

# B-A-L Germany Vz.

Reuters: BAM\_p.SG

Bloomberg: 1691581D GR EQU

## Das etwas andere Immobilienunternehmen

Wir nehmen die Aktien von B-A-L Germany mit einem Sell-Rating in unsere Research Coverage auf. Unser präferiertes Bewertungsverfahren für B-A-L Germany ist ein fundamentalanalytisches Wertschöpfungsmodell, aus dem wir ein Kursziel von EUR 1,88 errechnen. Dieses Kursziel wird von einem dreistufigen DCF-Modell bestätigt, aus dem sich im Base-Case-Szenario ein Wert des Eigenkapitals von EUR 1,90 ableitet. Die aus Peergroup-Multiples börsennotierter Wohnimmobilienbestandshalter abgeleiteten Kursziele liegen mit EUR 2,20-2,25 zwar darüber, jedoch noch immer deutlich unter dem aktuellen Aktienkurs von EUR 6,05.

B-A-L Germany ist ein Bestandshalter von Wohnimmobilien mit regionalem Schwerpunkt im Bundesland Sachsen. Dabei erwirbt B-A-L Germany keine Immobilienportefolios, sondern hat sich auf den kleinteiligen Erwerb von vermieteten Wohnimmobilien – Einzelwohnungen und kleinere Gebäude – in D-Lagen spezialisiert. Aktuell umfasst das Immobilienportefeuille des Meißener Unternehmens mehr als 2.100 qm bei annualisierten Mieteinnahmen von EUR 0,135 Mio.

Während diese Nische für die kapitalkräftigen börsennotierten Immobilienkonzerne nicht attraktiv ist, verfügen Privatpersonen meist nicht über die finanziellen Mittel, um langfristig mit B-A-L Germany mitbieten zu können. Aufgrund der geringen Wettbewerbsintensität liegen die von B-A-L Germany bezahlten Einkaufspreise inklusive Kaufnebenkosten und durchgeführten Renovierungsmaßnahmen Angabe gemäß bei durchschnittlich nur EUR 421 je Quadratmeter. Angesichts durchschnittlicher Quadratmetermieten von EUR 4,33 und allenfalls temporären Leerständen erzielt B-A-L-Germany Mietrenditen im deutlich zweistelligen Prozentbereich.

Mit einem spitzen Geschäftsmodell und einem Fokus auf den nicht-großstädtischen Raum ergeben sich für B-A-L Germany weitere Besonderheiten. Zum einen ist das Unternehmen nicht von staatlichen Regulierungseingriffen wie die Mietpreisbremse betroffen, da diese faktisch auf Metropol- und Großstädte begrenzt sind. Ferner stehen die Wohnimmobilien von B-A-L Germany im Gegensatz zu, nach IFRS bilanzierenden Immobilienbestandhaltern, deren Ertragslage zum großen Teil auf regelmäßigen Aufwertungen des Immobilienbesitzes basiert, zu Anschaffungs- und Herstellkosten in der HGB-Bilanz; daraus ergeben sich eine Deckungsgleichheit der Ertrags- und Cashflow-Entwicklung und hohe stille Reserven. Schließlich war B-A-L Germany aufgrund des kleinteiligen Erwerbs von Immobilienbeständen zum Jahresende 2018 brutto unverschuldet, da die Einzelinvestitionssummen für kreditgebende Banken typischerweise zu niedrig sind.

**Rating:** Sell **Risiko:** Gering  
**Kurs:** EUR 6,05  
**Kursziel:** EUR 1,88

WKN / ISIN: A2NBN9 / DE000A2NBN90

Indizes: -

Transparenzlevel: Direct Market Wien, Freiverkehr Stuttgart

Gewichtete Anzahl Aktien: 1,6 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 9,7 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 10.000 Stück

H1/2019: Vorauss. September 2019

EUR Mio. (31.12.)	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	0,088	0,186	0,369	0,546
EBITDA	-0,089	-0,005	0,196	0,292
EBIT	-0,101	-0,020	0,171	0,257
EBT	-0,107	-0,028	0,161	0,245
EAT	-0,104	-0,021	0,121	0,184

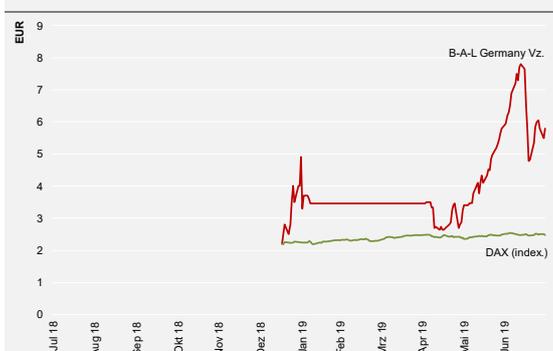
% der Umsätze	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA	-101,6%	-2,6%	53,1%	53,5%
EBIT	-115,3%	-10,6%	46,3%	47,1%
EBT	-121,5%	-14,9%	43,6%	44,9%
EAT	-118,9%	-11,2%	32,7%	33,7%

Je Aktie (EUR)	2018	2019e	2020e	2021e
EPS	-0,08	-0,01	0,08	0,12
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,02	1,17	1,25	1,36
Cashflow	-0,05	0,02	0,10	0,13

%	2018	2019e	2020e	2021e
EK-Quote	74,6%	78,4%	75,2%	75,6%
Gearing	n/a	30%	-5%	-3%

x	2018	2019e	2020e	2021e
KGV	n/a	n/a	80,2	52,6
EV/Umsatz	n/a	55,13	25,94	17,62
EV/EBITDA	n/a	n/a	56,0	37,4
KBV	n/a	5,2	4,9	4,4

EUR Mio.	2019e	2020e	2021e
Guidance: Umsatz	n/a	n/a	n/a
Guidance: EBIT	n/a	n/a	n/a



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

**Peter Thilo Hasler, CEFA**

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

# Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	3
B-A-L Germany in Bildern	4
Wert des Eigenkapitals EUR 1,88 je Aktie	8
Wohnimmobilienspezialist in Sachsen	21
Unternehmensgeschichte, Management, Aktionärsstruktur und Unternehmensstrategie	26
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken	29
Der ostdeutsche Markt für Wohnimmobilien	32
Prognose der Finanzzahlen	38
Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e	42
Immobilienportefeuille im Überblick	43
Immobilienportefeuille im Überblick	44
Bilanz (Aktiva), 2015-21e	45
Bilanz (Passiva), 2015-21e	46
Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-21e	47
Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-21e	48
Cashflow-Statement, 2015-21e	49
Auf einen Blick, 2015-21e	50
Discounted Cashflow-Bewertung	52
Disclaimer	53

**Bitte beachten Sie, dass jedes Kapitel mit einem umfangreichen Executive Summary beginnt.**

# Executive Summary

## Deutlicher Umsatz- und Ergebnisanstieg erwartet

Die aus der Kapitalerhöhung Mitte 2019 zur Verfügung stehende Liquidität wird B-A-L Germany in den kommenden Monaten in den weiteren Ausbau des Immobilienportefolles investieren. Basisbedingt wird das Unternehmen damit nach unseren Schätzungen hohe prozentuale Umsatzwachstumsraten aufweisen und ergebnisseitig erhebliche Skaleneffekte realisieren. Dabei profitiert das Unternehmen bis 2021e von einer schlanken Kostenstruktur, bei der etwa Personalaufwendungen mit Ausnahme einer Teilzeitkraft nicht anfallen. Vor diesem Hintergrund rechnen wir für das laufende und das kommende Geschäftsjahr bei konsolidierten Umsätzen von EUR 0,186 Mio. (2019e) bzw. EUR 0,369 Mio. (2020e) mit einem Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) von EUR -0,020 Mio. (2019e) bzw. EUR 0,171 Mio. (2020e). Für das Jahr 2021e, das das Ende unseres Detailplanungshorizonts markiert, rechnen wir mit Erlösen in Höhe von EUR 0,546 Mio. (CAGR 2018-21e 84,0%) und einem EBIT von EUR 0,257 Mio.; dies entspricht einer EBIT-Marge von 47,1%.

## Kursziel EUR 1,88 – Aufnahme der Coverage mit einem Sell-Rating

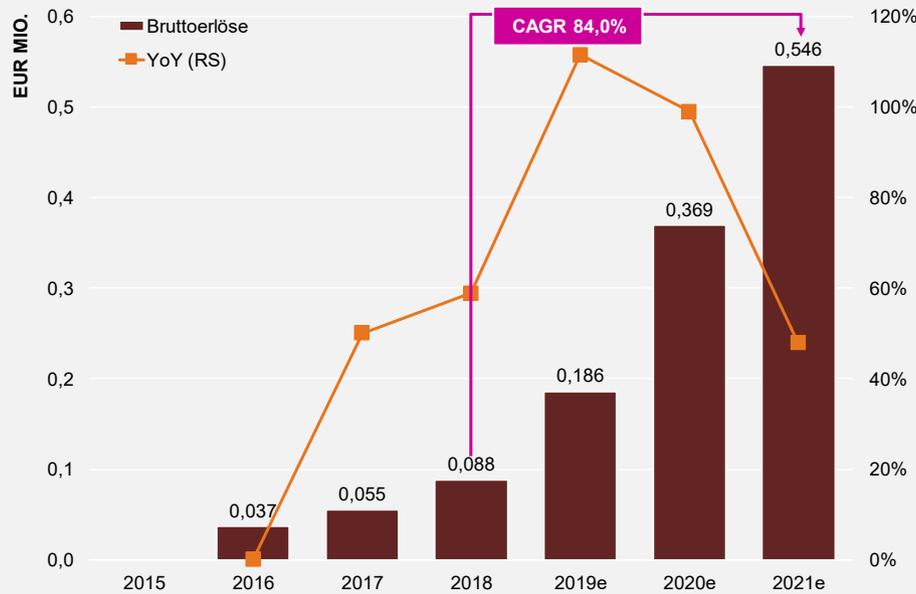
Wir bewerten den Wert des Eigenkapitals auf der Basis eines Wertschöpfungsmodells (Primärbewertungsmethode) sowie anhand eines dreistufigen Discounted Cashflow-(DCF-) Entity-Modells und anhand von Peergroup-Multiplikatoren börsennotierter Wettbewerber (Sekundärbewertungsmethoden). In dem von uns favorisierten Wertschöpfungsmodell ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 3,003 Mio. bzw. – bei 1,6 Mio. Stück Aktien – von EUR 1,88 je Vorzugsaktie. Diese Bewertung wird gestützt durch ein dreiphasiges DCF-Modell, das im Base-Case-Szenario einen Wert von EUR 1,90 je Vorzugsaktie errechnet. Die inneren Werte der beiden Verfahren haben wir durch marktorientierte Peergroup-Multiples überprüft. Auf Basis der Consensus-Schätzungen für die Jahre 2019e bis 2021e für die Peergroup sowie unserer eigenen Prognosen für B-A-L Germany ergeben sich bei Verwendung des von uns präferierten Kurs-Buchwert-Multiples Werte des Eigenkapitals zwischen EUR 2,20 und 2,25 je Vorzugsaktie. Die aus der Peergroup abgeleiteten Unternehmenswerte liegen damit leicht über denen unserer langfristig angelegten fundamentalanalytischen Bewertungsverfahren, jedoch deutlich unter dem aktuellen Kursniveau. Wir nehmen die Vorzugsaktien der B-A-L-Germany daher mit einem Sell-Rating in die Research Coverage auf.

## Schwächen und Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Schwächen und Downside-Risiken (zu den Details bzw. Ergänzungen siehe hierzu auch S. 29ff): **(1)** fehlende langfristige Historie mit hoher Unsicherheit, insbesondere in Bezug auf den Ausbau des Immobilienbestands und die von uns prognostizierte Umsatz- bzw. Ertragsentwicklung, **(2)** verbesserungsfähige Profitabilität, nachdem die Ertragslage in den vergangenen beiden Jahren von erheblichen Einmalaufwendungen aus dem Börsenlisting und den Kapitalerhöhungen belastet war, **(3)** mögliche Interessenskonflikte des Alleinvorstands, der auch als Geschäftsführer einer vergleichbaren Gesellschaft in Tschechien tätig ist, **(4)** Reputationsrisiken aus der jüngeren Kursentwicklung, die auf das Verhalten eines Börsenbriefbetreibers zurückzuführen sein dürfte, **(5)** Risiken aus einem potenziellen Stock Overhang, **(6)** mögliche Beendigung der Tätigkeit einzelner Führungspersonen („Key-Man-Risk“).

# B-A-L Germany in Bildern

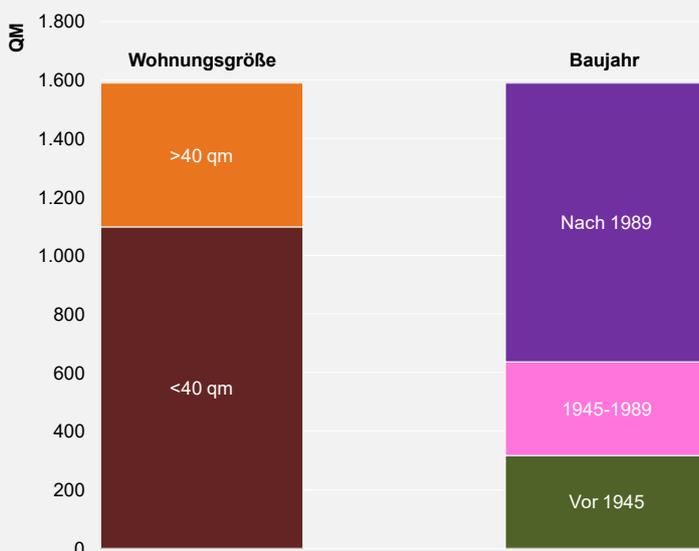
ABBILDUNG 1: BRUTTOUMSATZ UND BRUTTOUMSATZWACHSTUMSRATE, 2015-21E



Nach dem Börsengang Anfang 2019 und der zwischenzeitlich durchgeführten Kapitalerhöhung wird B-A-L Germany sein Immobilienportefeuille in den kommenden Monaten stark ausweiten. Wir gehen davon aus, dass sich die nutzbare Fläche von 1.590 qm bis zum Jahr 2021e auf 5.995 qm mehr als verdreifachen wird. Damit werden die Erlöse bis 2021e, in dem das Ende unserer Detailplanungsphase markiert wird, auf dann EUR 0,546 Mio. ansteigen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) der Konzern Erlöse für den Zeitraum 2018-21e von 84,0%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 2: WOHNIMMOBILIENPORTEFEUILLE, FLÄCHENANALYSE 2018

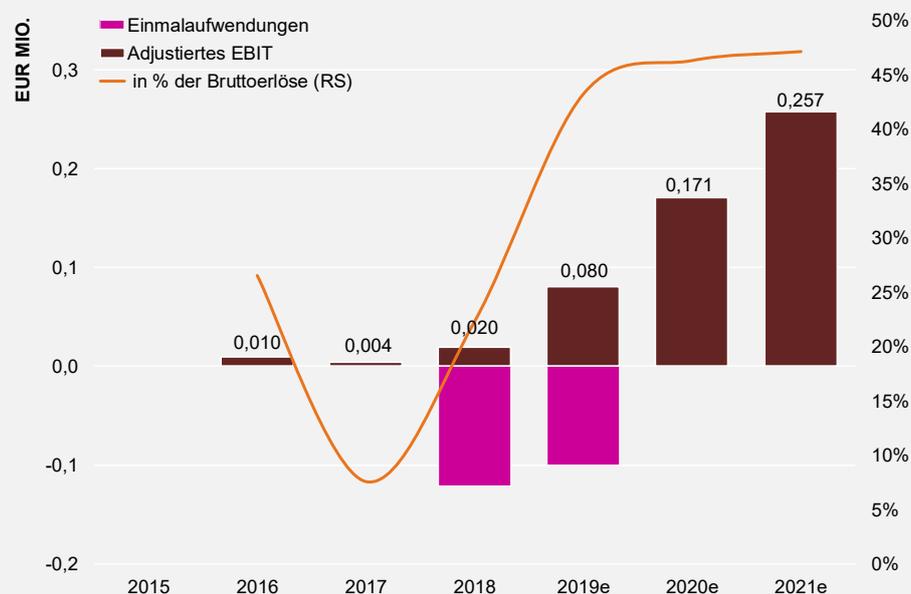


B-A-L Germany übernimmt keine Immobilienportefeuilles, sondern hat sich auf den kleinteiligen Erwerb von vermieteten Wohnimmobilien – Einzelwohnungen und kleinere Gebäude – in D-Lagen spezialisiert. Rund zwei Drittel der Wohnungen sind damit kleiner als 40 qm. Mehr als die Hälfte der vermieteten Fläche wurde erst nach der Wiedervereinigung erstellt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## B-A-L Germany in Bildern

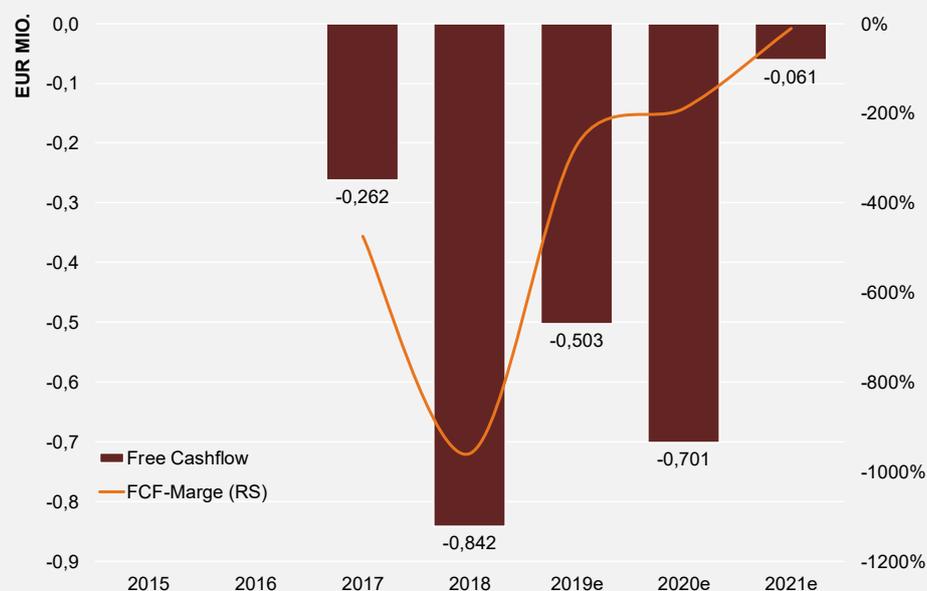
ABBILDUNG 3: EBIT UND EBIT-MARGE, 2015-21E



Trotz des erwarteten deutlichen Umsatzanstieges wird B-A-L Germany nach unserer Einschätzung das Jahr 2019e nur mit einer schwarzen Null abschließen. Dies ist auf erhebliche Einmalaufwendungen aus dem Börsengang und der durchgeführten Kapitalerhöhung zurückzuführen. Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass das Geschäftsmodell eine operative Marge von bis zu 45% erreichen kann. Bis 2021e rechnen wir mit einem Anstieg des EBIT auf dann EUR 0,257 Mio. Dies entspricht einer operativen Betriebsrendite von 47,1%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 4: FREIE CASHFLOWS UND FCF-MARGE, 2015-21E

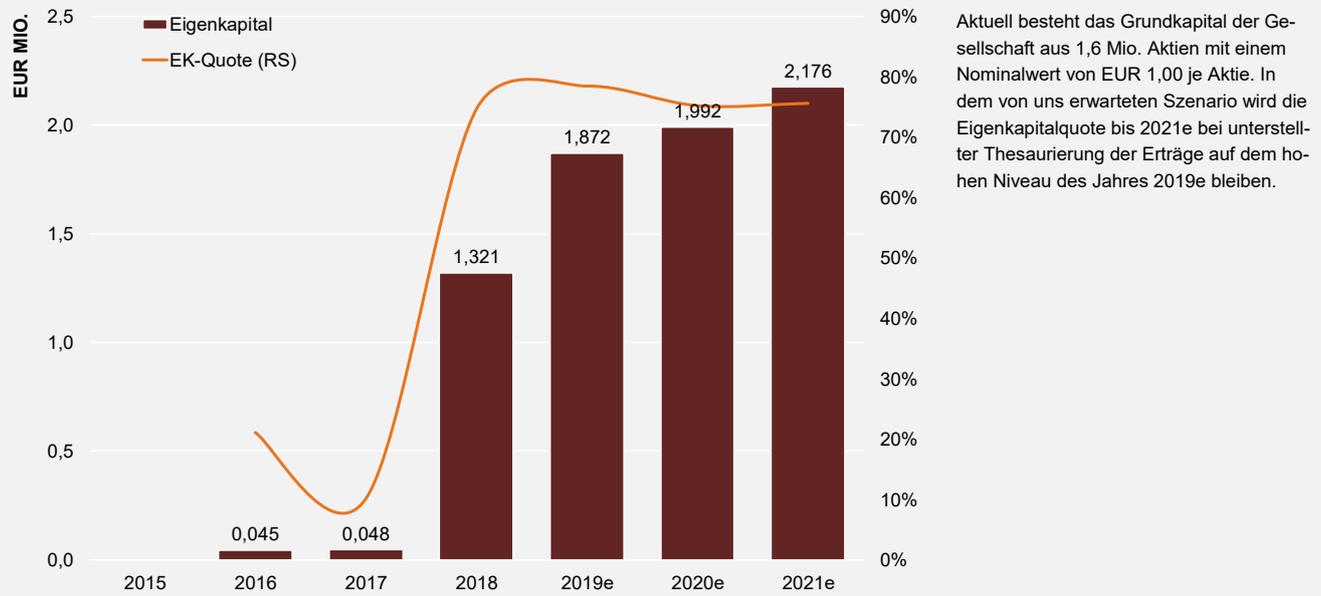


Als Immobilienbestandshalter betreibt B-A-L Germany ein grundsätzlich kapitalintensives Geschäftsmodell. Der investive Cashflow lag in den vergangenen beiden Jahren Angaben gemäß bei durchschnittlich rund EUR 0,420 Mio. In den kommenden drei Jahren unserer Detailplanungsperiode haben wir einen weiteren Ausbau des Immobilienportefeuilles modelliert. Finanziert wird dieser zum weit überwiegenden Teil aus Eigenkapital.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

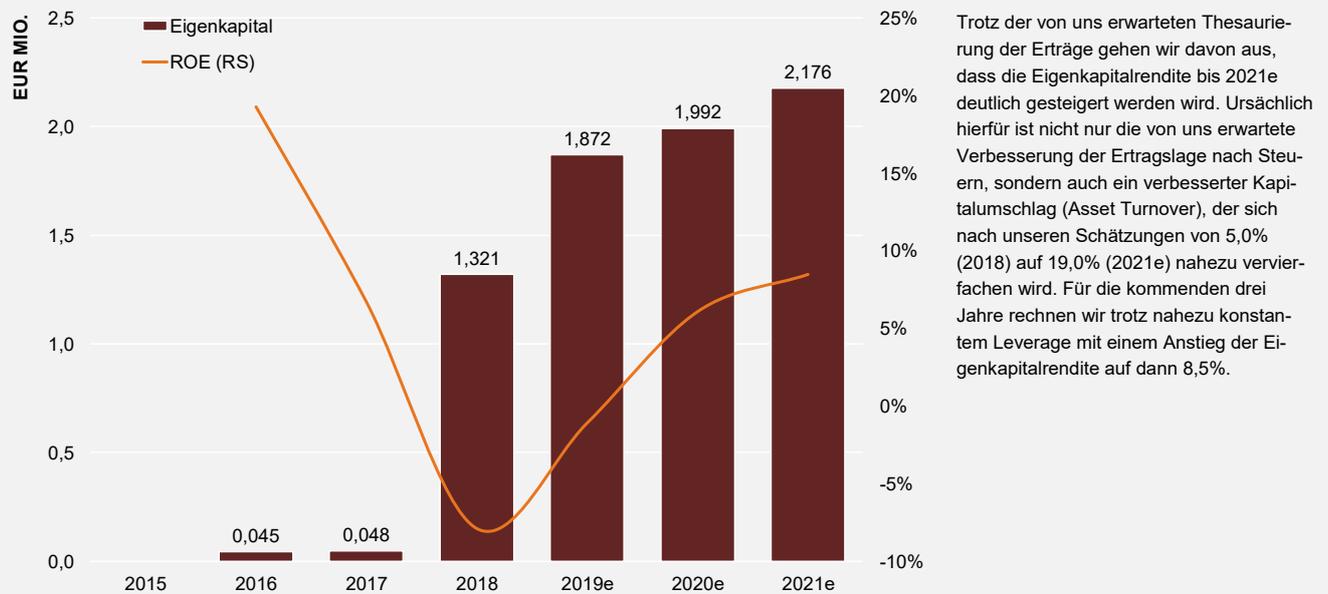
# B-A-L Germany in Bildern

ABBILDUNG 5: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE, 2015-21E



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

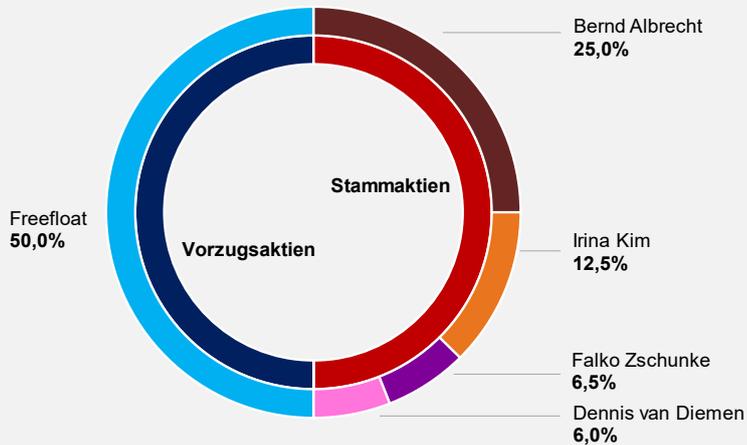
ABBILDUNG 6: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALRENDITE (ROE), 2015-21E



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## B-A-L Germany in Bildern

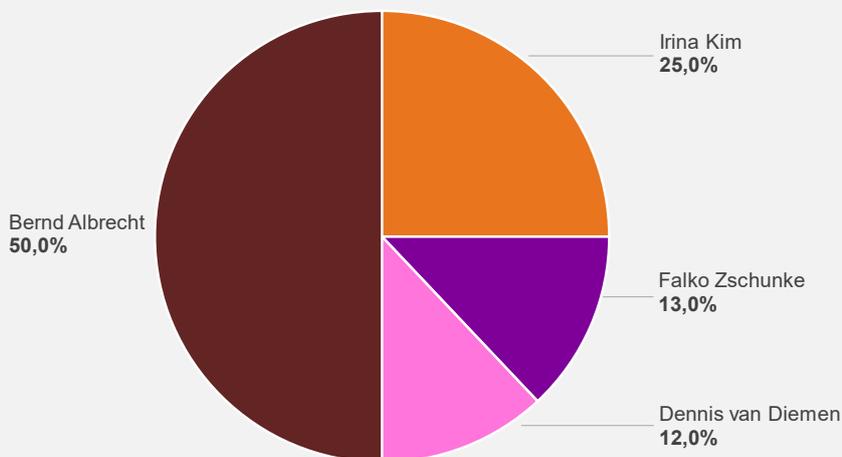
ABBILDUNG 7: AKTIONÄRSSTRUKTUR GESAMTKAPITAL (STAND JULI 2019)



Seit Januar 2019 sind die Aktien der B-A-L Germany AG im Direct Market (vormals Dritter Markt) der Wiener Börse notiert. Nach einer Kapitalerhöhung Mitte 2019 setzt sich das Grundkapital der Gesellschaft von EUR 1,6 Mio. aus 0,8 Mio. Stück Stammaktien und 0,8 Mio. Vorzugsaktien mit einem Nennwert von EUR 1,00 je Aktie zusammen. Während die Stammaktien von den Firmengründern (Vorstand und Aufsichtsrat) gehalten werden, sind die Vorzugsaktien börsennotiert und breit gestreut.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

ABBILDUNG 8: AKTIONÄRSSTRUKTUR STAMMKAPITAL (STAND JULI 2019)



Die nicht börsennotierten Stammaktien der Gesellschaft werden aktuell von vier Aktionären mit Beteiligungen zwischen 12% und 50% gehalten. Größter Einzelaktionär der Gesellschaft ist mit einem Anteilsbesitz von 50,0% der Unternehmensgründer Bernd Albrecht, der heute im Aufsichtsrat der Gesellschaft sitzt und dort nach unserer Einschätzung eine vergleichsweise aktive Rolle innehat. 25% der Stammaktien werden von Irina Kim gehalten, jeweils 13% bzw. 12% vom Alleinvorstand Falke Zschunke und dem Aufsichtsratsmitglied Dennis van Diemen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Wert des Eigenkapitals EUR 1,88 je Vorzugsaktie

Wir bewerten den Wert des Eigenkapitals der an der Wiener Börse und im Stuttgarter Freiverkehr notierten B-A-L Germany AG auf der Basis eines Wertschöpfungsmodells (Primärbewertungsmethode) sowie eines dreistufigen Discounted Cashflow- (DCF-) Entity-Modells (Sekundärbewertungsmethode).

In den kommenden Jahren wird B-A-L Germany, finanziert durch die jüngste Kapitalerhöhung, sein Immobilienportefeuille durch den Erwerb weiterer Wohnimmobilien in Sachsen deutlich ausbauen und nach unserer Ansicht hohe durchschnittliche Umsatzwachstumsraten erzielen. Wir rechnen damit, dass B-A-L Germany den Umsatz bis zum Jahr 2021e bis auf EUR 0,546 Mio. ausbaut; für den Zeitraum 2018-21e entspricht dies einer durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsrate (CAGR) von 84,0%. Gleichzeitig gehen wir von einer sukzessiven Verbesserung der Profitabilität aus und rechnen damit, dass B-A-L Germany bis 2021e ein operatives Ergebnis (EBIT) von EUR 0,257 Mio. erzielen wird.

Darauf aufbauend haben wir ein Wertschöpfungsmodell erstellt, bei dem wir davon ausgehen, dass eine faire Bewertung des Unternehmens frühestens dann erreicht ist, wenn die vom Unternehmen erwirtschaftete Wertschöpfung den damit verbundenen Kapitalkosten entspricht. Unter Zugrundelegung dieses Bewertungsverfahrens ergeben sich für B-A-L Germany auf Basis unserer Kapital- und Ertragsschätzungen Werte des Eigenkapitals von EUR 3,0 Mio. bzw. von EUR 1,88 je Vorzugsaktie.

Den inneren Wert aus dem Wertschöpfungsmodell haben wir durch ein DCF-Modell und durch marktorientierte Peergroup-Multiples überprüft. Aus dem DCF-Modell ermitteln wir ein Kursziel von EUR 1,90 je Vorzugsaktie. Auf Basis der Consensus-Schätzungen für die Peergroup sowie unserer eigenen Prognosen für B-A-L Germany ergeben sich bei Verwendung des von uns präferierten Kurs-Buchwert-Verhältnisses Werte des Eigenkapitals zwischen EUR 2,20 und EUR 2,25 je Vorzugsaktie. Die aus der Peergroup abgeleiteten Unternehmenswerte liegen damit deutlich über denen unseres langfristig angelegten intrinsischen Bewertungsverfahrens.

Stammaktien werden in Deutschland mit Bewertungsaufschlägen von aktuell bis zu 54,6% auf die Vorzugsaktien gehandelt. Diese Aufschläge auf unsere Bewertungsergebnisse angewendet ergäben sich für die nicht börsennotierten B-A-L Germany-Stämme Werte von bis zu EUR 3,50 je Aktie.

### K/BV bei Immobilienunternehmen im Normalfall der relevante Multiplikator

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

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

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

### Voraussetzungen für die Verwendung substanzbasierter Peergroup-Multiples

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

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

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

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

Für die Bilanzierung von Sachanlagevermögen gilt nach HGB das gemilderte Niederstwertprinzip, wonach der Anschaffungspreis um planmäßige Abschreibungen vermindert werden muss.

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

### Über die Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle

Zweite Voraussetzung für die Funktionsweise von Peergroup-Multiples ist die Existenz von Vergleichsunternehmen. Auch wenn sich Immobilienunternehmen ausschließlich mit Immobilien beschäftigen, sind ihre Geschäftsmodelle nicht miteinander vergleichbar. So müssen unter anderem die Wertschöpfung (Immobilienentwicklung, Immobilienhandel oder Immobilienbestandshaltung), die Assetklasse (Wohn-, Logistik- oder Gewerbeimmobilien), die Gesellschaftsform (REIT oder REOC) und die regionale oder internationale Positionierung berücksichtigt werden. In nachstehender Tabelle 1 haben wir die Eckdaten der in Deutschland börsennotierten Immobilienunternehmen zusammengefasst:

TABELLE 1: BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN IN DEUTSCHLAND

Unternehmen	Wohn immobilien	Gewerbe_ immobilien	Sonstige	Bestands haltung	HGB	IFRS	Land	Segment	Index
Accentro Real Estate AG							GER	Prime Standard	-
Adler Real Estate AG							GER	Prime Standard	SDAX
ADO Properties S.A.							LUX	Prime Standard	SDAX
Agrob Immobilien AG							GER	-	-
Alstria Office REIT-AG							GER	Prime Standard	MDAX
Aroundtown Property Holdings SA							LUX	Prime Standard	MDAX
<b>B-A-L Germany AG</b>							GER	-	-
BUWOG AG							AUT	Prime Standard	-
CA Immo AG							AUT	-	-
Consus Real Estate AG							GER	Prime Standard	-
Corestate Capital Holding S.A.							GER	Prime Standard	SDAX
CR Capital Real Estate AG							GER	-	-
Defama Deutsche Fachmarkt AG							GER	-	-
Demire AG							GER	Prime Standard	-
Deutsche EuroShop AG							GER	Prime Standard	MDAX
Deutsche Grundstücksauktionen AG							GER	-	-
Deutsche Industrie REIT-AG							GER	Prime Standard	-
Deutsche Konsum REIT-AG							GER	Prime Standard	-
Deutsche Wohnen AG							GER	Prime Standard	MDAX
DIC Asset AG							GER	Prime Standard	SDAX
ERWE Immobilien AG							GER	General Standard	
Eyemaxx Real Estate AG							GER	-	-
Fair Value REIT AG							GER	-	-
FCR Immobilien AG							GER	-	-
Franconofurt AG							GER	-	-
<b>GAG Immobilien AG Vz.</b>							GER	-	-
Gateway Real Estate AG							GER	Prime Standard	-
GIEAG Immobilien AG							GER	-	-
Godewind Immobilien AG							GER	Prime Standard	-
Grand City Properties S.A.							LUX	Prime Standard	MDAX
GSW Immobilien AG							GER	-	-
GxP German Properties AG							GER	-	-
Hamborner REIT AG							GER	Prime Standard	SDAX
Hasen-Immobilien AG							GER	-	-
Helma Eigenheimbau AG							GER	-	-
Immofinanz AG							AUT	-	-
InCity Immobilien AG							GER	-	-
Instone Real Estate Group AG							GER	Prime Standard	-

QUELLE: SPHENE CAPITAL

TABELLE 1: BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN IN DEUTSCHLAND (FORTS.)

Unternehmen	Wohnimmobilien	Gewerbeimmobilien	Sonstige	Bestandshaltung	HGB	IFRS	Land	Segment	Index
LEG Immobilien AG							GER	Prime Standard	MDAX
<b>Noratis AG</b>							GER	-	-
Patrizia Immobilien AG							GER	Prime Standard	SDAX
Primag AG							GER	-	-
publity AG							GER	-	-
<b>RCM Beteiligungs AG</b>							GER	-	-
S IMMO AG							AUT	-	-
<b>Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA</b>							GER	-	-
Stern Immobilien AG							GER	-	-
<b>Stinag Stuttgart Invest AG</b>							GER	-	-
TAG Immobilien AG							GER	Prime Standard	MDAX
TLG Immobilien AG							GER	Prime Standard	SDAX
TTL Beteiligungs- und Grundbesitz AG							GER	-	-
VIB Vermögen AG							GER	-	-
Vonovia SE							GER	Prime Standard	DAX
Warimpex AG							AUT	-	-
WCM Beteil.- und Grundbesitz-AG							GER	-	-

QUELLE: SPHENE CAPITAL

### Nur fünf, nach HGB bilanzierende Wohnimmobilienunternehmen

Aus vorstehender Tabelle 1 wird ersichtlich, dass es neben B-A-L Germany nur fünf börsennotierte Immobilienunternehmen gibt, die ebenfalls (zumindest in Teilen) auf Wohnimmobilien spezialisiert sind und ihren Jahresabschluss nach HGB aufstellen. Von diesen

- ☉ ist zwar die 1913 gegründete **GAG Immobilien AG** räumlich sogar noch stärker fokussiert als B-A-L Germany, nämlich auf Immobilien in der Stadt Köln, allerdings mit 44.000 Wohnungen und mehr als 3,0 Mio. qm Wohn- und Gewerbefläche auch signifikant größer.
- ☉ ist **Noratis AG** kein reiner Bestandshalter, sondern ein Immobilienhändler, der nach erfolgter Modernisierung und Aufwertung die Immobilien verkauft, was starke Schwankungen in den Umsatz- und Ertragskennzahlen zur Folge hat.
- ☉ ist **RCM Beteiligungs AG** zwar wie B-A-L Germany in Sachsen bzw. Dresden tätig, jedoch ungleich stärker von Verkaufserlösen abhängig und damit ebenfalls als Immobilienhändler einzustufen, mit entsprechenden Konsequenzen auf die Ertragsentwicklung.
- ☉ bewirtschaftet **Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA**, die ehemalige Gabriel Sedlmayr Spaten-Franziskaner Bräu KGaA, zwar Bestände an Wohn- und Gewerbeimmobilien in München und Stuttgart, ist jedoch mit einer vermietbaren Wohn-/Nutzfläche von rund 475.000 qm signifikant größer als B-A-L Germany.

- ☉ bewirtschaftet **Stinag Stuttgart Invest AG**, die ehemalige Stuttgart Hofbräu AG, zwar ein Immobilienportefeuille in Stuttgart, hat jedoch einen klaren Schwerpunkt auf Gewerbeimmobilien.

In nachstehender Tabelle 2 haben wir die Kurs-Buchwert-Verhältnisse der Peergroup zusammengefasst:

TABELLE 2: PEERGROUP-MULTIPLES BÖRSENNOTIERTER WOHNIMMOBILIENBESTANDSHALTER				
Unternehmen	Kurs (EUR)	K/BV 2019e (x)	K/BV 2020e (x)	K/BV 2021e (x)
GAG Immobilien AG Vz.	70,00	1,61x	1,58x	1,57x
Noratis AG	21,20	1,41x	1,35x	1,30x
RCM Beteiligungs AG	2,12	1,93x	1,77x	1,63x
Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA	3.500,00	10,77x	10,14x	9,46x
Stinag Stuttgart Invest AG	26,00	2,30x	2,26x	2,19x
<b>Median</b>		<b>1,93x</b>	<b>1,77x</b>	<b>1,63x</b>
<b>Kursziel B-A-L Germany AG Vz. (EUR)</b>		<b>2,25</b>	<b>2,20</b>	<b>2,22</b>

QUELLE: BLOOMBERG, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Kursziel von rund EUR 2,25 je Aktie

Aus dem K/BV der kommenden drei Jahre lässt sich für B-A-L Germany ein Kursziel in einer Bandbreite zwischen EUR 2,20 und EUR 2,25 je Aktie ableiten.

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

**Das von uns für die Bewertung von B-A-L Germany präferierte Bewertungsverfahren ist ein Wertschöpfungsmodell. Hierbei überprüfen wir, ob das dem Unternehmen zur Verfügung gestellte Kapital wertschöpfend eingesetzt wird und ob diese Wertschöpfung nicht bereits im Aktienkurs widerspiegelt wird. Aus dem Wertschöpfungsmodell errechnen wir für B-A-L Germany einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 3,003 Mio. bzw. von EUR 1,88 je Aktie.**

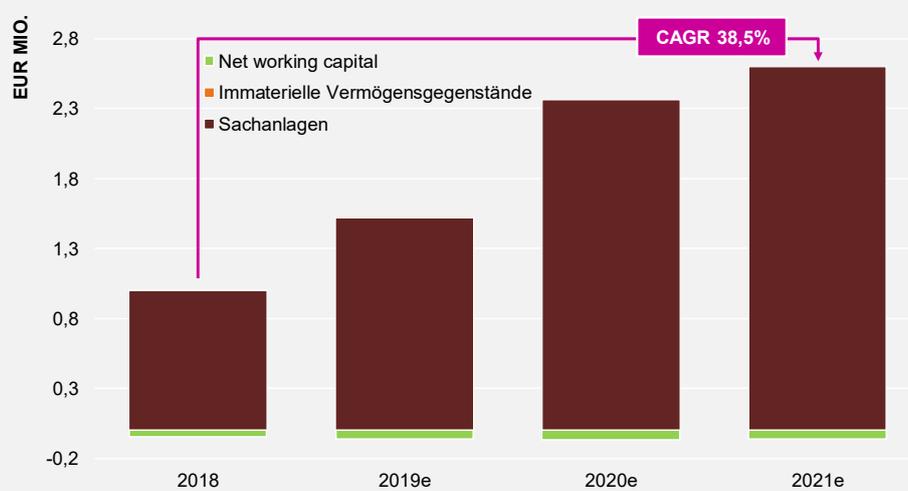
### Verwendung des Wertschöpfung-Multiplikators

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

### Berechnung des eingesetzten Kapitals

Nachfolgende Abbildung 9 zeigt das von uns aus den Bilanzdaten abgeleitete eingesetzte Kapital von B-A-L Germany für die Jahre 2018 bis 2021e:

ABBILDUNG 9: EINGESETZTES KAPITAL, 2018-21E



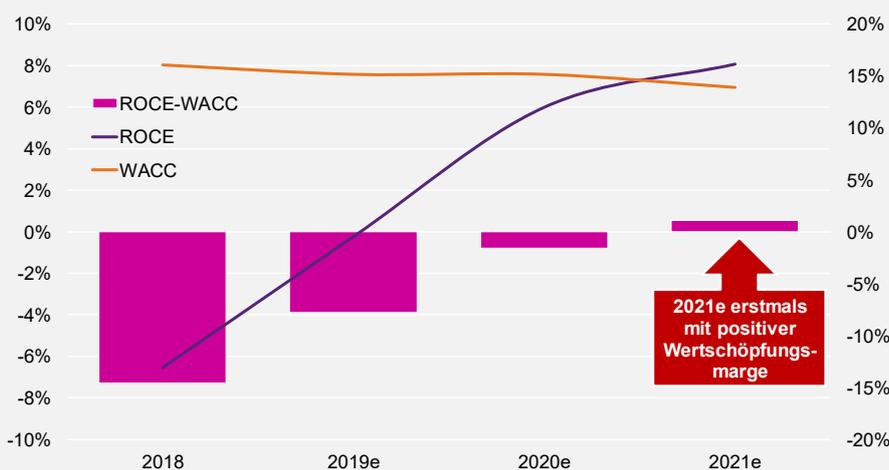
Die von uns prognostizierten Immobilienerwerbungen werden aus der jüngsten Kapitalerhöhung und der von uns prognostizierten Thesaurierung der erwirtschafteten Cashflows finanziert. Daraus ergibt sich in unserem Bewertungsmodell ein Anstieg des eingesetzten Kapitals auf dann EUR 2,540 Mio. bis zum Jahr 2021e.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Rendite auf das eingesetzte Kapital

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

ABBILDUNG 10: RENDITE AUF DAS EINGESETZTES KAPITAL (ROCE), 2018-21E



Erstmals wird B-A-L Germany nach unseren Prognosen im Jahr 2021e eine positive Wertschöpfungsmarge aufweisen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### B-A-L Germany erstmals 2021e mit positiver Wertschöpfungsmarge

Aus oben stehender Abbildung 10 wird ersichtlich, dass B-A-L Germany nach unseren Prognosen bis einschließlich des Jahres 2020e eine negative Wertschöpfungsmarge aufweist. Erstmals wird die Wertschöpfungsmarge im Jahr 2021e positiv. Wir gehen

davon aus, dass B-A-L Germany in den Jahren danach die Wertschöpfungsmarge sukzessive ausbauen wird.

### Bewertung zum Zeitpunkt, ab dem eine positive Wertschöpfung erreicht wurde

Aus unserer Sicht wird ein Investor sich frühestens von seiner Beteiligung an B-A-L Germany trennen, wenn das Unternehmen kein Wertvernichter mehr ist. Nach unseren Schätzungen ist dies 2021e der Fall, wenn erstmals die Rendite auf das eingesetzte Kapital die Kosten des eingesetzten Kapitals übersteigt. Zu diesem Zeitpunkt wird ein Investor für seine Anteile einen Preis verlangen, der dem Wert des eingesetzten Kapitals entspricht. Daraus lässt sich ein Enterprise Value von EUR 2,945 Mio. ableiten. Zuzüglich der dann prognostizierten Nettofinanzposition von EUR 0,057 Mio. errechnet sich ein Equity Value von EUR 3,003 Mio. bzw. von EUR 1,88 je Aktie.

TABELLE 3: ABLEITUNG DES KURSZIELS

		2018	2019e	2020e	2021e
EV/CE	x	n/a	6,9	4,1	3,8
ROCE/WACC	x	-0,8	0,0	0,8	1,2
Ziel-EV	EUR Mio.	-0,776	-0,044	1,808	2,945
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-0,465	-0,554	0,097	0,057
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Ziel-Marktkapitalisierung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>1,905</b>	<b>3,003</b>
Anzahl Aktien	Mio.	1,300	1,600	1,600	1,600
<b>Kursziel</b>	<b>EUR</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>1,19</b>	<b>1,88</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Abschließend haben wir die Ergebnisse aus dem Wertschöpfungsmodell anhand eines standardisierten dreistufigen Discounted Cashflow- (DCF-) Entity-Modells (Sekundärmethode) überprüft. Aus diesem haben wir für B-A-L Germany einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 2,960 Mio. bzw. von EUR 1,90 je Aktie ermittelt.**

### Wachstumsannahmen des DCF-Modells

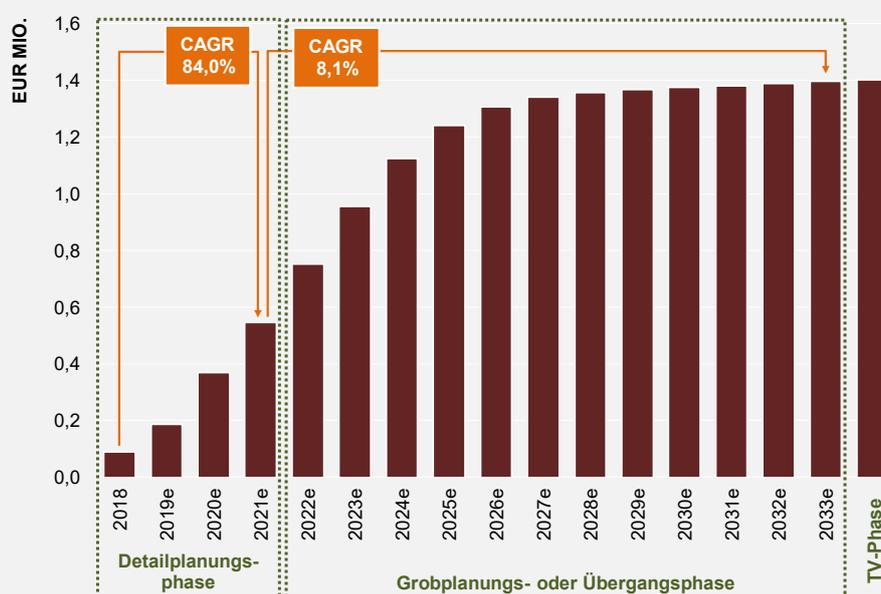
Wir unterstellen für unser dreistufiges Discounted Cashflow-Modell folgende Wachstumsannahmen:

Dreistufiges DCF-Entity-Modell:  
Annahmen für die Umsatzentwicklung

- ☉ Der **Phase 1** des DCF-Modells (die sogenannte „**Detailplanungsphase**“) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2021e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze zwischen 2018 und 2021e in Höhe von 84,0%. Diese hohe Umsatzwachstumsrate ist das Ergebnis des Investitionsprogramms der Gesellschaft, das aus der unlängst durchgeführten Barkapitalerhöhung finanziert werden wird.

- ☉ In der anschließenden **Phase 2** (zwölfjährige „**Grobplanungsphase**“), die 2033e endet, haben wir eine CAGR der Umsätze von 8,1% veranschlagt. Während dieser Phase haben wir unterstellt, dass die aus der Vermietung vereinnahmten Cash-flows in den weiteren Bestandsaufbau investiert werden. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ☉ Für die abschließende **Phase 3** des sog. „**Terminal Value**“, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins 30-jähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,5% an.

ABBILDUNG 11: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2018-33E



Bis 2021e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2033e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und Grobplanungsphase belaufen sich auf 84,0% bzw. 8,1%.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Weitere Annahmen während der Grobplanungsphase**

Für unser dreistufiges DCF-Modell unterstellen wir während der Grobplanungsphase im Einzelnen,

Dreistufiges DCF-Entity-Modell:  
Annahmen für die sonstigen Parameter des DCF-Modells

- ☉ ein in Ermangelung statistisch valider Daten aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta** von 0,70, das wir vor dem Hintergrund der kurzen Unternehmenshistorie und in Ermangelung einer aussagekräftigen Volatilität börsennotierter Vergleichswerte aus folgenden gesamtwirtschaftlichen bzw. unternehmensspezifischen Faktoren ableiten:

TABELLE 4: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL-BETA

Diversifizierungsgrad	-0,10
Wettbewerbsintensität	-0,10
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	0,00
Risiken der Unternehmensprognose	-0,10
Markt-Beta	1,00
<b>Beta</b>	<b>0,70</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⊕ dass sich die **EBIT-Margen** im Prognosezeitraum nicht nennenswert von dem im Jahr 2021e erwarteten Wert von 47,1% unterscheiden werden;
- ⊕ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des **Terminal Value** bei 45,0% liegen;
- ⊕ eine im Zeitablauf rückläufige Investitionsquote zum Nettoumsatz, was sich durch einen zunehmenden Reifegrad des Geschäftsmodells und eine Nichtberücksichtigung externen Wachstums rechtfertigen lässt; per Saldo rechnen wir ab 2021e nur noch mit Erweiterungsinvestitionen aus dem eigenen Cashflow;
- ⊕ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 5,6% pro Jahr, die wir für das derzeit unverschuldete Unternehmen bei einer erwarteten Recovery Rate von 75,0% und einem daraus abgeleiteten synthetischen Rating von A+ für realistisch ansehen;
- ⊕ dass der **Grenzsteuersatz** während der Grobplanungsperiode auf dem Niveau von 30,0% liegen wird, was von uns als ein realistischer Durchschnittswert für B-A-L Germany angesehen wird;
- ⊕ dass negative freie Cashflows nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (**Axiom der Risikoaversion der Anleger**); dies betrifft insbesondere die Anfangsjahre der Detailplanungsphase, in der aufgrund der hohen Erweiterungsinvestitionen negative Cashflows erwirtschaftet werden;
- ⊕ dass die von B-A-L Germany im Zeitraum 2019e-21e erwirtschafteten Cashflows mit einem **durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC)** von 7,0% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 0,70 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,5%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (30-jähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den deutschen Aktienmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 8,5% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 2,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%) und einer Liquiditätsprämie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem von uns unterstellten synthetischen Unternehmens-Rating von B+ sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 3,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass B-A-L Germany eine industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 75,0/25,0 anstrebt;

**TABELLE 5: WACC, 2019E-21E**

<b>Kosten des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>6,5%</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz (Bundesanleihe, 30 Jahre Restlaufzeit)	%	0,5%
Beta		0,7
Erwartete Risikoprämie	%	8,5%
<b>Small Cap-Prämie</b>	<b>%</b>	<b>2,0%</b>
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	75,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>6,3%</b>
<b>Kosten der Verschuldung</b>		
Quasi-risikoloser Zinssatz (Bundesanleihe, 30 Jahre Restlaufzeit)	%	0,5%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	3,0%
Gesamte Kosten des Fremdkapitals	%	3,5%
Steuerquote	%	30,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	2,5%
Zielkapitalstruktur	%	25,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	<b>%</b>	<b>0,6%</b>
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	<b>%</b>	<b>7,0%</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

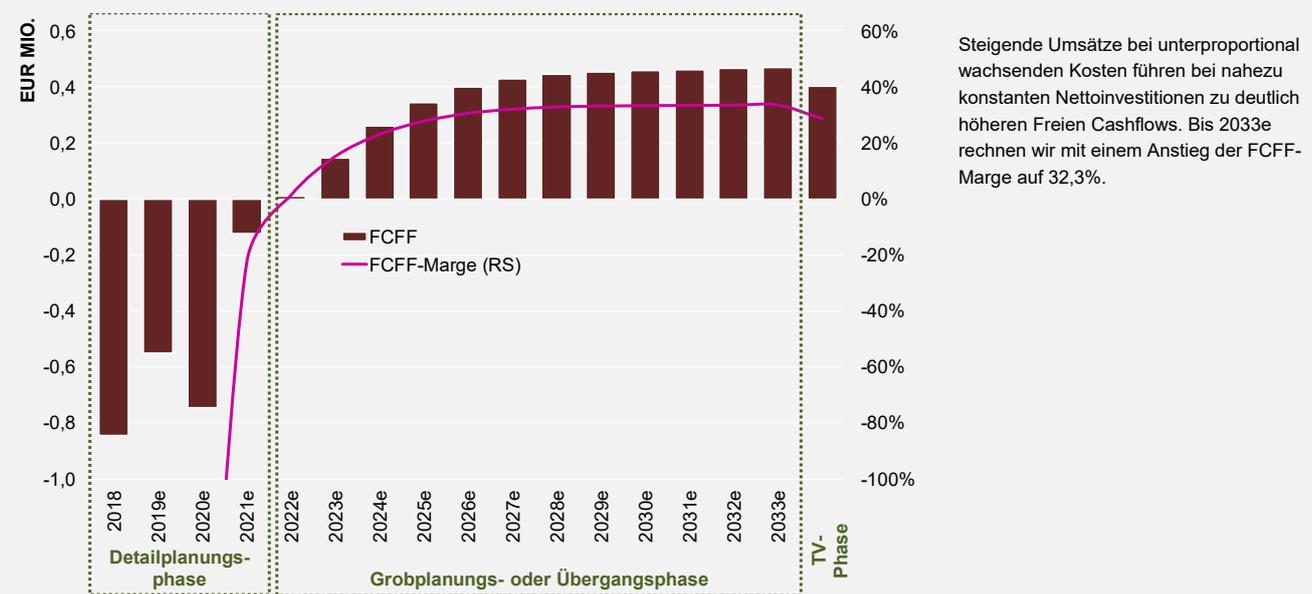
- ☉ dass B-A-L Germany in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang des betas auf das Niveau des Marktportefeuilles (also 1,0) und der WACC von 7,0% (2019e-21e) auf dann 5,5% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Markttrisikoprämie von 500 Basispunkten entsprechen würde).

### Dynamische Entwicklung der freien Cashflows

Typische Lebenszyklusurve

Unter diesen Vorgaben ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 12) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2019e bis 2033e. Erkennbar ist, wie B-A-L Germany die Profitabilität auf dem von uns unterstellten rein organischen Wachstumspfad deutlich ausbauen wird. Während der anschließenden Grobplanungsphase haben wir nur noch Erhaltungs- und geringe Erweiterungsinvestitionen modelliert. Im Terminal Value schließlich setzen wir aufgrund des dann unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen leichten Rückgang der Freien Cashflows an, dieser stellt dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes dar.

ABBILDUNG 12: FCFF UND FCFF-MARGE, 2019E-33E



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 2,981 Mio. bzw. EUR 1,90 je Aktie**

Kursziel von EUR 1,90 je Aktie

Der Enterprise Value der B-A-L Germany AG liegt in unserem Modell bei EUR 2,516 Mio. Aus diesem werden etwa 60,8% über den Terminal Value abgeleitet, -56,5 bzw. 95,7% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Zusätzlich der aktuellen Nettofinanzposition (per 12/2018) von EUR 0,465 Mio. ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 2,981 Mio. Bei 1,6 Mio. Stück Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 1,90 je Aktie.

TABELLE 6: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

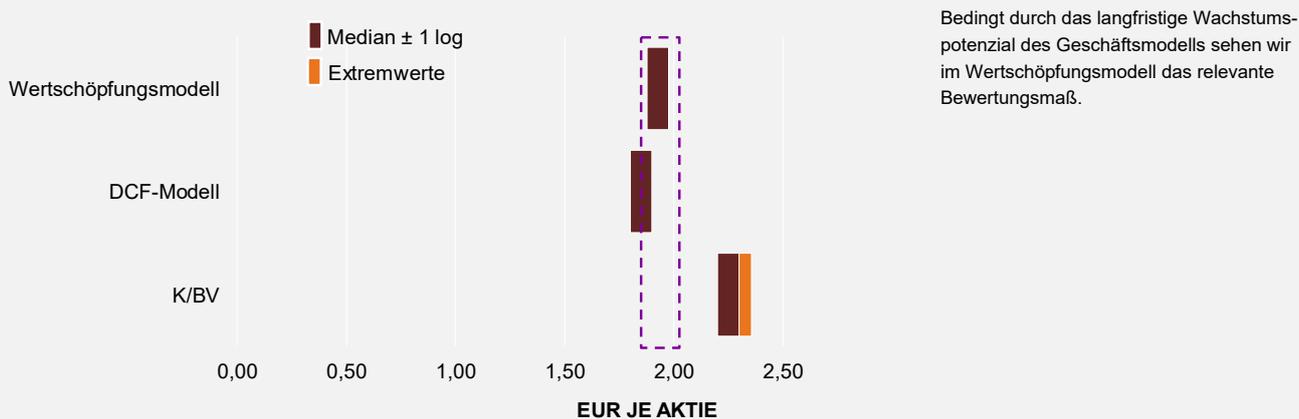
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	5,6%
Terminal Cost of capital	%	5,5%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	1,529
in % des Enterprise Value	%	60,8%
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-1,420
in % des Enterprise Value	%	-56,5%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	2,408
in % des Enterprise Value	%	95,7%
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,516</b>
Finanzschulden	EUR Mio.	-0,051
Excess Cash	EUR Mio.	0,516
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,981</b>
Anzahl Aktien	Mio.	1,600
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>1,90</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Zusammenfassung der Ergebnisse

In nachstehender Abbildung 13 haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir in der Peergroup-Bewertung die jeweiligen Minimum-, Maximum- und Medianwerte dargestellt haben. Aufgrund der operativen Ertragsentwicklung von B-A-L Germany sehen wir in einem langfristig ausgelegten Wertschöpfungsmodell die überlegene Bewertungsmethodik.

ABBILDUNG 13: ZUSAMMENFASSUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals von EUR 1,88 je Aktie wären die Vorzugsaktien von B-A-L Germany mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 7: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER B-A-L GERMANY-VORZUGSAKTIE

		Bewertung zum Kursziel		
		2019e	2020e	2021e
KGV	X	n/a	24,9x	16,3x
EV/Umsatz	X	19,2x	7,9x	5,4x
EV/EBIT	X	n/a	17,0x	11,5x
KBV	X	1,6x	1,5x	1,4x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Bewertung der nicht-börsennotierten Stammaktien

Aktuell sind in Deutschland elf Unternehmen mit beiden Aktiengattungen, Stamm- und Vorzugsaktien, börsennotiert. Die gängige Meinung, wonach Stammaktien generell mit einem Bewertungsaufschlag gegenüber den Vorzügen gehandelt werden, was den Wert des Stimmrechts dokumentieren würde, kann nicht bestätigt werden. Würden wir die Ergebnisse aus nachstehender Tabelle auf die aktuell noch nicht-börsennotierten

Stammaktien anlegen, ergäben sich für B-A-L Germany Kursziele von bis zu EUR 3,50 je Stammaktie.

**TABELLE 8: BEWERTUNGSAUFSCHLÄGE VON STAMMAKTIEEN GEGENÜBER VORZUGSAKTIEEN IN DEUTSCHLAND**

	Vorzugsaktien (EUR)	Stammaktien (EUR)	Prämie
Sixt SE	59,50	92,00	54,6%
BMW AG	54,55	67,42	23,6%
Westag & Getalit AG	25,00	29,20	16,8%
VW AG	151,66	155,65	2,6%
MAN SE	49,80	51,00	2,4%
Biotest AG	21,65	21,80	0,7%
KSB AG	299,00	296,00	-1,0%
Henkel AG & Co. KGaA	92,92	85,15	-8,4%
Fuchs Petrolub AG	35,56	32,35	-9,0%
Sartorius AG	189,60	170,50	-10,1%
Draegerwerk AG & Co. KGaA	47,72	38,90	-18,5%

QUELLE: BLOOMBERG, SPHENE CAPITAL

#### **Downside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes**

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Schwächen und Downside-Risiken (zu den Details bzw. Ergänzungen siehe hierzu auch S. 29ff): **(1)** Verfehlung unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen, **(2)** anhaltende Ertragsbelastungen infolge von Einmaleffekten aus der Kapitaleinwerbung, **(3)** Mögliche Interessenskonflikte des Alleinvorstands, etwa beim Einkauf von Immobilien, **(4)** Reputationsrisiko aus der Kursentwicklung durch Push-Versuche einzelner Marktteilnehmer, **(5)** Risiken aus einem potenziellen Stock Overhang, **(6)** Beendigung der Tätigkeit einzelner Führungspersonen („Key-Man-Risk“).

#### **Katalysatoren für die Wertentwicklung**

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Unternehmenswertes von B-A-L Germany in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Meldungen über eine Erhöhung des Stammkapitals, **(2)** Meldungen über eine besser als von uns erwartete Ertragsentwicklung.

# Wohnimmobilienspezialist in Sachsen

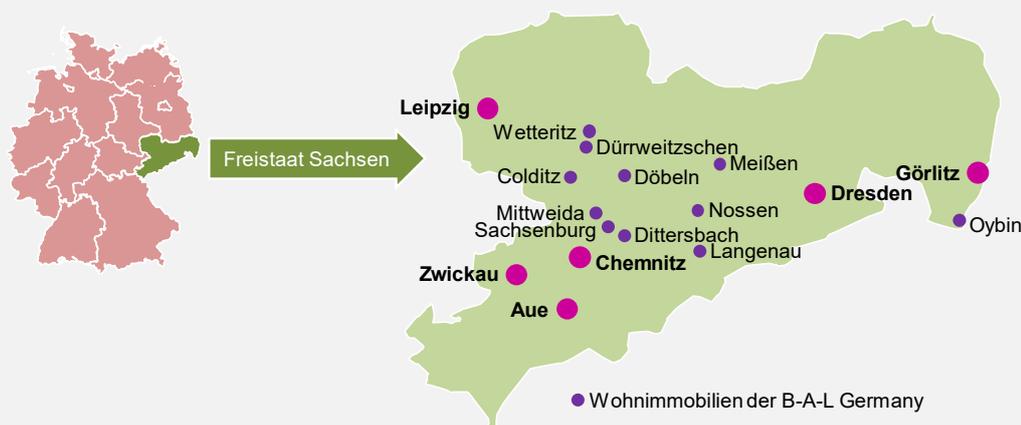
B-A-L Germany ist ein Bestandshalter von Wohnimmobilien mit regionalem Schwerpunkt im Bundesland Sachsen. Dabei erwirbt B-A-L Germany keine Immobilienportefeuilles, sondern hat sich auf den kleinteiligen Erwerb von vermieteten Wohnimmobilien – Einzelwohnungen und kleinere Gebäude – in D-Lagen spezialisiert. Während diese Nische für die kapitalkräftigen börsennotierten Immobilienkonzerne nicht attraktiv ist, verfügen Privatpersonen meist nicht über die erforderlichen finanziellen Mittel, um langfristig mit B-A-L Germany mitbieten zu können. Aufgrund dieser geringen Wettbewerbsintensität liegen die von B-A-L Germany bezahlten Einkaufspreise inklusive Kaufnebenkosten und durchgeführten Renovierungsmaßnahmen bei durchschnittlich nur EUR 421 je Quadratmeter. Angesichts durchschnittlicher Quadratmetermieten von EUR 4,33 und allenfalls temporären Leerständen erzielt B-A-L-Germany damit Mietrenditen im deutlich zweistelligen Prozentbereich. Aktuell umfasst das Immobilienportefeuille des Meißener Unternehmens mehr als 2.100 Quadratmeter.

## Bestandshalter von Wohnimmobilien in Sachsen

Mit einer Wohnfläche von mehr als 2.100 Quadratmetern ist B-A-L Germany ein Bestandshalter von Wohnimmobilien. Regional liegt der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit im Freistaat Sachsen, wo das Unternehmen auch seinen Firmensitz in der Stadt Meißen hat. Im Fokus steht der handverlesene, kleinteilige Erwerb von vermieteten Wohnungen oder kleineren Gebäuden zu niedrigen Kaufpreisen, unter anderem aus Notverkäufen, wodurch von B-A-L Germany ausnahmslos zweistellige Mietrenditen realisiert werden können. Neubauten oder umfangreiche Sanierungsmaßnahmen sind dagegen in dem Geschäftsmodell nicht vorgesehen.

Geschäftsmodell im Überblick

ABBILDUNG 14: IMMOBILIENSTANDORTE B-A-L GERMANY



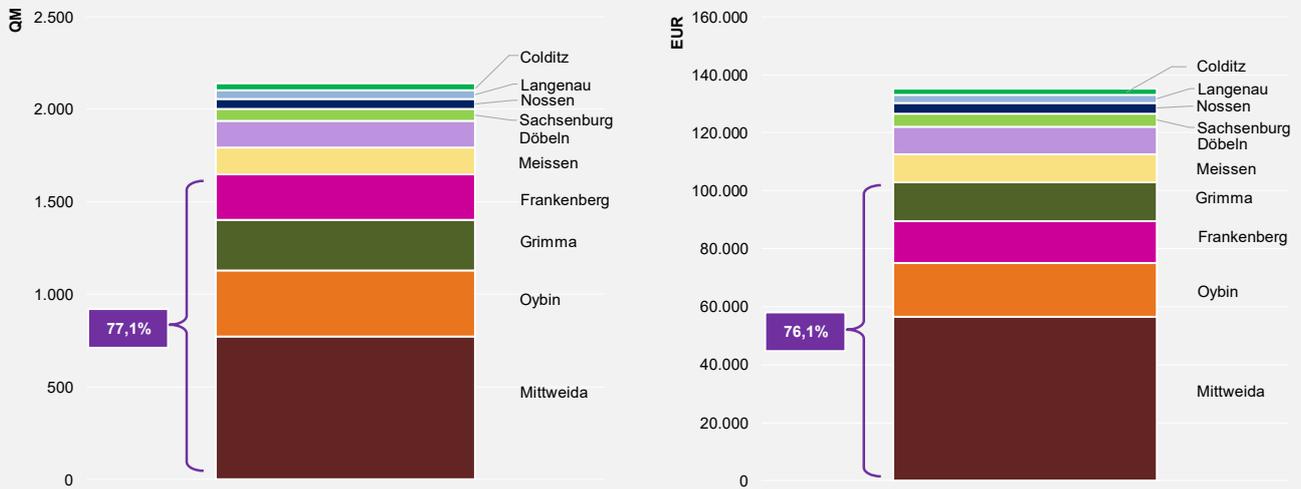
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Regionaler Schwerpunkt

Die von B-A-L Germany erworbenen Wohnimmobilien befinden sich in den Regierungsbezirken Mittelsachsen, Leipzig, Meißen und Görlitz. Dabei sind die vier größten Standorte Mittweida, Oybin, Grimma und Frankenberg, für 77,1% der Wohnfläche und 76,0% der jährlichen Mieteinnahmen verantwortlich (vgl. nachstehende Abbildung 15). Die präferierten Standorte sind damit nicht die Toplagen der Großstädte, sondern vornehmlich D-Lagen, also ländlichere Lagen mit weniger als 50.000 Einwohnern. Um in den

Ziellagen die Objekte mit den besten Ertragsaussichten zu finden, wird B-A-L Germany von assoziierten Hausverwaltungen unterstützt.

ABBILDUNG 15: BESTANDSPORTEFEUILLE: WOHNFLÄCHE (LS) UND JAHRESMIETE (RS)

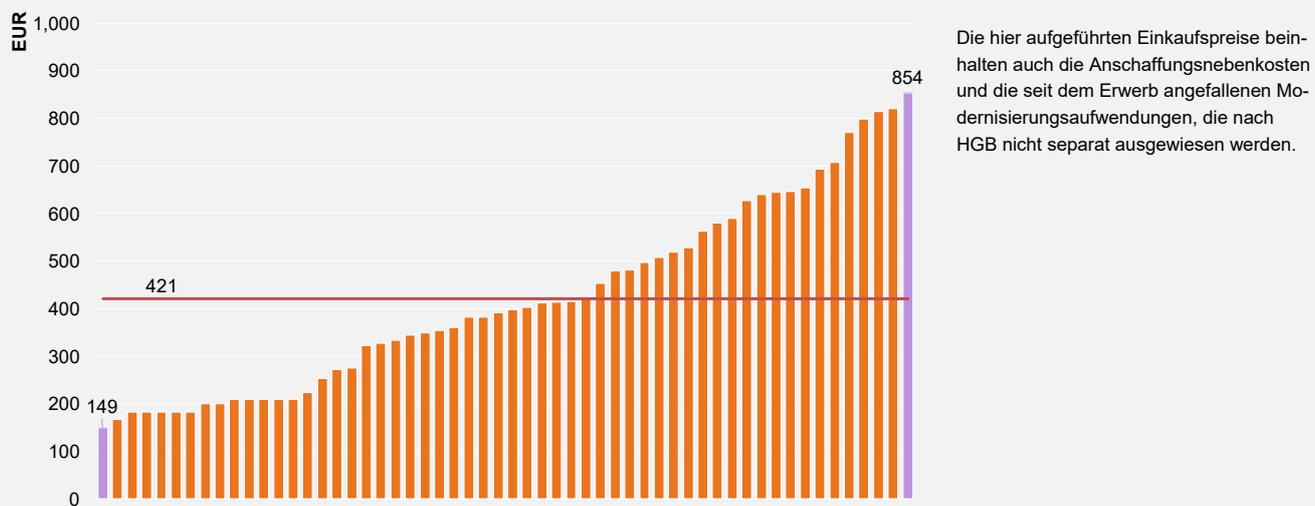


QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Einkaufspreise von durchschnittlich EUR 421 je Quadratmeter**

Doch selbst in diesen, eher strukturschwachen Regionen Sachsens, ist es B-A-L Germany bislang gelungen, aus unserer Sicht bemerkenswert niedrige Einkaufspreise zu bezahlen. So liegen die Einkaufspreise inklusive Kaufnebenkosten und zwischenzeitlich durchgeführten Renovierungsmaßnahmen im Durchschnitt bei EUR 421 je Quadratmeter; die Spannweite der bezahlten Quadratmeterpreise reicht dabei von EUR 149 bis EUR 854 je Quadratmeter.

ABBILDUNG 16: EINKAUFSPREISE JE QUADRATMETER IM ÜBERBLICK



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Leerstandsquote im Normalfall im niedrigen einstelligen Prozentbereich

Bei der Vermietung fallen allenfalls temporäre Leerstände an, insbesondere im Zuge von Nachvermietungen. Aufgrund der niedrigen Kaufpreise kann B-A-L Germany Kaltmieten aufrufen, die selbst in den strukturschwachen Regionen eine vollständige Vermietung wahrscheinlich machen. Leerstände entstehen Angabe gemäß vor allem dann, wenn im größten Standort des Unternehmens, einem Studentenwohnheim in Mittweida, Studenten vor Beendigung ihres Studiums ausziehen und die jeweilige Wohnung in der Ferienzeit zwischen zwei Semestern über einen kurzen Zeitraum von zwei Monaten nicht sofort anschlussvermietet werden kann.

Zum Ende des letzten Geschäftsjahres waren laut Angabe der Gesellschaft rund 97% der Wohnimmobilien vermietet.

TABELLE 9: LEERSTANDSQUOTEN IM ÜBERBLICK

		2015	2016	2017	2018
Leerstandsquote	%	5%	0%	0%	3%
Leerstand	qm	19	0	0	49

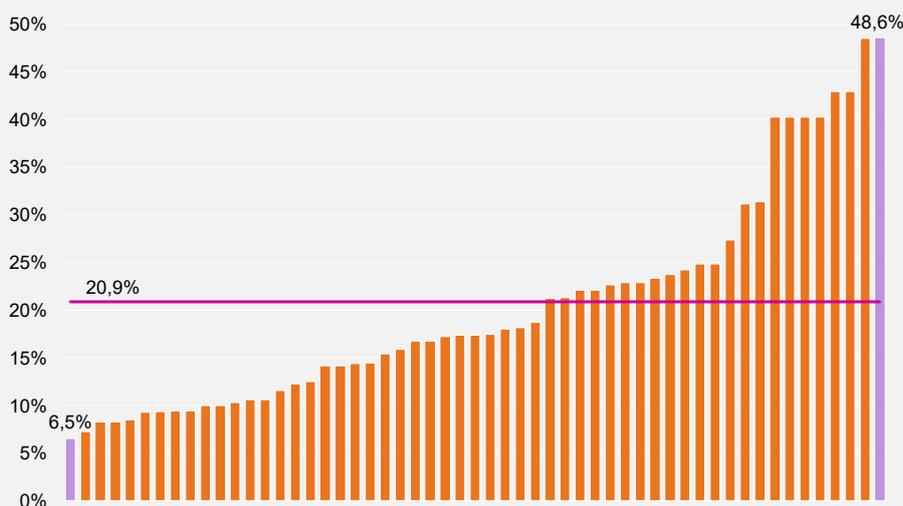
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Mietrenditen größtenteils im zweistelligen Prozentbereich

Aufgrund der niedrigen Einkaufspreise gelingt es B-A-L Germany, vergleichsweise hohe Mietrenditen zu realisieren. So liegen die Mietrenditen bezogen auf die Bruttoeinkaufspreise inklusive Kaufnebenkosten und zwischenzeitlich durchgeführten Renovierungsmaßnahmen im Durchschnitt bei 20,9%; die Spannbreite der Mietrenditen reicht dabei von 6,5% bis 48,6%:

Durch den Fokus auf den ländlicheren Raum ist B-A-L Germany nicht von staatlichen Regulierungseingriffen wie der Mietpreisbremse betroffen.

ABBILDUNG 17: MIETRENDITEN



Die realisierten Mietrenditen liegen zwischen 6,5% und 48,6%. Im Konzerndurchschnitt liegen die Mietrenditen bei 20,9% und damit deutlich über den typischerweise von Immobilienbestandshaltern erreichten Ertragsniveaus.

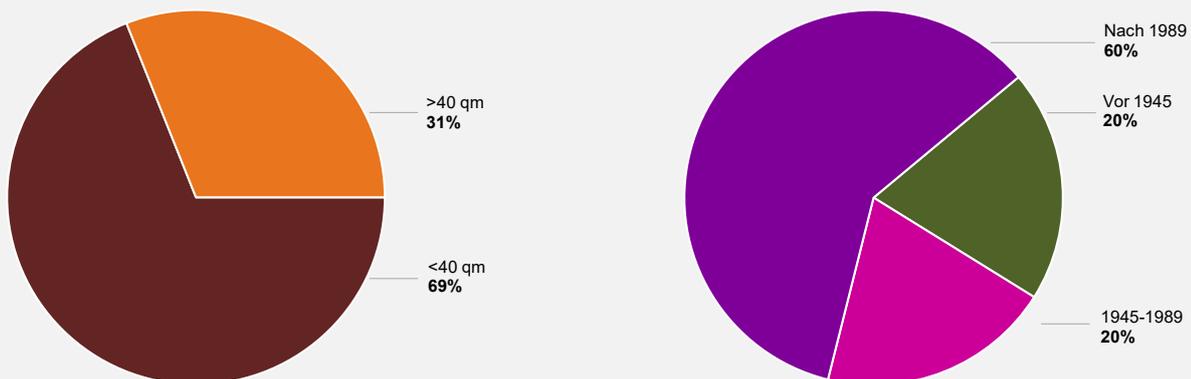
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Kriterien für den Ankauf einer Wohnimmobilien

B-A-L Germany hat sich klare formale Kriterien gesetzt, die als Voraussetzungen für den Erwerb einer Wohnimmobilie erfüllt sein müssen. Zu diesen zählen:

- ⑤ Umfeld der sächsischen Großstädte
- ⑤ Anbindung an die Autobahnen A 4, A 13, A 14 oder A 17
- ⑤ Einzeleinheiten oder kleine Portefeuilles
- ⑤ Hohes Auslastungs- oder Wertsteigerungspotenzial

ABBILDUNG 18: BESTANDSPORTEFEUILLE: AUFTEILUNG NACH WOHNUNGSGRÖSSE (LS) UND BAUJAHR (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Zur besseren Akquise von Immobilien nimmt B-A-L Germany gezielt an Eigentümerversammlungen teil, da hierdurch Miteigentümer angesprochen werden können. Darüber hinaus stellen Hausverwaltungen, bevorzugt Immo-Plan, dem B-A-L Germany-Vorstand in regelmäßigen Abständen ihre aktuellen Verkaufsobjekte vor.

ABBILDUNG 19: BESTANDSPORTEFEUILLE: OYBIN (LS) UND GRIMMA (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

#### Innovative Bewertungs- und Pflege-App „RESCORE“

Als entscheidender Vorteil im Ankauf von Wohnimmobilien erweist sich dabei das interne Bewertungs-Tool „RESCORE“. Dieses ist eine App, mit deren Hilfe B-A-L Germany nach eigenen Angaben binnen zumeist einer Stunde einen indikativen Budgetpreis abgeben kann. Sie steht bislang ausschließlich den vier Stammaktionären der

Gesellschaft zur Verfügung, die damit die angebotenen Immobilien priorisieren und über den Kauf einer Immobilie abstimmen können. Bei Einstimmigkeit in der Entscheidung wird die Immobilie erworben. Anschließend werden deren Objektdaten und Dokumente über die Plattform eingegeben und gepflegt. Gegenwärtige wird zudem eine DATEV-Anbindung programmiert, so dass die App mittelfristig auch als Buchhaltungsprodukt zum Einsatz kommen kann.

ABBILDUNG 20: SCREENSHOT RESCORE

my.rescore

Bestand / #11 / #175

**04720 Döbeln, Staupitzstraße 17**  
EG, Mitte rechts (SE 003)

**Status**

Status:	Bezahlt
Abstimmung:	☆ Abstimmen
Nutzen/Lasten seit:	01.04.2019
Eingestellt von:	Falko Zschunke
Eingestellt am:	27.12.2018 um 21:00

**Investition**

Rendite (Soll):	12.5 % / 11.6 %
Rendite (Ist):	18.6 % / 9.2 %
Status Amortisation:	-16,620.91 / -34,743.91
Kaufpreis:	15,000.00 / 31,000.00
Nebenkosten Kauf:	2,720.91 / 4,843.91
Investitionen:	0.00 / 0.00
Ergebnis:	1,100.00 / 1,100.00
Ergebnis (Jahr):	1,100.00 / 0.00
Instandhaltungsrücklage:	450.65 / 450.65
Kaufpreis/m²:	405.41 / 348.31
Kaufpreisteil Objekt:	13,531.68 / 27,468.47
Kaufpreisteil Grundstück:	1,468.32 / 3,531.53
Status Abschreibung:	15,564.66 / 32,358.24
Stille Reserve:	0.00 / 0.00

**Nutzung**

Vermietet:	Ja / Ja
Vermietet seit:	15.03.2019 / 01.08.2018
Jahresmiete (Soll):	2,220.00 / 4,140.00
Monatsmiete (Soll):	185.00 / 345.00
Monatsmiete/m² (Soll):	5.00 / 3.88
Mieteinnahmen:	740.00 / 740.00

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

# Unternehmensgeschichte, Management, Aktionärsstruktur und Unternehmensstrategie

Die 2014 gegründete B-A-L Germany ist eine Wohnimmobilien-gesellschaft mit Fokus auf Bestandsimmobilien in D-Lagen im Bundesland Sachsen.

## Überblick über die Unternehmensgeschichte

Nachfolgende Abbildung 21 gibt einen Überblick über die Unternehmensgeschichte von B-A-L Germany:

ABBILDUNG 21: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK

Unternehmen	Kapitalmaßnahmen	Immobilienportefeuille
<b>02/2014</b> Gründung der B-A-L Germany GmbH	<b>12/2014</b> Kapitalerhöhung auf EUR 0,050 Mio.	<b>2015</b> Anzahl Wohnungen: 16 Wohnfläche: 383 qm Nettomiete/qm: EUR 5,88 Leerstand: 5%
<b>02/2015</b> Umwandlung in die B-A-L Germany AG	<b>07/2017</b> Kapitalerhöhung auf EUR 0,550 Mio.	<b>2016</b> Anzahl Wohnungen: 17 Wohnfläche: 432 qm Nettomiete/qm: EUR 5,70 Leerstand: 0%
<b>10/2018</b> Einführung von Vorzugsaktien	<b>05/2018</b> Kapitalerhöhung auf EUR 0,600 Mio.	<b>2017</b> Anzahl Wohnungen: 32 Wohnfläche: 840 qm Nettomiete/qm: EUR 5,21 Leerstand: 0%
<b>01/2019</b> Börsengang am 3. Markt der Wiener Börse (heute Vienna MTF)	<b>11/2018</b> Kapitalerhöhung auf EUR 0,800 Mio.	<b>2018</b> Anzahl Wohnungen: 48 Wohnfläche: 1.648 qm Nettomiete/qm: EUR 4,46 Leerstand: 3%
<b>H2/2019</b> Zweitlisting an der Börse Stuttgart	<b>07/2019</b> Kapitalerhöhung auf EUR 1,600 Mio.	<b>H1/2019</b> Anzahl Wohnungen: 56 Wohnfläche: 2.258 qm Nettomiete/qm: EUR 4,84 Leerstand: 3%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Alleinvorstand

Der Vorstand von B-A-L Germany besteht aktuell aus einer Person:

- Ⓢ **Falko Zschunke** ist Alleinvorstand der Gesellschaft. In den 1990er-Jahren war er zunächst in leitender Funktion eines sächsischen Bauunternehmens tätig. Nach Abklingen des Baubooms wechselte er nach Russland und führte für das deutsche Projektmanagementbüro Thost Grundstücksbewertungen und komplexe Genehmigungsverfahren für westeuropäische Kunden durch. Nach seiner Rückkehr nach

Deutschland im Jahr 2014 baute er die damals neu gegründete B-A-L Germany GmbH zur börsennotierten Immobiliengesellschaft aus.

Unterstützt wird Herr Zschunke durch einen operativ engagierten Aufsichtsrat, der sich aus folgenden Personen zusammensetzt:

- ⑤ **Bernd Albrecht** (Vorsitzender des Aufsichtsrats) ist Gründer der B-A-L Germany. Er ist seit Ende der 1990er-Jahre als Immobilieninvestor tätig.
- ⑤ **Ute Spengler (Stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende)** ist im Facility Management, insbesondere im Gesundheitsmanagement, tätig. In diesem Bereich ist sie in leitender Funktion in einem mittelständischen Unternehmen tätig.
- ⑤ **Dennis van Diemen (Aufsichtsrat)** ist in der Geschäftsführung eines Logistikunternehmens in Moskau tätig. Seit 2011 ist er einer der beherrschenden Anteilseigner des russischen Immobilienentwicklers Vodi Russia LLC.
- ⑤ **Frank Richter (Aufsichtsrat)** war Inhaber und Geschäftsführer der Wohnungsverwaltungs- und Maklergesellschaft Immo-Plan in Döbeln.

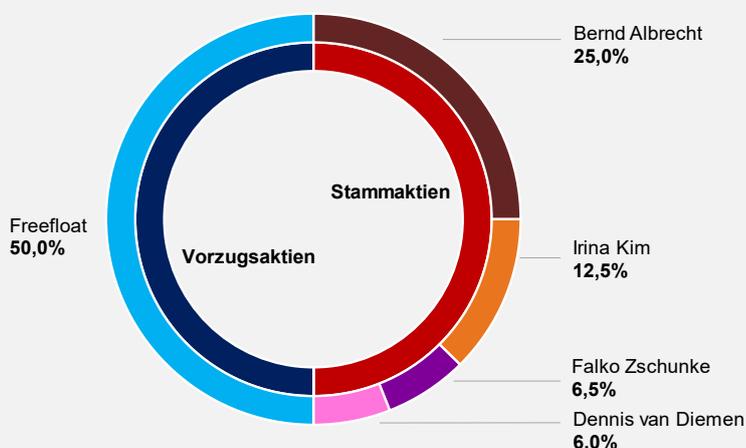
**Das Grundkapital der in Meißen ansässigen Gesellschaft besteht aktuell aus EUR 1,6 Mio. Es setzt sich aus jeweils 0,8 Mio. Stück Stamm- und Vorzugsaktien zusammen. Die wesentlichen Stammaktionäre der Gesellschaft sind vier Privatpersonen bzw. die von ihnen gehaltenen Beteiligungsgesellschaften. Die Vorzugsaktien sind breit gestreut. Der Free Float liegt damit bei 50,0%.**

### 1,6 Mio. Stück ausstehende Aktien

Seit Januar 2019 sind die Aktien der B-A-L Germany AG im Direct Market der Wiener Börse notiert. Im Juli 2019 erfolgte das Zweitlisting im Freiverkehr der Börse Stuttgart. Nach einer Kapitalerhöhung Mitte 2019 setzt sich das Grundkapital der Gesellschaft von EUR 1,6 Mio. aus 0,8 Mio. Stück Stammaktien und 0,8 Mio. Vorzugsaktien mit einem Nennwert von EUR 1,00 je Aktie zusammen. Während die Stammaktien mit Ausnahme von Frau Irina Kim, einer Finanzinvestorin, von den Firmengründern (Vorstand und Aufsichtsrat) gehalten werden, sind die Vorzugsaktien breit gestreut.

Die Aktien von B-A-L Germany werden am Direct Market (vormals Dritter Markt) der Börse Wien und im Freiverkehr der Börse Stuttgart gehandelt.

ABBILDUNG 22: AKTIONÄRSSTRUKTUR GESAMTKAPITAL



Aktuell liegt die Zahl der Vorzugsaktien auf dem gesetzlich möglichen Höchstwert von 0,8 Mio. Stück.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Stammaktien werden von vier Privatpersonen gehalten**

Die Stammaktien der Gesellschaft werden von vier Aktionären mit Beteiligungsquoten zwischen 6,0% und 25,0% gehalten. Größter Einzelaktionär der Gesellschaft ist mit einem Anteilsbesitz von 25,0% (50,0% der Stammaktien) der Unternehmensgründer Bernd Albrecht, der heute im Aufsichtsrat der Gesellschaft sitzt und dort nach unserer Einschätzung eine vergleichsweise aktive Rolle innehat. 12,5% des Grundkapitals (25,0% der Stammaktien) werden von Irina Kim gehalten, 6,5% bzw. 6,0% (13,0% bzw. 12,0% der Stammaktien) vom Alleinvorstand Falko Zschunke und dem Aufsichtsratsmitglied Dennis van Diemen.

Mit dem gesetzlich festgelegten Höchstwert von 800.000 Stück wurden die Vorzugsaktien ausschließlich bei Privataktionären platziert. Der Free Float des Gesamtkapitals liegt damit bei 50,0%. Bei einem Aktienkurs von EUR 6,05 beläuft sich die Marktkapitalisierung des Free Float folglich auf EUR 9,7 Mio.

**Unternehmensstrategie**

Strategie des Unternehmens ist es, den Immobilienbestand sukzessive auszubauen, um von dadurch entstehenden Größenvorteilen zu profitieren. Das ausgegebene Ziel lautet dabei, bis 2020e einen Bestand von mehr als 5.000 qm zu halten. Darüber hinaus ist es die Strategie des Unternehmens

- ⑤ Immobilien auch in anderen Orten und Städten Sachsens und
- ⑤ auch in benachbarten ostdeutschen Bundesländern anzukaufen,
- ⑤ ggf. und ausschließlich opportunistisch kleinere Immobiliengesellschaften zu übernehmen und zu integrieren.

# Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Stärken** von B-A-L Germany:

Stärken

- ⑤ **Spitzes Geschäftsmodell:** Im Gegensatz zu vielen anderen, auch börsennotierten Immobiliengesellschaften weist B-A-L Germany ein sehr spitzes Geschäftsmodell auf. Mit einem auf Immobilien außerhalb der großen Städte des Freistaats Sachsen und die Assetklasse Wohnimmobilien spezialisierten Know-how, das in dieser Zuspitzung in Deutschland von keinem anderen Immobilienbestandhalter betrieben wird, ist B-A-L Germany nach eigenen Angaben einer der führenden Anbieter und damit nach unserer Einschätzung gut positioniert, sich bietende Marktchancen in Ostdeutschland zu nutzen.
- ⑤ **Kleinteilige Ausrichtung im Immobilienerwerb:** B-A-L Germany erwirbt keine Immobilienportefolios, sondern ausschließlich Einzelobjekte. Während die kapitalkräftigen börsennotierten Immobilienkonzerne in dieser Nische nicht präsent sind, verfügen Privatpersonen in der Regel nicht über die erforderlichen finanziellen Mittel, um langfristig mit B-A-L Germany mitbieten zu können. Allerdings wird durch diese arbeitsintensive Ausrichtung die weitere Wachstumsgeschwindigkeit limitiert.
- ⑤ **Deutlich zweistellige Mietrenditen:** Aufgrund der niedrigen Einkaufspreise gelingt es B-A-L Germany, vergleichsweise hohe Mietrenditen zu realisieren. So liegen die Mietrenditen bezogen auf die Bruttoeinkaufspreise inklusive Kaufnebenkosten und zwischenzeitlich durchgeführten Renovierungsmaßnahmen im Durchschnitt bei 20,9%; die Spannbreite reicht dabei von 6,5% bis 48,6%.
- ⑤ **Keine Bedrohung durch staatliche Regulierung:** Durch den Fokus auf den ländlicheren Raum ist B-A-L Germany nicht von staatlichen Regulierungseingriffen wie der Mietpreisbremse betroffen, da diese (bislang) auf Metropol- und Großstädte ausgerichtet sind.
- ⑤ **Cashflow-orientiertes Geschäftsmodell:** Im Gegensatz zu nach IFRS bilanzierenden Immobilienbestandhaltern, deren Ertragslage zum großen Teil von regelmäßigen Aufwertungen des Immobilienbesitzes abhängt, stehen die Wohnimmobilien von B-A-L Germany zu den Anschaffungs- und Herstellkosten in der HGB-Bilanz. Damit ergibt sich eine weitgehende Deckungsgleichheit der Ertrags- und Cashflow-Entwicklung.
- ⑤ **Management mit langjähriger Erfahrung im Immobilienmanagement:** Vorstand und Aufsichtsrat von B-A-L Germany weisen jahrzehntelange Erfahrungen im Erwerb und der Bestandshaltung von Wohnimmobilien auf. Darüber hinaus sind sie als Firmengründer nach wie vor in erheblichem Maße am Unternehmen beteiligt, so dass aus unserer Sicht eine Deckung von Organ- und Aktionärsinteressen vorhanden ist.
- ⑤ **Sehr solide Bilanzstruktur:** Zum Jahresende 2018 war B-A-L Germany brutto unverschuldet. Netto, also nach Berücksichtigung der Excess-Cash-Position, bestand zum Jahresende 2018 eine Finanzposition von EUR 0,5 Mio. Dass ein Immobilienbestandhalter keine zinstragenden Verbindlichkeiten in der Bilanz stehen hat, ist sehr ungewöhnlich und auf den kleinteiligen Erwerb von Immobilienbeständen zurückzuführen, der von hiesigen Geschäftsbanken aufgrund hoher Fixkosten nicht unterstützt wird.

- ⑤ **Durchführung weiterer Kapitalerhöhungen:** Wir gehen davon aus, dass B-A-L Germany in den kommenden Jahren weitere Kapitalerhöhungen durchführen wird. In der Vergangenheit waren Barkapitalerhöhungen für die Aktionäre stets werterhöhend.
- ⑤ **Ausbau der Finanzberichterstattung:** Der Vorstand von B-A-L Germany hat angekündigt, ab dem kommenden Jahr das Financial Reporting weiter zu verbessern. Damit schließt der Vorstand an die bisherige Praxis an, den Kapitalmarkt mit Unternehmensberichten und Pressemeldungen zu versorgen, deren Detaillierung weit über das hinausgeht, was für ein Unternehmen im nicht-regulierten Freiverkehr angezeigt wäre.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von B-A-L Germany: **Schwächen**

- ⑤ **Fehlende langfristige Historie:** In der aktuellen Unternehmensstruktur existiert B-A-L Germany erst seit kurzer Zeit. Unsere kurz- und mittelfristigen Finanzprognosen sind daher mit großer Unsicherheit verbunden, insbesondere in Bezug auf den Ausbau des Immobilienbestands, die erwartete Umsatz- und Ertragsentwicklung, die strategische Ausrichtung und eine erfolgreiche Personalrekrutierung.
- ⑤ **Verbesserungsfähige Profitabilität:** Mit dem Erreichen des Break-Even in diesem Jahr könnte die Umsatz- und Ertragslage von anderen Marktteilnehmern als enttäuschend eingeschätzt werden. Bislang hat B-A-L Germany nicht den Beweis erbringen können, dass das angebotene Geschäftsmodell überhaupt nachhaltig profitabel gestaltet werden kann, allerdings sind gerade in den vergangenen beiden Jahren erhebliche Einmalaufwendungen aus dem Börsenlisting und den Kapitalerhöhungen angefallen, die sich bei B-A-L Germany überproportional auf die Ergebnissituation auswirken.
- ⑤ **Mögliche Interessenskonflikte:** Neben seiner Tätigkeit als Alleinvorstand bei B-A-L Germany ist Falko Zschunke Geschäftsführer bei der tschechischen USK Chomutov, die ein ähnliches Geschäftsmodell wie B-A-L Germany – allerdings in Tschechien – betreibt. Aus dieser Konstellation ergibt sich für die Aktionäre von B-A-L Germany der Vorteil, dass für Herrn Zschunke keine Lohn- und Gehaltszahlungen anfallen, allerdings könnten sich Interessenskonflikte ergeben, etwa beim Einkauf von Immobilien.
- ⑤ **Reputationsrisiko aus Kursentwicklung:** Seit 2018 ist B-A-L Germany im Freiverkehrsegment der Börse Wien, dem Vienna MTF, notiert. Nach der Notierungsaufnahme wurden die Aktien aus unserer Sicht zu kaum nachvollziehbaren Börsenkursen gehandelt, die weder von der bisherigen operativen Ertragsentwicklung des Unternehmens, noch von den Bewertungskennzahlen börsennotierter Immobilienbestandshalter gedeckt werden, sondern nach unserer Einschätzung auf das Verhalten weniger Marktteilnehmer zurückzuführen sind. Für B-A-L Germany könnten sich daraus nach unserer Einschätzung Reputationsrisiken aus einem möglichen Kursverfall einstellen.
- ⑤ **Abhängigkeiten vom Management:** B-A-L Germany ist nach unserer Einschätzung in erheblichem Maße davon abhängig, dass der derzeitige Alleinvorstand im Unternehmen verbleibt.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie B-A-L Germany tätig ist: **Chancen**

- ⑤ **Anhaltender Immobilienboom, insbesondere in Ostdeutschland:** Angesichts einer anhaltenden Reindustrialisierung, verbunden mit dem Aufbau eines

vornehmlich mittelständisch geprägten verarbeitenden Gewerbes mit deutlich steigenden Bevölkerungs- und Haushaltszahlen dürften die Preise für Wohnimmobilien in Ostdeutschland weiter steigen.

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie B-A-L Germany tätig ist: **Risiken**

- Ⓢ **Gefahren aus einem Ende des Zinszyklus:** Eine weitere Regulierung der Wohnimmobilienmärkte könnte das Vertrauen von Kapitalinvestoren in den deutschen Immobilienmarkt insgesamt belasten. Entsprechende negative Folgen auf die Entwicklung der Aktienkurse wären die Folge.
- Ⓢ **Belastungen durch soziale Konflikte:** Die soziale und wirtschaftliche Polarisierung in Ostdeutschland ist ein Risikofaktor für den dortigen Wirtschaftsstandort, insbesondere wenn junge Menschen und innovative Unternehmen von einem Zuzug abgeschreckt oder deshalb Investitionsentscheidungen zu Ungunsten von Ostdeutschland nach Westdeutschland verlagert werden. Damit könnte der wirtschaftliche Aufholprozess der ostdeutschen Regionen ins Stocken geraten.
- Ⓢ **Risiken aus Mietpreisbremse:** Die Attraktivität von Wohnimmobilien ist insbesondere durch steigende Refinanzierungskosten und eine weitere Regulierung der Wohnimmobilienmärkte (Stichwort Mietenbremse) gefährdet. Damit könnte mittelfristig die Kaufen-Mieten-Entscheidung häufiger zu Gunsten der Miete ausfallen, was die Bestandshaltung von Immobilien unattraktiv machen würde.

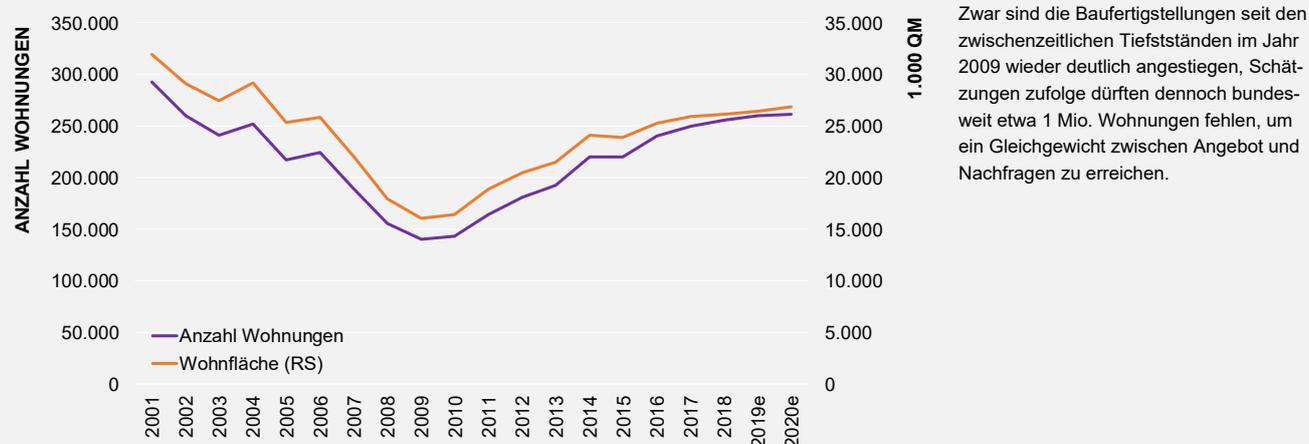
## Der ostdeutsche Markt für Wohnimmobilien

Der deutsche Wohnimmobilienmarkt hat im vergangenen Jahr mit EUR 16,8 Mrd. das zweithöchste Transaktionsvolumen in der deutschen Geschichte verzeichnet. Nur im Jahr 2015 lag das Wohntransaktionsvolumen mit knapp EUR 20 Mrd. noch höher. Getrieben von einem weit überdurchschnittlichen Wachstum beim Bruttoinlandsprodukt, rückläufigen Arbeitslosenzahlen und einem wachsenden Zuzug aus den osteuropäischen Ländern steht nun auch der ostdeutsche, insbesondere der sächsische Wohnimmobilienmarkt vor einer Renaissance.

### Knaptheiten auf der Angebotsseite

Unverändert ist der bundesdeutsche Markt für Wohnimmobilien weit von einem Gleichgewichtszustand entfernt. Im Gegenteil: Alle Faktoren, die in den vergangenen Jahren zu der Angebotsknappheit beigetragen haben, bestehen unverändert fort. Auch wenn die Neubautätigkeit seit den Tiefstständen 2009 wieder deutlich angezogen hat (vgl. nachstehende Abbildung 23), dürften bundesweit derzeit mehr als 1 Mio. Wohnungen fehlen, insbesondere in den städtischen Gebieten. Als Hauptursachen für dieses Ungleichgewicht sind auf der Angebotsseite zu nennen **(1)** ein Mangel an Bauland, **(2)** seit Jahren anziehende Baukosten und **(3)** ein seit Jahren zu beobachtender Mangel an Fachkräften auf dem Bauarbeitsmarkt.

ABBILDUNG 23: BAUFERTIGSTELLUNGEN IN DEUTSCHLAND, 2001-20E

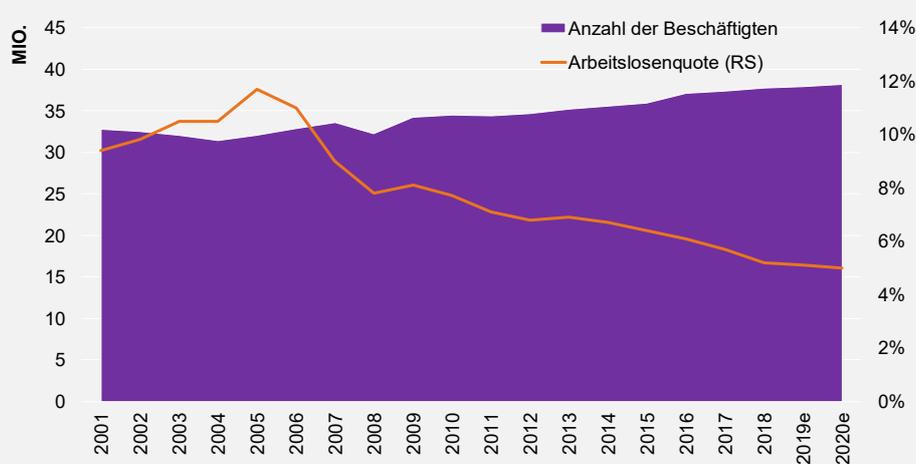


QUELLE: RIWIS, STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL

### Treiber auf der Nachfrageseite

Gleichzeitig bleibt die Nachfrage nach Wohnimmobilien ungebrochen. Hauptauslöser sind **(1)** eine niedrige Arbeitslosenquote bei gleichzeitig steigenden Arbeitseinkommen und Vermögen, **(2)** historisch niedrige Refinanzierungszinsen, **(3)** die unverändert bestehende Nettozuwanderung auch in eher infrastrukturschwache Regionen sowie **(4)** der anhaltende Trend zu Einpersonenhaushalten.

ABBILDUNG 24: ARBEITSLIENQUOTE UND ANZAHL DER BESCHÄFTIGTEN, 2001-20E



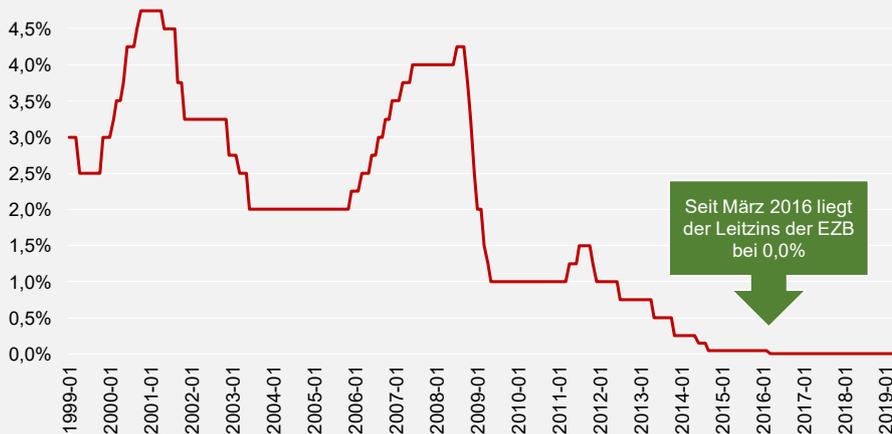
Die gute Verfassung der deutschen Wirtschaft dokumentiert sich insbesondere am Arbeitsmarkt. Mit Ausnahme der Finanzkrise 2009 ist die Arbeitslosenquote in den vergangenen 20 Jahren stetig gesunken und hat sich von einem Höchstwert von 11,7% im Jahr 2005 auf einen Tiefstwert von 5,2% im Jahr 2018 abgebaut.

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL

### Keine Zinswende in Sicht

Seit März 2016 befindet sich der Leitzins der EZB auf einem historischen Tiefstand von 0,0%. Auch wenn die US Federal Reserve die Funds Rate mehrfach angehoben hat, wird im Allgemeinen nicht mit einer Zinswende gerechnet, so dass sich am Niedrigzinsumfeld der Eurozone kurzfristig aus unserer Sicht nichts ändern wird.

ABBILDUNG 25: ZINSENTWICKLUNG, 2001-20E



In dem seit Jahren anhaltenden Niedrigzinsumfeld profitiert der Immobilienmarkt auch von einem Mangel an Investitionsalternativen.

QUELLE: EZB, SPHENE CAPITAL

### Nachfrageüberhang hat deutliche Preissteigerungen zur Folge

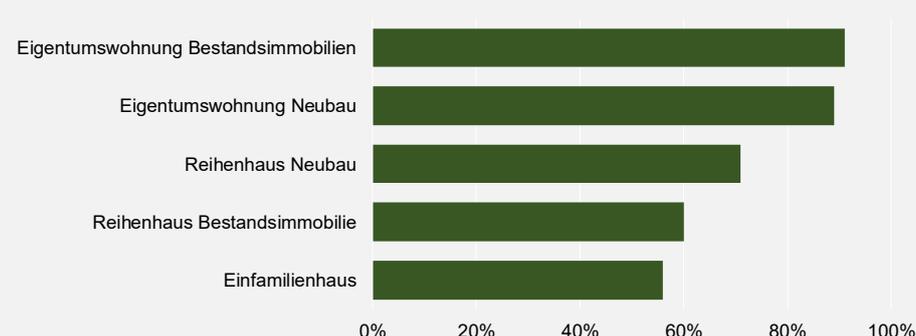
Die ausgeprägte Angebotsknappheit insbesondere in den westdeutschen Groß- und Metropolstädten hat die Wohnungs- und Hauspreise im vergangenen Jahrzehnt deutlich erhöht. Laut Angaben der Bundesbank lag der Anstieg im Zeitraum 2009-18 in den sieben A-Städten (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart) bei rund 95%. Auch in den 14 B- und 22 C-Städten, also Großstädten mit

B-Städte:	C-Städte:	
Bochum	Aachen	Mönchengladbach
Bonn	Augsburg	Mülheim (Ruhr)
Bremen	Bielefeld	Offenbach
Dortmund	Braunschweig	Osnabrück
Dresden	Darmstadt	
Duisburg		

nationaler und regionaler Bedeutung bzw. wichtigen Städten mit regionaler und eingeschränkt nationaler Bedeutung, legten sie im Durchschnitt um 70% zu. Selbst in kleinen, regional fokussierten Standorten mit zentraler Funktion für ihr direktes Umland (D-Städte) lag der Anstieg bei 60%. Bemerkenswert hierbei ist, dass trotz bestehender absoluter Niveauunterschiede die prozentualen Preisentwicklungen in West- und Ostdeutschland über alle Immobilientypen nahezu identisch waren.

Essen	Erfurt	Potsdam
Hannover	Erlangen	Regensburg
Karlsruhe	Freiburg	Rostock
Leipzig	Heidelberg	Saarbrücken
Mannheim;	Kiel	Wuppertal
Münster	Lübeck	
Nürnberg	Magdeburg	
Wiesbaden	Mainz	

ABBILDUNG 26: VERÄNDERUNG DER DURCHSCHNITTLICHEN IMMOBILIENPREISE, 2009-18



Auch für 2019e und 2020e werden deutschlandweit steigende Immobilienpreise erwartet – wenngleich aufgrund der zu beobachtenden konjunkturellen Abkühlung mit rückläufiger Tendenz –, was eine weitere Verringerung der Mietrenditen zur Folge haben dürfte. Der jetzt bereits elfjährige Hauspreiszyklus dürfte jedoch nach unserer Einschätzung noch mindestens zwei weitere Jahre andauern.

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL

### Der aktuelle Hauspreiszyklus dürfte noch über das Jahr 2020e andauern

Erfahrungsgemäß haben Hauspreiszyklen – ähnlich wie Konjunkturzyklen – eine Länge von fünf Jahren. Dementsprechend ist der nun elfjährige Hauspreiszyklus in Deutschland überdurchschnittlich lang und es stellt sich die Frage, ob dessen Ende unmittelbar bevorsteht. Nach unserer Einschätzung sind für ein solches Szenario unterschiedliche Auslöser vorstellbar, deren Eintrittswahrscheinlichkeit wir in nachfolgender Tabelle 10 zusammengefasst haben.

Da das Transaktionsvolumen des Vorjahres deutlich stärker als die Anzahl der gethandelten Wohneinheiten anstieg, lässt sich der Anstieg des Transaktionsvolumens zum überwiegenden Teil auf ein Preiswachstum zurückführen. So lag der Preis einer Wohneinheit im vergangenen Jahr bei ca. EUR 133.500 (+9% YoY).

TABELLE 10: MÖGLICHE AUSLÖSER FÜR EIN ENDE DES AKTUELLEN HAUSPREISZYKLUS

Auslöser	Wahrscheinlichkeit in		Kommentar
	2019e	2020e	
Deutliche Ausweitung des Immobilienangebots			Angesichts der anhaltend wirksamen Bremsfaktoren für den Neubau kurz- bis mittelfristig höchst unwahrscheinlich
Deutlicher Rückgang des Bevölkerungszuzugs			Bundesbank erwartet Nettozuwanderung von 1,2 Mio. für den Zeitraum 2018-20.
Deutliche Anhebung der Hypothekenzinsen			Mit dem sich abzeichnenden konjunkturellem Abschwung ist eine Zinswende in Europa vorerst unwahrscheinlich
Deutlich steigende Kaufpreise bei gleichzeitig stabilen Mieten			Nicht zuletzt infolge regulatorischer Eingriffe des Staates dürfte die Mieten-Kaufen-Entscheidung immer häufiger zu Gunsten der Miete ausfallen

QUELLE: BUNDESBANK, SPHENE CAPITAL

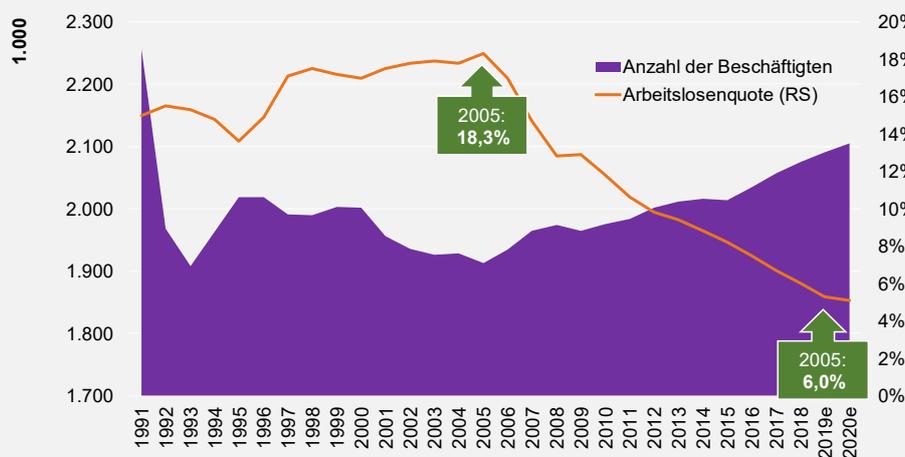
**Begünstigt durch Sonderabschreibungen und staatliche Förderungsmaßnahmen wurden in den Nachwendejahren zahlreiche Neubau- und Sanierungsprojekte durchgeführt und an vorwiegend Privatinvestoren aus Westdeutschland verkauft. Gleichzeitig wurden die kommunalen Wohnungsbestände privatisiert, deren Käufer vor allem die damaligen Mieter waren. Auf dieses Überangebot trafen Ost-West-Migration und Geburtenrückgang, was auch durch Abrisse – etwa von Plattenbauten – nicht beseitigt werden konnte. Letztere wurden zwischenzeitlich eingestellt, da die Wohnimmobiliennachfrage, ausgehend von einer deutlichen wirtschaftlichen Erholung und rückläufigen Arbeitslosenzahlen, in den vergangenen Jahren massiv anstiegen ist. Inzwischen strahlt das knappe Wohnungsangebot der sächsischen Großstädte zunehmend auch auf das Umland aus.**

### Weiterhin gute wirtschaftliche Fundamentaldaten in Ostdeutschland

Seit 2005 erlebt Ostdeutschland eine wirtschaftliche Renaissance. Diese Reindustrialisierung führte zum Aufbau eines vornehmlich mittelständisch geprägten, verarbeitenden Gewerbes mit deutlich steigenden Bevölkerungs- und Haushaltszahlen. Insbesondere durch den Aufbau einer kleinteiligeren Wirtschaftsstruktur sind die Arbeitslosenquoten innerhalb weniger Jahre von zweistelligen Beträgen auf mittlere einstellige Prozentwerte zurückgegangen. Gleichzeitig haben sich die Beschäftigtenzahlen auf Werte vor der Wiedervereinigung erhöht.

464 der 500 (92,8%) größten deutschen Unternehmen haben ihren Sitz im Westen Deutschlands. Da die Produktivität mit der Betriebsgröße steigt, ist in Ostdeutschland eine geringere Produktivität zu verzeichnen.

ABBILDUNG 27: ARBEITSLOSENQUOTE UND ANZAHL DER BESCHÄFTIGTEN IN SACHSEN, 1991-20E



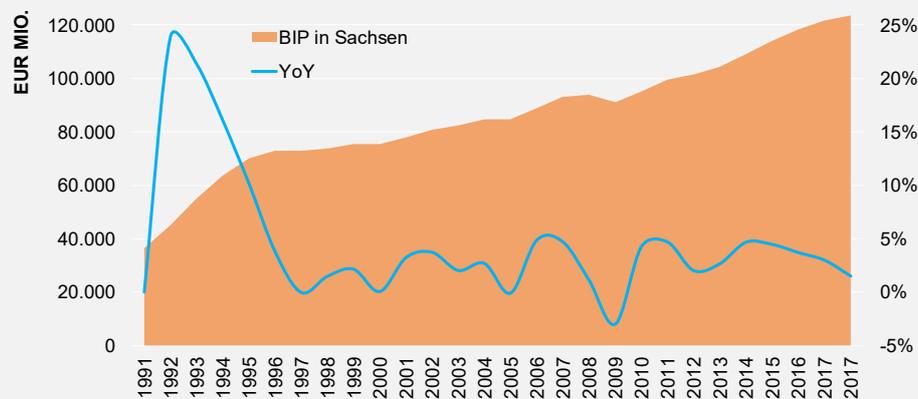
Einer Analyse des Bundesverbands der Deutschen Industrie zufolge belief sich das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf nach der Wiedervereinigung auf ein Drittel des westdeutschen Niveaus, 2017 lag es bei 73,2%. Während sich das Pro-Kopf-Einkommen mehr als verdoppelt hat, ist die Produktivität um das Vierfache angestiegen.

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL

### Sächsisches Bruttoinlandsprodukt steigt auf einen Rekordwert

In aktuellen Preisen lag das Bruttoinlandsprodukt 2017 in Sachsen um 1,4% über seinem Vorjahreswert. Gegenüber 1991, dem ersten Jahr nach der Wiedervereinigung, hat sich das Bruttoinlandsprodukt inzwischen mehr als verdreifacht (CAGR 1991-2017 4,6%). Die größten Wachstumsbeiträge zur Wirtschaftsentwicklung in Sachsen kamen 2017 aus den Bereichen Handel, Verkehr, Gastgewerbe, Information und Kommunikation mit 0,41 Prozentpunkten sowie aus dem Produzierenden Gewerbe (ohne Einbeziehung des Baugewerbes).

ABBILDUNG 28: BRUTTOINLANDSPRODUKT IN SACHSEN, 1991-17



QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL

**Nachfrageüberhang bei Wohnimmobilien**

Die Folge sind eine zunehmende Einwohnerzahl, ein steigender Bedarf an Wohnimmobilien und ein deutlich steigender Flächenbedarf je Wohneinheit. Nachdem die Neubauproduktionen seit der Wiedervereinigung nicht nennenswert belebt wurden – was insbesondere auf langwierige Genehmigungsprozesse zurückzuführen ist –, sind in den vergangenen Jahren die Mieten in Ostdeutschland – vor allem in den Wirtschaftszentren und deren Speckgürteln, aber auch im Umland – angestiegen.

TABELLE 11: DURCHSCHNITTSMIETEN IN AUSGEWÄHLTEN OSTDEUTSCHEN STÄDTEN, 2013 VS. 2018

EUR/QM	Miete 2018	Miete 2013	CAGR 2013-18	EUR/QM	Miete 2018	Miete 2013	CAGR 2013-18
Berlin	11,58	8,21	7,1%	Greifswald	8,00	7,50	1,3%
Brandenburg	5,98	5,16	3,0%	Halle	6,00	5,34	2,3%
Chemnitz	5,04	4,91	0,5%	Jena	8,97	8,61	0,8%
Cottbus	5,94	5,29	2,3%	Leipzig	6,67	5,26	4,9%
Döbeln	4,81	4,72	0,4%	Magdeburg	6,00	5,18	3,0%
Dresden	7,60	6,57	2,9%	Potsdam	10,22	8,55	3,6%
Eisenach	5,94	5,37	2,1%	Rostock	7,51	6,10	4,2%
Erfurt	7,36	6,52	2,5%	Schwerin	6,44	6,02	1,4%
Gera	5,00	4,69	1,3%	Stralsund	6,53	6,05	1,6%
Görlitz	4,85	4,48	1,6%	Weimar	7,28	6,78	1,4%

QUELLE: WÜESTPARTNER, TAG IMMOBILIEN AG, SPHENE CAPITAL

**Weiter steigende Kaufpreise in Ostdeutschland erwartet**

Auslöser der Mietpreissteigerungen waren deutlich steigende Bevölkerungs- und Haushaltszahlen in den ostdeutschen Kommunen, die zum überwiegenden Teil deutlich über jenen in Westdeutschland lagen.

**TABELLE 12: DURCHSCHNITTLICHE KAUFPREISE IN AUSGEWÄHLTEN OSTDEUTSCHEN STÄDTEN, 2013 VS. 2018**

EUR/QM	Kaufpreis 2018	Kaufpreis 2013	CAGR 2013-18	EUR/QM	Kaufpreis 2018	Kaufpreis 2013	CAGR 2013-18
Berlin	5.434	3.492	9,2%	Greifswald	2.525	1.787	7,2%
Brandenburg	2.435	1.638	8,3%	Halle	2.547	2.009	4,9%
Chemnitz	2.343	1.902	4,3%	Jena	3.163	2.267	6,9%
Cottbus	2.171	1.812	3,7%	Leipzig	3.534	2.444	7,7%
Döbeln	1.000	1.130	-2,4%	Magdeburg	2.373	1.940	4,1%
Dresden	3.350	2.591	5,3%	Potsdam	4.836	3.507	6,6%
Eisenach	2.013	2.207	-1,8%	Rostock	3.648	2.916	4,6%
Erfurt	3.032	2.323	5,5%	Schwering	3.004	2.272	5,7%
Gera	2.226	1.549	7,5%	Stralsund	2.247	2.046	1,9%
Görlitz	1.972	1.918	0,6%	Weimar	3.061	2.084	8,0%

QUELLE: WÜESTPARTNER, TAG IMMOBILIEN AG, SPHENE CAPITAL

### Fallende durchschnittliche Mietrenditen

Mit einer Ausnahme (Döbeln, siehe nachstehende Tabelle 13) fielen damit die Mietrenditen trotz steigender Durchschnittsmieten unter die 4%-Marke, mehrheitlich sogar unter die 3%-Marke.

**TABELLE 13: DURCHSCHNITTLICHE MIETRENDITEN IN AUSGEWÄHLTEN OSTDEUTSCHEN STÄDTEN, 2013 VS. 2018**

%	Mietrendite 2018	Mietrendite 2013	%	Mietrendite 2018	Mietrendite 2013
Berlin	2,6%	2,8%	Greifswald	3,8%	5,0%
Brandenburg	2,9%	3,8%	Halle	2,8%	3,2%
Chemnitz	2,6%	3,1%	Jena	3,4%	4,6%
Cottbus	3,3%	3,5%	Leipzig	2,3%	2,6%
Döbeln	5,8%	5,0%	Magdeburg	3,0%	3,2%
Dresden	2,7%	3,0%	Potsdam	2,5%	2,9%
Eisenach	3,5%	2,9%	Rostock	2,5%	2,5%
Erfurt	2,9%	3,4%	Schwering	2,6%	3,2%
Gera	2,7%	3,6%	Stralsund	3,5%	3,5%
Görlitz	3,0%	2,8%	Weimar	2,9%	3,9%

QUELLE: WÜESTPARTNER, TAG IMMOBILIEN AG, SPHENE CAPITAL

# Prognose der Finanzzahlen

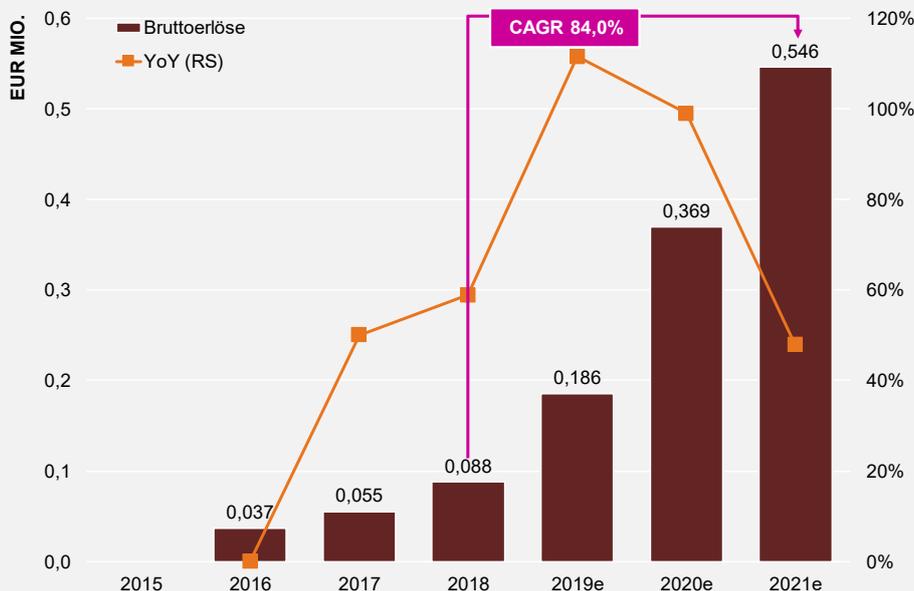
Die aus der Kapitalerhöhung Mitte 2019 zur Verfügung stehende Liquidität wird B-A-L Germany laut eigenen Angaben in den kommenden Monaten in den weiteren Ausbau des Immobilienportefeuilles investieren. Basisbedingt sollte das Unternehmen damit nach unseren Schätzungen hohe prozentuale Umsatzwachstumsraten aufweisen und ergebnisseitig erhebliche Skaleneffekte realisieren können. Dabei profitiert das Unternehmen derzeit von einer schlanken Kostenstruktur, da etwa Personalaufwendungen mit Ausnahme einer Teilzeitkraft nicht anfallen. Wir rechnen für das laufende und das kommende Geschäftsjahr bei konsolidierten Umsätzen von EUR 0,186 Mio. (2019e) bzw. EUR 0,369 Mio. (2020e) mit einem Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) von EUR -0,020 Mio. (2019e) bzw. EUR 0,171 Mio. (2020e). Für das Jahr 2021e, das das Ende unseres Detailplanungshorizonts markiert, rechnen wir mit Erlösen in Höhe von EUR 0,546 Mio. (CAGR 2018-21e 84,0%) und einem EBIT von EUR 0,257 Mio. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 47,1%.

## Deutliche Steigerung der Bruttoerlöse erwartet

Im vergangenen Jahr hat B-A-L Germany gemäß dem nach HGB aufgestellten Konzernabschluss Bruttoerlöse in Höhe von EUR 0,088 Mio. (Vorjahr: EUR 0,055 Mio.) erwirtschaftet. Gegenüber dem Vorjahr entsprach dies einem Umsatzanstieg um 58,9%. Ursächlich für diese Entwicklung war, dass sich die Zahl der Wohnungen auf 46 von 31 und die vermietete Fläche auf 1.590 qm von 840 qm vergrößerten.

Aufgrund des Frühphasen-Charakters des Geschäftsmodells sind unsere Prognosen mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

ABBILDUNG 29: BRUTTOUMSATZ UND BRUTTOUMSATZWACHSTUMSRATE, 2015-21E



In den vergangenen Jahren konnte B-A-L Germany mit geringen finanziellen Mitteln ein Bestandsportefeuille von attraktiven Wohnimmobilien aufbauen. Finanziert durch die kürzlich durchgeführte Kapitalerhöhung rechnen wir für die kommenden Jahre mit einer deutlichen Ausweitung der Geschäftstätigkeit, so dass die Erlöse bis zum Jahr 2021e, in dem das Ende unserer Detailplanungsphase markiert wird, auf dann EUR 0,546 Mio. ansteigen sollten. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) der Konzernerlöse für den Zeitraum 2018-21e von 84,0%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Basis unseres Wachstumsszenarios ist die Kapitalerhöhung 2019, die zu einem Bruttoerlöszufluss von EUR 0,540 Mio. (vor Berücksichtigung von Platzierungskosten) geführt hat. Dieser stellt die Grundlage für einen deutlichen Ausbau des Immobilienportefeuilles dar. Für die kommenden drei Jahre rechnen wir mit einer jährlichen

Aufgrund des Frühphasen-Charakters des Geschäftsmodells sind unsere Prognosen mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

Umsatzwachstumsrate von 84,0%. Damit werden sich die Bruttoerlöse bis 2021e auf voraussichtlich EUR 0,546 Mio. mehr als verfünffachen.

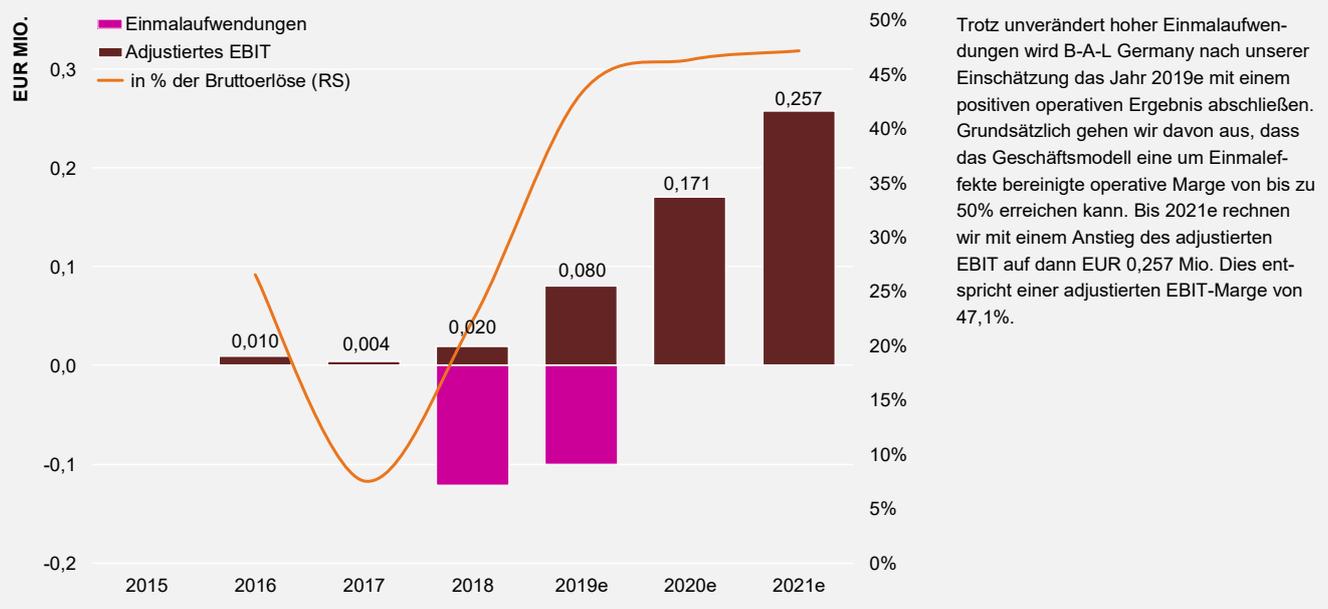
### Betriebliche Kosten bislang von geringer Bedeutung

Das vom Vorstand der B-A-L Germany betriebene Geschäftsmodell sieht vor, dass nahezu sämtliche fixen Kosten an externe Dienstleister outgesourct werden. Dies hat zur Folge, dass derzeit nur eine einzige Teilzeitkraft beschäftigt wird und selbst der Alleinvorstand derzeit kein Gehalt bezieht. Angabe gemäß soll dies auch auf absehbare Zeit so bleiben, zumindest solange das Unternehmen den Break-Even noch nicht erreicht hat.

Zugleich sind 2018 und auch 2019e von hohen sonstigen betrieblichen Aufwendungen aus den durchgeführten Kapitalerhöhungen geprägt, die Einmalcharakter aufweisen und im Jahr 2020e nach unserer Einschätzung nicht mehr anfallen werden.

Damit ergibt sich aus unserer Sicht ein sehr hohes operatives Leverage, so dass B-A-L Germany bis 2021e die Profitabilität signifikant steigern wird.

ABBILDUNG 30: EBIT UND EBIT-MARGE, 2015-21E



Trotz unverändert hoher Einmalaufwendungen wird B-A-L Germany nach unserer Einschätzung das Jahr 2019e mit einem positiven operativen Ergebnis abschließen. Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass das Geschäftsmodell eine um Einmaleffekte bereinigte operative Marge von bis zu 50% erreichen kann. Bis 2021e rechnen wir mit einem Anstieg des adjustierten EBIT auf dann EUR 0,257 Mio. Dies entspricht einer adjustierten EBIT-Marge von 47,1%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Auch auf Nachsteuerebene profitabel

Das netto unverschuldete Unternehmen wird nach unseren Schätzungen auch beim Ergebnis vor und nach Steuern eine mit dem EBIT vergleichbare Entwicklung aufweisen. Für das laufende Jahr 2019e erwarten wir einen Anstieg des Vorsteuerergebnisses auf EUR -0,028 Mio. (2018: EUR -0,107 Mio.). Bis 2021e rechnen wir mit einem Ergebnis vor Steuern von EUR 0,245 Mio. Dies entspricht einer von uns erwarteten Vorsteuerrendite von 44,9%, eine Größenordnung, die aufgrund der bei B-A-L

Infolge einer von uns erwarteten weiterhin fehlenden Nettoverschuldung ergeben sich zwischen EBIT und Ergebnis vor Steuern nur geringfügige Abzugspositionen.

Germany noch möglichen Kostenstrukturen von anderen Immobilienbestandshaltern bei weitem nicht erreicht werden kann.

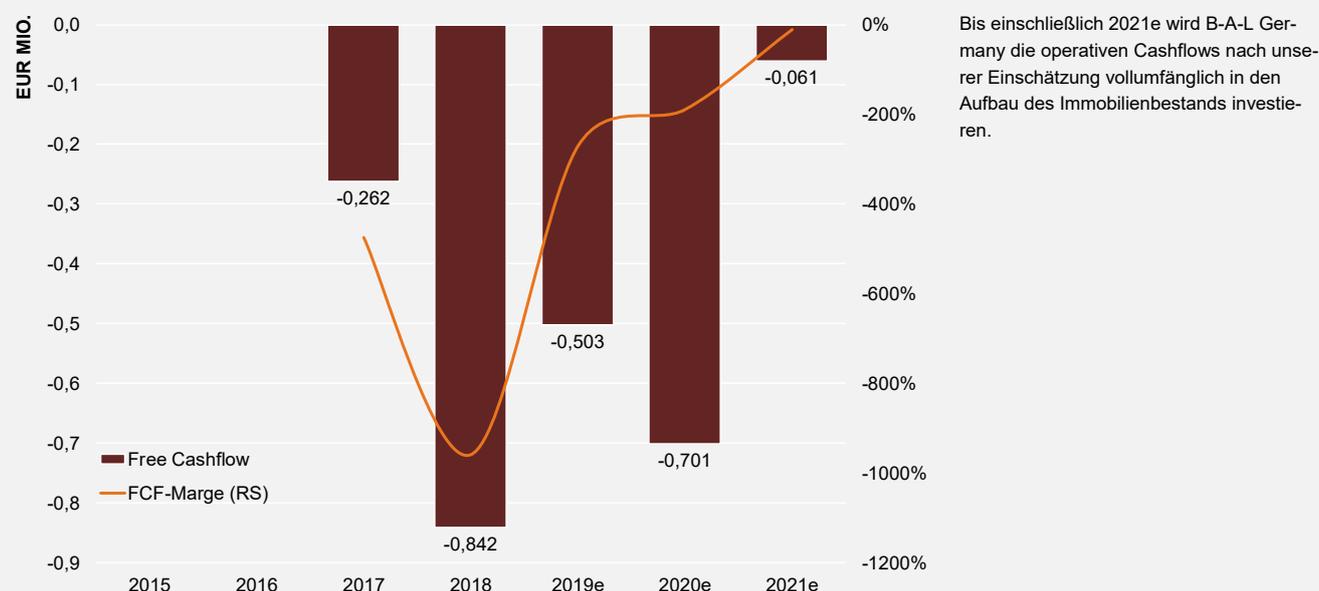
Unter Zugrundelegung einer 25%igen Steuerquote rechnen wir auch beim Nachsteuerergebnis mit einem Anstieg auf dann bis zu EUR 0,184 Mio. (2021e). Bezogen auf 1,6 Mio. Stück Aktien entspricht dies bis zum Jahr 2021e einem Anstieg des EPS auf dann EUR 0,12 je Aktie.

### Capex weiterhin von hoher Bedeutung

Als Immobilienbestandshalter betreibt B-A-L Germany ein kapitalintensives Geschäftsmodell. Der investive Cashflow lag in den vergangenen beiden Jahren Angaben gemäß bei EUR 0,845 Mio. Finanziert wurden die Immobilienerwerbe bislang fast ausschließlich durch die Aufnahme von Eigenkapital, da Geschäftsbanken Angabe gemäß erst bei Erreichen eines bestimmten Mindestvolumens bereit sind, eine von B-A-L Germany übernommene Kleinimmobilie durch die Aufnahme von Fremdkapital zu leveragen.

In den kommenden drei Jahren unserer Detailplanungsperiode haben wir modellimmanent keine weiteren Kapitalerhöhungen modelliert. Sobald die aus der letzten Kapitalerhöhung finanzierten Übernahmen getätigt wurden, wird sich der investive Cashflow nach unseren Schätzungen nur aus dem operativ generierten Cashflow zusammensetzen.

ABBILDUNG 31: FREIE CASHFLOWS UND FCF-MARGE, 2015-21E



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Wir rechnen bis 2021e nicht mit der Aufnahme von Dividendenzahlungen

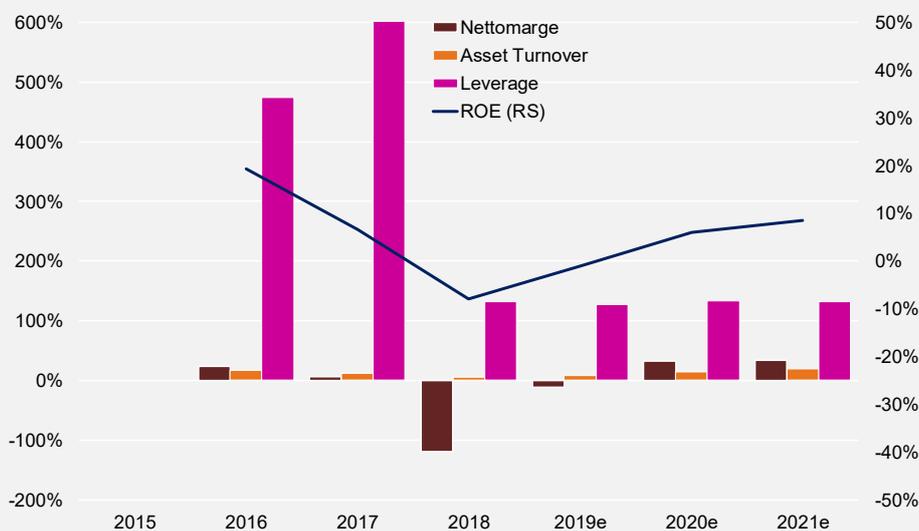
Keine Dividende bis 2021e.

Wir gehen davon aus, dass B-A-L Germany bis zum Ende unseres Detailplanungshorizonts im Jahr 2021e keine Dividenden ausschütten wird.

### Deutliche Verbesserung der Eigenkapitalrendite

Trotz der von uns erwarteten Thesaurierung der Erträge gehen wir davon aus, dass die Eigenkapitalrendite bis 2021e deutlich gesteigert werden kann. Ursächlich hierfür ist nicht nur die erwartete Verbesserung der Ertragslage nach Steuern, sondern auch ein verbesserter Kapitalumschlag (Asset Turnover), der sich nach unseren Schätzungen von 5,0% (2018) auf 19,0% (2021e) nahezu vervierfachen wird. Damit betreibt B-A-L Germany aus unserer Sicht ein nachhaltig wertschöpfendes Geschäftsmodell. Aus nachstehender Abbildung 32 wird ersichtlich, dass wir für die kommenden drei Jahre trotz nahezu konstantem Leverage mit einem Anstieg der Eigenkapitalrendite auf dann 8,5% rechnen.

ABBILDUNG 32: EIGENKAPITALRENDITE, 2015-21E



Trotz der thesaurierungsbedingt deutlichen Erhöhung des Eigenkapitals rechnen wir angesichts steigender Profitabilität und eines steigenden Kapitalumschlags bis 2021e mit einem Anstieg der Eigenkapitalrendite auf dann 8,5% von -7,9% im Jahr 2018.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Management Guidance

Das Management hat seit dem Börsengang bislang keine detaillierte Guidance für die Umsatz- oder Ertragsentwicklung des laufenden oder der folgenden Geschäftsjahre ausgesprochen.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,037</b>	<b>0,055</b>	<b>0,088</b>	<b>0,186</b>	<b>0,369</b>	<b>0,546</b>
YoY	%	n/a	n/a	50,1%	58,9%	111,6%	99,0%	47,9%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	n/a	0,003	0,000	0,004	0,000	0,000	0,000
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,039</b>	<b>0,055</b>	<b>0,092</b>	<b>0,186</b>	<b>0,369</b>	<b>0,546</b>
YoY	%	n/a	n/a	40,0%	66,5%	101,8%	99,0%	47,9%
Materialaufwand	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	-0,002	-0,005	-0,011	-0,017
in % der Gesamtleistung	%	n/a	0,0%	-0,5%	-2,0%	-2,8%	-3,0%	-3,1%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,039</b>	<b>0,055</b>	<b>0,090</b>	<b>0,180</b>	<b>0,358</b>	<b>0,529</b>
YoY	%	n/a	n/a	39,3%	n/a	100,0%	98,7%	47,7%
in % der Gesamtleistung	%	n/a	100,0%	99,5%	98,0%	97,2%	97,0%	96,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	-0,003	-0,007	-0,007	-0,007
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	0,0%	0,0%	-3,4%	-3,8%	-1,9%	-1,3%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	n/a	-0,026	-0,046	-0,176	-0,178	-0,155	-0,230
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	-70,0%	-83,2%	-201,0%	-95,9%	-42,0%	-42,0%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,014</b>	<b>0,009</b>	<b>-0,089</b>	<b>-0,005</b>	<b>0,196</b>	<b>0,292</b>
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	37,3%	16,4%	-101,6%	-2,6%	53,1%	53,5%
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	-0,004	-0,005	-0,012	-0,015	-0,025	-0,035
Amortisation	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,010</b>	<b>0,004</b>	<b>-0,101</b>	<b>-0,020</b>	<b>0,171</b>	<b>0,257</b>
YoY	%	n/a	n/a	-57,2%	n/a	-80,5%	-965,8%	50,5%
YoY	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	24,7%	7,6%	-110,0%	-10,6%	46,3%	47,1%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	n/a	-0,001	0,000	-0,005	-0,008	-0,010	-0,012
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,009</b>	<b>0,005</b>	<b>-0,107</b>	<b>-0,028</b>	<b>0,161</b>	<b>0,245</b>
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	23,3%	8,5%	-115,9%	-14,9%	43,6%	44,9%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	EUR Mio.	n/a	0,000	-0,001	0,000	0,007	-0,040	-0,061
in % des EBT	%	n/a	0,0%	-11,7%	-0,2%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,009</b>	<b>0,003</b>	<b>-0,104</b>	<b>-0,021</b>	<b>0,121</b>	<b>0,184</b>
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	0,219	0,058	-1,134	-0,112	0,327	0,337
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Anzahl der Aktien	Mio.	n/a	1,3	1,3	1,3	1,6	1,6	1,6
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>n/a</b>	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,08</b>	<b>0,12</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Immobilienportefeuille im Überblick

Ort	Straße	Baujahr	Erwerb	Vermietet seit	Wohnfläche (qm)	Mietrendite (%)
Colditz	Ochsenfurter Straße 6	2006	01.04.2018	25.03.2018	35,00	10,6%
Döbeln	An der alten Gärtnerei 17	1995	01.03.2019	01.01.2007	55,00	12,3%
Döbeln	Staupitzstraße 18	1840	01.05.2019	01.08.2018	52,00	10,6%
Döbeln	Staupitzstraße 17	1840	01.04.2019	15.03.2019	37,00	12,5%
Frankenberg	Am Sachsenpark 19	1996	01.02.2015	01.04.2015	39,30	15,4%
Frankenberg	Sachsenburger Weg 5	1995	01.07.2019	15.09.2015	61,80	10,0%
Frankenberg	Am Sachsenpark 11	1998	01.01.2019	15.12.2017	58,00	7,2%
Frankenberg	Sachsenburger Weg 6	1995	01.03.2019	01.05.2019	61,02	9,4%
Frankenberg	Sachsenburger Weg 2	1996	01.03.2019	01.04.2015	28,60	10,0%
Grimma	Am Bielebornring 75	1995	01.04.2018	15.12.2018	85,01	9,4%
Grimma	Am Bielebornring 75	1995	01.05.2018	01.08.2006	85,01	10,3%
Grimma	Am Bielebornring 75	1995	01.05.2018	01.02.2013	54,52	6,5%
Grimma	Obstandstraße 39	1976	01.12.2018	01.07.2010	46,91	16,7%
Langenau	Freistraße 1	1959	01.03.2018	01.03.2019	49,01	14,1%
Meißen	Neugasse 20	1900	01.12.2015	24.11.2015	38,22	8,5%
Meißen	Neugasse 20	1900	01.10.2016	01.12.2013	49,27	9,3%
Meißen	Nossener Straße 12	1900	01.04.2019	01.05.2016	56,80	8,3%
Mittweida	Feldstraße 7	1993	01.09.2014	01.09.2014	19,67	18,7%
Mittweida	Feldstraße 7	1993	01.10.2014	01.10.2018	19,67	17,3%
Mittweida	Feldstraße 3	1993	01.01.2015	13.09.2018	21,46	18,0%
Mittweida	Bahnhofstraße 43	1993	01.11.2015	01.11.2015	41,97	17,2%
Mittweida	Feldstraße 3	1993	01.08.2015	01.11.2018	21,46	22,1%
Mittweida	Bahnhofstraße 43	1993	01.08.2015	01.09.2017	17,79	21,2%
Mittweida	Feldstraße 1	1993	01.08.2015	01.03.2019	17,79	21,3%
Mittweida	Feldstraße 3	1993	01.08.2015	30.08.2017	19,67	18,2%
Mittweida	Feldstraße 5	1993	01.08.2015	01.03.2019	17,79	22,1%
Mittweida	Feldstraße 5	1993	01.08.2015	01.10.2018	19,67	23,7%
Mittweida	Feldstraße 5	1993	01.08.2015	30.08.2018	17,79	22,8%
Mittweida	Feldstraße 5	1993	01.08.2015	01.11.2017	19,67	17,4%
Mittweida	Bahnhofstraße 43	1993	01.01.2019	01.09.2017	21,54	16,7%
Mittweida	Feldstraße 5	1993	01.10.2015	01.10.2017	31,06	14,4%
Mittweida	Feldstraße 1	1993	01.11.2015	01.09.2018	19,67	31,1%
Mittweida	Feldstraße 5	1994	01.07.2017	01.10.2018	19,67	31,3%
Mittweida	Feldstraße 5	1994	01.07.2017	31.07.2017	21,47	48,5%
Mittweida	Bahnhofstraße 43	1994	01.07.2017	01.10.2017	19,67	22,7%
Mittweida	Feldstraße 3	1994	01.07.2017	31.07.2017	19,67	40,2%
Mittweida	Feldstraße 7	1994	01.07.2017	28.07.2017	19,67	40,2%
Mittweida	Bahnhofstraße 43	1994	01.07.2017	01.08.2018	19,67	42,9%
Mittweida	Bahnhofstraße 43	1994	01.08.2017	01.08.2017	19,67	40,2%
Mittweida	Bahnhofstraße 43	1994	01.07.2018	18.07.2017	17,79	14,5%
Mittweida	Feldstraße 5	1994	01.07.2017	01.08.2017	19,67	48,6%
Mittweida	Feldstraße 1	1994	01.07.2017	01.03.2019	36,54	48,9%
Mittweida	Bahnhofstraße 39	1994	01.07.2017	15.12.2018	78,00	11,6%
Mittweida	Feldstraße 7	1994	01.07.2017	29.08.2017	19,67	40,2%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Immobilienportefeuille im Überblick

Ort	Straße	Baujahr	Erwerb	Vermietet seit	Wohnfläche (qm)	Mietrendite (%)
Mittweida	Feldstraße 3	1994	01.08.2017	01.10.2018	19,67	42,9%
Mittweida	Bahnhofstraße 39	1994	01.07.2017	01.03.2019	30,37	15,9%
Mittweida	Feldstraße 1	1994	01.07.2018	16.04.2018	19,67	14,1%
Mittweida	Bahnhofstraße 39	1994	01.07.2017	01.04.2019	65,00	17,5%
Nossen	Lindenstraße 10	1900	01.04.2019	01.01.2000	53,45	8,3%
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.08.2016	66,57	24,9%
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.01.2018	66,57	24,8%
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.07.2015	66,57	23,4%
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.01.2018	66,57	24,2%
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.07.2008	45,00	22,9%
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.06.2017	45,00	27,3%
Sachsenburg	Schönborner Straße 23	1964	01.03.2019	01.07.2019	63,00	9,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz (Aktiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,176</b>	<b>0,235</b>	<b>1,004</b>	<b>1,524</b>	<b>2,360</b>	<b>2,600</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	n/a	0,001	0,000	0,004	0,004	0,000	0,000
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	0,175	0,231	1,000	1,520	2,360	2,600
Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,004	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,037</b>	<b>0,241</b>	<b>0,748</b>	<b>0,862</b>	<b>0,290</b>	<b>0,280</b>
Vorräte	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
DIO	d	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	0,003	0,003	0,006	0,008	0,012	0,012
DSO	d	n/a	34,2	18,6	23,3	16,3	11,4	8,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	n/a	0,029	0,229	0,227	0,225	0,225	0,225
Liquide Mittel	EUR Mio.	n/a	0,005	0,009	0,516	0,629	0,053	0,043
davon verpfändet	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,019	0,000	0,000	0,000
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,213</b>	<b>0,475</b>	<b>1,771</b>	<b>2,386</b>	<b>2,650</b>	<b>2,880</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,045</b>	<b>0,048</b>	<b>1,321</b>	<b>1,872</b>	<b>1,992</b>	<b>2,176</b>
Grundkapital	EUR Mio.	n/a	0,050	0,050	1,300	1,600	1,600	1,600
Kapitalrücklage	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,120	0,390	0,390	0,390
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Verlustvortrag	EUR Mio.	n/a	-0,014	-0,005	-0,002	0,000	0,000	0,000
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	n/a	0,009	0,003	-0,098	-0,118	0,002	0,186
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Eigene Anteile	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	n/a	0,000	0,400	0,000	0,000	0,000	0,000
		n/a						
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,012	0,017	0,015	0,020	0,025	0,030
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,156</b>	<b>0,010</b>	<b>0,434</b>	<b>0,493</b>	<b>0,632</b>	<b>0,672</b>
Bankschulden	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,051	0,075	0,150	0,100
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	n/a	0,014	0,002	0,054	0,068	0,082	0,072
DPO	d	n/a	136,2	10,7	220,8	132,5	79,5	47,7
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,142	0,008	0,330	0,350	0,400	0,500
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>
Bankschulden	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,213</b>	<b>0,475</b>	<b>1,771</b>	<b>2,386</b>	<b>2,650</b>	<b>2,880</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	n/a	<b>82,5%</b>	<b>49,4%</b>	<b>56,7%</b>	<b>63,9%</b>	<b>89,1%</b>	<b>90,3%</b>
Immaterielles Vermögen	%	n/a	0,5%	0,0%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%
Sachanlagevermögen	%	n/a	82,0%	48,6%	56,5%	63,7%	89,1%	90,3%
Beteiligungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	n/a	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	n/a	<b>17,5%</b>	<b>50,6%</b>	<b>42,3%</b>	<b>36,1%</b>	<b>10,9%</b>	<b>9,7%</b>
Vorräte	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	n/a	1,6%	0,6%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%
Forderungen an Beteiligungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	n/a	13,8%	48,2%	12,8%	9,4%	8,5%	7,8%
Liquide Mittel	%	n/a	2,1%	1,8%	29,1%	26,4%	2,0%	1,5%
davon verpfändet	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	n/a	0,0%	0,0%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	n/a	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	n/a	21,1%	10,1%	74,6%	78,4%	75,2%	75,6%
Grundkapital	%	n/a	23,4%	10,5%	73,4%	67,1%	60,4%	55,6%
Kapitalrücklage	%	n/a	0,0%	0,0%	6,8%	16,3%	14,7%	13,5%
Währungsanpassungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verlustvortrag	%	n/a	-6,4%	-1,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	n/a	4,1%	0,7%	-5,5%	-5,0%	0,1%	6,5%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	n/a	0,0%	84,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	n/a	5,6%	3,5%	0,9%	0,8%	0,9%	1,0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	n/a	73,1%	2,1%	24,5%	20,7%	23,8%	23,3%
Bankschulden	%	n/a	0,0%	0,0%	2,9%	3,1%	5,7%	3,5%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	n/a	6,5%	0,3%	3,0%	2,9%	3,1%	2,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	n/a	66,5%	1,8%	18,6%	14,7%	15,1%	17,4%
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bankschulden	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	n/a	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Cashflow-Statement, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	n/a	n/a	0,003	-0,104	-0,021	0,121	0,184
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,005	0,012	0,015	0,025	0,035
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,001	-0,003	-0,003	-0,003	0,000
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,200	0,002	0,002	0,000	0,000
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	-0,019	0,019	0,000	0,000
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,005	-0,001	0,005	0,005	0,005
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,012	0,052	0,014	0,013	-0,009
Δ Sonderposten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,001	0,000	0,000
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-0,199</b>	<b>-0,061</b>	<b>0,032</b>	<b>0,161</b>	<b>0,214</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,001	-0,003	0,000	0,004	0,000
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,064	-0,778	-0,535	-0,865	-0,275
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-0,064</b>	<b>-0,781</b>	<b>-0,535</b>	<b>-0,861</b>	<b>-0,275</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-0,262</b>	<b>-0,842</b>	<b>-0,503</b>	<b>-0,701</b>	<b>-0,061</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	1,250	0,300	0,000	0,000
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,120	0,270	0,000	0,000
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,051	0,024	0,075	-0,050
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,267	-0,079	0,020	0,050	0,100
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,007	0,002	0,000	0,000
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>0,267</b>	<b>1,349</b>	<b>0,616</b>	<b>0,125</b>	<b>0,050</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	n/a	n/a	0,004	0,507	0,113	-0,576	-0,011
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	n/a	n/a	0,005	0,009	0,516	0,629	0,053
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>0,009</b>	<b>0,516</b>	<b>0,629</b>	<b>0,053</b>	<b>0,043</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	n/a	0,037	0,055	0,088	0,186	0,369	0,546
Rohertrag	EUR Mio.	n/a	0,039	0,055	0,090	0,180	0,358	0,529
EBITDA	EUR Mio.	n/a	0,014	0,009	-0,089	-0,005	0,196	0,292
EBIT	EUR Mio.	n/a	0,010	0,004	-0,101	-0,020	0,171	0,257
EBT	EUR Mio.	n/a	0,009	0,005	-0,107	-0,028	0,161	0,245
Nettoergebnis	EUR Mio.	n/a	0,009	0,003	-0,104	-0,021	0,121	0,184
Anzahl Mitarbeiter		n/a	0	0	1	1	1	1
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	7,80		
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	2,20		
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	4,48		
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	6,05	6,05	6,05
EPS	EUR	n/a	0,01	0,00	-0,08	-0,01	0,08	0,12
BVPS	EUR	n/a	0,03	0,04	1,02	1,17	1,25	1,36
CFPS	EUR	n/a	n/a	-0,15	-0,05	0,02	0,10	0,13
Dividende	EUR	n/a	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							<b>1,88</b>
Performance bis Kursziel	%							<b>-69,0%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	n/a	37,3%	16,4%	-101,6%	-2,6%	53,1%	53,5%
EBIT-Marge	%	n/a	26,5%	7,6%	-115,3%	-10,6%	46,3%	47,1%
EBT-Marge	%	n/a	25,0%	8,5%	-121,5%	-14,9%	43,6%	44,9%
Netto-Marge	%	n/a	23,5%	5,8%	-118,9%	-11,2%	32,7%	33,7%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	-475,1%	-959,5%	-270,9%	-189,7%	-11,1%
ROE	%	n/a	19,2%	6,7%	-7,9%	-1,1%	6,1%	8,5%
NWC/Umsatz	%	n/a	-28,3%	2,2%	-54,9%	-32,3%	-18,9%	-11,0%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	n/a	n/a	n/a	88	186	369	546
Pro-Kopf-EBIT	EUR	n/a	n/a	n/a	-101	-20	171	257
Capex/Umsatz	%	n/a	n/a	116,7%	886,1%	288,2%	234,2%	50,3%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	n/a	n/a	50,1%	58,9%	111,6%	99,0%	47,9%
Rohertrag	%	n/a	n/a	39,3%	64,0%	100,0%	98,7%	47,7%
EBITDA	%	n/a	n/a	-33,9%	n/a	-94,7%	n/a	49,2%
EBIT	%	n/a	n/a	-57,2%	n/a	-80,5%	n/a	50,5%
EBT	%	n/a	n/a	-49,3%	n/a	-74,0%	n/a	52,4%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	-62,7%	n/a	-80,0%	n/a	52,4%
EPS	%	n/a	n/a	-62,7%	n/a	-83,8%	n/a	52,4%
CFPS	%	n/a	n/a	n/a	-69,3%	n/a	400,6%	33,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	0,176	0,235	1,004	1,524	2,360	2,600
Umlaufvermögen	EUR Mio.	n/a	0,037	0,241	0,767	0,862	0,290	0,280
Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	0,045	0,048	1,321	1,872	1,992	2,176
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,168	0,427	0,450	0,514	0,658	0,703
EK-Quote	%	n/a	21,1%	10,1%	74,6%	78,4%	75,2%	75,6%
Gearing	%	n/a	n/a	n/a	n/a	29,6%	-4,9%	-2,6%
Working Capital	EUR Mio.	n/a	-0,010	0,001	-0,048	-0,060	-0,070	-0,060
Capital Employed	EUR Mio.	n/a	0,165	0,232	0,955	1,464	2,290	2,540
Asset Turnover	x	n/a	0,173	0,116	0,050	0,078	0,139	0,190
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	n/a	n/a	n/a	n/a	1,6	1,6	1,6
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	12,5		
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	3,5		
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	7,2		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	9,7	9,7	9,7
Nettofinanzposition	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,5	0,6	-0,1	-0,1
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	13,0		
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	4,1		
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	7,7		
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	10,2	9,6	9,6
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	70,21		
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	21,95		
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	41,60		
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	55,13	25,94	17,62
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	48,9	32,9
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	56,0	37,4
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	80,2	52,6
KBV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	5,2	4,9	4,4
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	223,3	n/a	n/a
FCF-Yield	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-5,2%	-7,2%	-0,6%
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL PROGNOSEN								

## Discounted Cashflow-Bewertung

HGB (31.12.)		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	Terminal year
<b>Umsatz</b>	%	<b>0,186</b>	<b>0,369</b>	<b>0,546</b>	<b>0,752</b>	<b>0,956</b>	<b>1,124</b>	<b>1,240</b>	<b>1,307</b>	<b>1,341</b>	<b>1,357</b>	<b>1,367</b>	<b>1,374</b>	<b>1,381</b>	<b>1,388</b>	<b>1,395</b>	<b>1,402</b>
YoY	EUR Mio.	111,6%	99,0%	47,9%	37,7%	27,1%	17,6%	10,3%	5,4%	2,6%	1,2%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,020</b>	<b>0,171</b>	<b>0,257</b>	<b>0,355</b>	<b>0,453</b>	<b>0,533</b>	<b>0,589</b>	<b>0,622</b>	<b>0,640</b>	<b>0,649</b>	<b>0,655</b>	<b>0,660</b>	<b>0,665</b>	<b>0,669</b>	<b>0,674</b>	<b>0,631</b>
EBIT-Marge	EUR Mio.	-10,6%	46,3%	47,1%	47,2%	47,3%	47,4%	47,5%	47,6%	47,7%	47,8%	47,9%	48,0%	48,1%	48,2%	48,3%	45,0%
Steuern	EUR Mio.	0,007	-0,040	-0,061	-0,107	-0,136	-0,160	-0,177	-0,187	-0,192	-0,195	-0,197	-0,198	-0,199	-0,201	-0,202	-0,189
Steuerquote (τ)	%	35,1%	23,5%	23,8%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	<b>-0,013</b>	<b>0,131</b>	<b>0,196</b>	<b>0,249</b>	<b>0,317</b>	<b>0,373</b>	<b>0,412</b>	<b>0,436</b>	<b>0,448</b>	<b>0,454</b>	<b>0,459</b>	<b>0,462</b>	<b>0,465</b>	<b>0,469</b>	<b>0,472</b>	<b>0,442</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-0,538	-0,877	-0,320	-0,239	-0,172	-0,114	-0,068	-0,036	-0,018	-0,008	-0,005	-0,004	-0,003	-0,003	-0,003	-0,040
<b>FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,551</b>	<b>-0,746</b>	<b>-0,124</b>	<b>0,010</b>	<b>0,145</b>	<b>0,259</b>	<b>0,345</b>	<b>0,400</b>	<b>0,430</b>	<b>0,446</b>	<b>0,454</b>	<b>0,458</b>	<b>0,462</b>	<b>0,465</b>	<b>0,468</b>	<b>0,402</b>
WACC	%	7,6%	7,6%	7,0%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,7%	5,6%	5,5%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	100,0%	100,0%	100,0%	82,0%	76,9%	72,1%	67,7%	63,7%	60,0%	56,5%	53,3%	50,4%	47,6%	45,1%	42,7%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,551</b>	<b>-0,746</b>	<b>-0,124</b>	<b>0,008</b>	<b>0,112</b>	<b>0,187</b>	<b>0,233</b>	<b>0,254</b>	<b>0,258</b>	<b>0,252</b>	<b>0,242</b>	<b>0,231</b>	<b>0,220</b>	<b>0,210</b>	<b>0,200</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	5,6%															
Terminal Cost of capital	%	5,5%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	1,529															
in % des Enterprise Value	%	60,8%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-1,420															
in % des Enterprise Value	%	-56,5%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	2,408															
in % des Enterprise Value	%	95,7%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,516</b>															
Finanzschulden	EUR Mio.	-0,051															
Excess Cash	EUR Mio.	0,516															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,981</b>															
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	1,600															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,90</b>															
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN																	

Diese Studie wurde erstellt durch die



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

#### Disclaimer

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

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

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

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

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

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

#### Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

#### Risikoinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

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

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

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

**Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

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

#### Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
31.07.2019/13:30 Uhr	EUR 1,88/EUR 5,80	Sell, Gültigkeit 12 Monate	1, 2, 8

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

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

##### Informationsquellen

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

##### Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

##### Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikte hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, [susanne.hasler@sphene-capital.de](mailto:susanne.hasler@sphene-capital.de).

##### Erklärung der Ersteller der Studien

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.

Diese Studie wurde am 31.07.2019 um 08:15 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 6,05.