koch		2 91
	Susanne Kraus		6 58
	Andreas Tanneberger	Head of Fixed Income Trading	6 85
	Silke Amelung		2 89
	Christian Bernhard		2 66
FX Sales	Thomas Rost	Head of FX	2 92
	Tobias Martin		6 14
	Gideon Tjoe		2 82
	Steffen Völker		2 93
FX Trading	Rainer Jäger		2 76
	Andreas Zellmann		6 10
Currency Management	Özgür Atasever	Head of Currency Management	2 81
CM Advisory	Georgios Tsiourvas		6 82
	Achim Walde		2 75
	Harwig Wild		2 79
CM Operations	Dominik Müller	Head of Operations	2 74
	Christopher Haase		16 17
	Simon Wesch		3 50