

This report has been prepared for informational purposes only and expresses solely our opinions. It is not a solicitation or an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy. Red Alpha Research is not registered as an investment advisor in any jurisdiction. Do your own research before making any decision. We may have a short interest in FCR Immobilien AG and therefore stand to gain from a decline in its share price. Please read our full disclaimer on page 11 before reading this report.

## Company Details

Company:	FCR Immobilien AG
Ticker:	FC9:GR
Country:	Germany
Sector:	Real Estate

## Report Details

Date:	5 March 2020
Language:	German

## Executive Summary

*English convenience translation – please note that this report has been prepared in German*

1. Significant conflicts of interest between founder/CEO and minority shareholders due to mixing of professional and private interests
2. Qualification of several supervisory board members highly questionable given their past activities and involvements
3. Key metrics of property portfolio reveal apparent weakness in asset management capabilities
4. Risky financial profile driven by high leverage in combination with volatile earnings and low profitability

## Zusammenfassung

1. **Signifikante Interessenskonflikte zwischen Gründer/Vorstand und Minderheitsaktionären aufgrund Vermischung geschäftlicher und privater Interessen**
2. **Eignung mehrerer Aufsichtsrats-Mitglieder aufgrund vergangener Tätigkeiten und Verwicklungen höchst zweifelhaft**
3. **Kennzahlen des Immobilienportfolios offenbaren eindeutige Schwäche im Asset Management**
4. **Riskantes Finanzprofil durch hohe Verschuldung in Kombination mit volatilen Erträgen und geringer Profitabilität**

## 1. **Signifikante Interessenskonflikte zwischen Gründer/Vorstand und Minderheitsaktionären aufgrund Vermischung geschäftlicher und privater Interessen**

### Undurchsichtige familiäre Verflechtungen

Laut Großaktionär und Vorstand Falk Raudies handelt es sich bei der FCR Immobilien AG „*quasi [um] ein börsennotiertes Familienunternehmen*“.<sup>1</sup> Bei genauerem Hinsehen scheint in der Tat die gesamte erweiterte Familie Raudies in die Geschäfte von FCR mit involviert zu sein:

Name	Beziehung zu Falk Raudies	Ausgewählte Positionen/Tätigkeiten
Andrea Raudies (ehem. Arland/Klappert/Mühlbauer)	Ehefrau	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Head of Transaction Management bei FCR Immobilien AG<sup>2</sup></li> <li>▪ Senior Director Asset Management &amp; Investments bei FCR Immobilien AG<sup>3</sup></li> <li>▪ Press Relations bei FCR Immobilien AG<sup>4</sup></li> <li>▪ Mitglied der Chefredaktion der FCR-Eigenpublikation „IMMOWIN“<sup>5</sup></li> <li>▪ Geschäftsführer bei CM Center Management GmbH<sup>6</sup></li> <li>▪ Co-Geschäftsführerin bei mehreren FCR-Objektgesellschaften<sup>7</sup></li> </ul>
Thorsten Raudies	Bruder	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Prokurist bei FCR Immobilien AG<sup>8</sup></li> <li>▪ Vorstand bei RAT Asset &amp; Trading AG<sup>9</sup></li> <li>▪ Geschäftsführer bei Suiten am Schloss GmbH (Hotel in Kitzbühel)<sup>10</sup></li> <li>▪ Geschäftsführer bei CM Center Management GmbH<sup>11</sup></li> <li>▪ Co-Geschäftsführer bei über 80 FCR-Objektgesellschaften<sup>12</sup></li> </ul>
Claudia Raudies	Mutter	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hotelleiterin des Wasserschlosses Westerberg<sup>13</sup></li> </ul>
Hans-Ullrich Klappert	Schwiegervater	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Teammitglied bei Suiten am Schloss GmbH (Hotel in Kitzbühel)<sup>14</sup></li> </ul>

Falk Raudies' Ehefrau Andrea wurde in FCR-Pressemitteilungen von 2015 (damals noch Freundin) lediglich als Ansprechpartnerin für Press Relations genannt.<sup>15</sup> 2016 ließ sie in einem Interview verlauten, sich nach der Scheidung von ihrem damaligen Mann „*beruflich neu [zu] orientieren, vielleicht sogar im Immobiliengeschäft von Falk Raudies*“.<sup>16</sup> Nach der Hochzeit stieg Frau Raudies in kurzer Zeit zum Head of Transaction Management bei FCR auf<sup>17</sup>, und wird auf

<sup>1</sup> Euro am Sonntag vom 23.11.2019

<sup>2</sup> [https://www.xing.com/profile/Andrea\\_Raudies/](https://www.xing.com/profile/Andrea_Raudies/) sowie <https://fcr-immobilien.de/team/>

<sup>3</sup> [https://www.xing.com/profile/Andrea\\_Raudies/](https://www.xing.com/profile/Andrea_Raudies/)

<sup>4</sup> FCR-Pressemitteilung vom 01.09.2015

<sup>5</sup> FCR-Eigenpublikation „IMMOWIN 2018“, S. 96

<sup>6</sup> Handelsregister; <https://pliening-living.de/impressum/>

<sup>7</sup> Handelsregister

<sup>8</sup> Handelsregister; [https://www.xing.com/profile/Thorsten\\_Raudies/](https://www.xing.com/profile/Thorsten_Raudies/)

<sup>9</sup> Handelsregister; [https://www.xing.com/profile/Thorsten\\_Raudies/](https://www.xing.com/profile/Thorsten_Raudies/)

<sup>10</sup> Wirtschaftswoche vom 31.05.2019; <https://www.amschloss.at/impressum/>

<sup>11</sup> Handelsregister; <https://pliening-living.de/impressum/>

<sup>12</sup> Handelsregister

<sup>13</sup> <http://www.huy-burgen-lauf.de/huy-burgen-lauf/sponsoren/>

<sup>14</sup> Kitzbüheler Anzeiger KW 35; <https://www.facebook.com/pg/SuitenAmSchloss/about/>

<sup>15</sup> z.B. FCR-Pressemitteilung vom 01.09.2015

<sup>16</sup> Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 28.06.2016

<sup>17</sup> [https://www.xing.com/profile/Andrea\\_Raudies/](https://www.xing.com/profile/Andrea_Raudies/); <https://fcr-immobilien.de/team/>

dem FCR-eigenen Verkaufsportal als Ansprechpartnerin für sämtliche zur Veräußerung stehenden Objekte aufgeführt.<sup>18</sup>

Andrea Raudies  
Head of Transaction Management

Quelle: Website von FCR (<https://fcr-immobilien.de/team/>)

Falk Raudies' Bruder Thorsten bekleidet u.a. den Posten als Geschäftsführer der Suiten am Schloss GmbH, die das zum FCR-Portfolio gehörende Hotel in Kitzbühel gepachtet hat.<sup>19</sup> Die Mietrendite dieses Objekts (2,9% per Dezember 2017; 4,9% per Dezember 2018) ist aufgrund des geringen Pachtbetrags deutlich niedriger als bei anderen Immobilien im Portfolio<sup>20</sup> – ein Schelm, wer Böses dabei denkt?

Suiten Am Schloss GmbH  
Geschäftsführer: Thorsten Raudies  
Jochbergerstraße 22, A-6370 Kitzbühel

Quelle: Website von Suiten am Schloss (<https://www.amschloss.at/impressum/>)

Sowohl Thorsten als auch Andrea Raudies fungieren zudem als Geschäftsführer der CM Center Management GmbH, die bis Ende 2017 sämtliche Immobilien der FCR verwaltete.<sup>21</sup> Falk Raudies weigert sich, die Identität des seit 2018 tätigen bzw. aktuellen Property Managers preiszugeben.<sup>22</sup>

In aktuellen Publikationen der FCR Immobilien AG werden keine dieser Verflechtungen erwähnt, obwohl u.a. die Wirtschaftswoche bereits Mitte 2019 auf offensichtliche Interessenskonflikte hingewiesen hatte, bei denen Minderheitsaktionäre benachteiligt werden könnten.<sup>23</sup> Der Anspruch Falk Raudies, „möglichst transparent zu kommunizieren“<sup>24</sup>, wird – nicht nur in dieser Hinsicht – eindeutig nicht erfüllt.

## Private Nutzung von FCR-Immobilien

### *Beispiel 1: Hotel in Österreich*

Die bereits erwähnten „Suiten am Schloss“ in Österreich wurden 2017 von FCR für einen Kaufpreis von ca. €4 Mio. erworben.<sup>25</sup> Die erste private Nutzung des Objekts durch Falk und Andrea Raudies folgte bereits im Dezember 2017 im Rahmen eines Aufenthalts über Neujahr. Diese beschrieb das Hotel Reportern gegenüber mit den Worten: „Falk hat es kürzlich übernommen. Es hat eine traumhafte Dachterrasse“.<sup>26</sup> Auch das Hochzeitsdinner der frisch vermählten Eheleute Raudies im Juli 2018 fand in diesem Hotel statt.<sup>27</sup>

<sup>18</sup> <https://verkauf.fcr-immobilien.de/>

<sup>19</sup> Wirtschaftswoche vom 31.05.2019; <https://www.amschloss.at/impressum/>

<sup>20</sup> FCR-Geschäftsbericht 2017, S.23; FCR-Geschäftsbericht 2018, S. 24

<sup>21</sup> Handelsregister; Wertpapierprospekt vom 26.09.2016, S. 31 und 94; <https://pliening-living.de/impressum/>

<sup>22</sup> Wirtschaftswoche vom 31.05.2019

<sup>23</sup> Wirtschaftswoche vom 31.05.2019

<sup>24</sup> Euro am Sonntag vom 23.11.2019

<sup>25</sup> FCR-Geschäftsbericht 2017, S. 58; Wirtschaftswoche Online vom 10.06.2019

<sup>26</sup> Abendzeitung München vom 04.01.2018; BILD München vom 23.12.2017

<sup>27</sup> BILD München vom 18.07.2018

Laut Aussage von Falk Raudies sollte die von Bruder Thorsten geführte Betreibergesellschaft lediglich offene Hotelbuchungen abarbeiten (bis März 2020), und im Anschluss die Wohnungen im Objekt individuell veräußert werden.<sup>28</sup> Per 5. März 2020 können auf der Website des Hotels allerdings weiterhin Neubuchungen bis einschließlich Dezember 2020 vorgenommen werden.<sup>29</sup> Es ist daher nicht ersichtlich, welche Strategie FCR mit dieser Immobilie verfolgt.

Wählen Sie Ihren Anreisetag

November 2020							Dezember 2020						
MO	DI	MI	DO	FR	SA	SO	MO	DI	MI	DO	FR	SA	SO
						1 € 125		1 € 135	2 € 135	3 € 135	4 € 162	5 € 162	6 € 135
2 € 125	3 € 125	4 € 125	5 € 125	6 € 125	7 € 125	8 € 125	7 € 135	8 € 135	9 € 135	10 € 135	11 € 162	12 € 162	13 € 135
9 € 125	10 € 125	11 € 125	12 € 125	13 € 125	14 € 125	15 € 125	14 € 135	15 € 135	16 € 135	17 € 135	18 € 162	19 € 162	20 € 135
16 € 125	17 € 125	18 € 125	19 € 125	20 € 125	21 € 125	22 € 125	21 € 135	22	23	24	25	26	27
23 € 125	24 € 125	25 € 125	26 € 125	27 € 152	28 € 152	29 € 135	28	29	30	31			
30 € 135													

■ Verfügbar   
■ Nicht verfügbar   
■ Anreise gesperrt   
■ Abreise gesperrt

Quelle: Website von Suiten am Schloss (<https://www.amschloss.at/suiten-2/>)

### Beispiel 2: Projektentwicklung in Spanien

Die Tochtergesellschaft FCR Monument Investment S.L. wurde in 2017 gegründet und erhielt seitens der FCR Immobilien AG ein Darlehen in Höhe von €100.000 zur Anschubfinanzierung.<sup>30</sup> In 2018 erfolgte ein Kauf einer Immobilie auf Mallorca, die von FCR als Projektentwicklung klassifiziert wird.<sup>31</sup> In den Geschäftsberichten werden allerdings keine weiteren Details dazu genannt, und das Objekt wird im Gegensatz zu anderen Projektentwicklungen (z.B. Studentenwohnheim Bamberg) seltsamerweise nicht mit in der Portfolioübersicht aufgeführt.<sup>32</sup>

Unseren Nachforschungen zufolge befindet sich der Sitz der Gesellschaft in Caller Penyalor 22, Cala Serena (Felanitx), Spanien.<sup>33</sup> Satellitenbilder zeigen unter dieser Adresse eine Immobilie mit Swimming-Pool im Osten Mallorcas, in der Nähe des Ferienortes Cala d'Or und in Laufweite zum Strand Cala Serena<sup>34</sup>:



Quelle: HERE Maps

<sup>28</sup> Wirtschaftswoche Online vom 10.06.2019

<sup>29</sup> <https://www.amschloss.at/suiten-2/>

<sup>30</sup> FCR-Geschäftsbericht 2017, S. 57

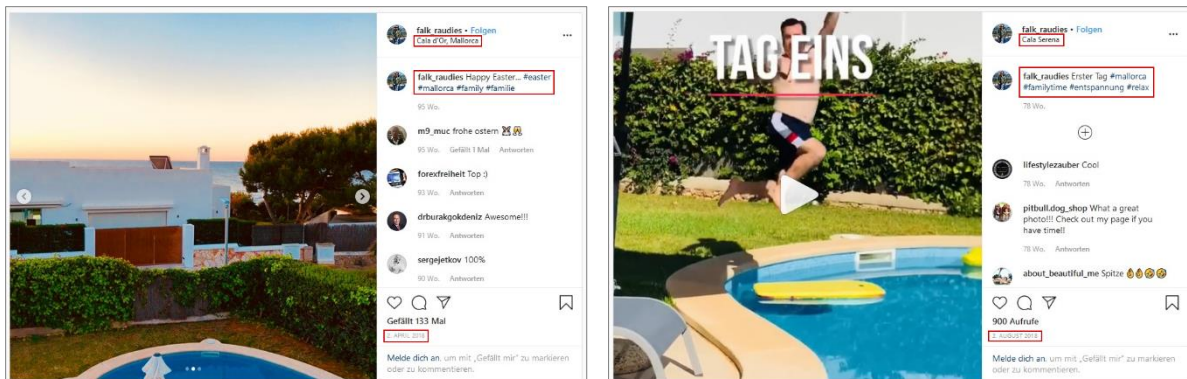
<sup>31</sup> FCR-Geschäftsbericht 2018, S. 57 f. und 60; FCR-Wertpapierprospekt vom 12.02.2019, S. 52

<sup>32</sup> FCR-Geschäftsbericht 2018, S. 20-27

<sup>33</sup> <https://www.boe.es/borme/dias/2017/12/20/pdfs/BORME-A-2017-240-07.pdf>

<sup>34</sup> <https://wego.here.com/directions/mix//Carrer-Penyalar,-22,-07669-Cala-Ferrera-Felanitx,-Spanien>

Der Swimming-Pool der Immobilie scheint auf mehreren Fotos<sup>35</sup> sowie einem Video<sup>36</sup> zu sehen zu sein, die auf dem Instagram-Account von FCR-Vorstand Falk Raudies gepostet wurden:



Quelle: Instagram-Account von Falk Raudies ([https://www.instagram.com/falk\\_raudies/](https://www.instagram.com/falk_raudies/))

Auf dieser Basis ist daher stark anzunehmen, dass die Immobilie auf Mallorca zumindest teilweise für private Urlaubsaufenthalte von Familie Raudies genutzt wird.

## 2. Eignung mehrerer Aufsichtsrats-Mitglieder aufgrund vergangener Tätigkeiten und Verwicklungen höchst zweifelhaft

### Frank Fleschenberg (Mitglied des Aufsichtsrats)

Der ehemalige Fußballprofi Frank Fleschenberg sitzt seit 2014 im Aufsichtsrat von FCR.<sup>37</sup>

Er fungierte vormals als Gesellschafter der NTC Nürnberger Treuhand-Concept GmbH, über deren Vermögen im selben Jahr ein Insolvenzverfahren eröffnet wurde.<sup>38</sup> In diesem Zusammenhang wurde Herr Fleschenberg von der Staatsanwaltschaft wegen Untreue und Insolvenzverschleppung angeklagt. Um eine Vorstrafe zu vermeiden, stimmte er Ende 2018 zu, das Verfahren nach § 153a gegen eine Geldstrafe von €25.000 einzustellen.<sup>39</sup>

Frank Fleschenberg agierte zudem zeitweise (ab 2016) als Aufsichtsratsvorsitzender der Oil & Gas Invest AG (OGI), einer Öl- und Gas-Explorationsgesellschaft mit Sitz in Frankfurt am Main.<sup>40</sup> Das Unternehmen, vor dem Stiftung Warentest potentielle Anleger bereits im März 2015 gewarnt hatte, stellte 2018 einen Antrag auf Insolvenz.<sup>41</sup>

Im März 2015 haben wir erstmals vor der Oil & Gas Invest AG (OGI AG) aus Frankfurt am Main gewarnt (► [Warnliste](#)). Sie wollte mit Anlegergeld in den USA nach Öl bohren. Wir hatten Zweifel am Erfolg. Am 31. August 2018 hat das Amtsgericht Frankfurt am Main das vorläufige Insolvenzverfahren eröffnet (Az. 810 IN 1009/18 O). Vorläufiger Insolvenzverwalter ist der Rechtsanwalt Frank Schmitt aus Frankfurt. Die Staatsanwaltschaft Frankfurt ermittelt gegen einen Ex-Vorstand. Etwa 150 Aktionäre und 500 Anleger von Nachrangdarlehen sehen ihr Geld wohl nicht wieder.

Quelle: Website von Stiftung Warentest (<https://www.test.de/>)

<sup>35</sup> [https://www.instagram.com/falk\\_raudies/p/BhELkhlHlrh](https://www.instagram.com/falk_raudies/p/BhELkhlHlrh)

<sup>36</sup> [https://www.instagram.com/falk\\_raudies/p/Bl-UToRl7Q9/](https://www.instagram.com/falk_raudies/p/Bl-UToRl7Q9/)

<sup>37</sup> FCR-Pressemitteilung vom 27.02.2014

<sup>38</sup> Bundesanzeiger vom 18.07.2014

<sup>39</sup> Abendzeitung München vom 25.10.2018

<sup>40</sup> <https://www.scoredex.com/aktuelles/emittenten/ogi-ag-oil-gas-invest-ag-emittenten/>

<sup>41</sup> <https://www.test.de/Oil-Gas-Invest-AG-Oelfirma-stellt-Insolvenzantrag-5377359-o/>



Auf der Website des Eagles Charity Golf Clubs – in dem neben Frank Fleschenberg auch FCR-Vorstand Falk Raudies Mitglied ist – werden die Stationen bei NTC und OGI im Lebenslauf jedoch nicht erwähnt.<sup>42</sup> Auch der FCR-Wertpapierprospekt von April 2019 ignoriert sämtliche Tätigkeiten von Herrn Fleschenberg nach 2011. Zudem findet sich dort die fragwürdige Aussage, kein Aufsichtsrats-Mitglied sei „in den letzten fünf Jahren [...] an einer Insolvenz, einer Insolvenzverwaltung oder Liquidation beteiligt“ gewesen.<sup>43</sup>

### **Prof. Dr. Kurt Faltlhauser (Stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats)**

Der ehemalige bayerische Staatsminister der Finanzen, Kurt Faltlhauser, wurde im Juli 2019 in den FCR-Aufsichtsrat gewählt.<sup>44</sup>

In seiner ehemaligen Funktion als Vizechef des Verwaltungsrats der Bayerischen Landesbank (BayernLB) war er beteiligt am fragwürdigen Kauf der österreichischen Hypo Alpe Adria in 2007, durch den der Landesbank Verluste in Höhe von €3,7 Mrd. entstanden.<sup>45</sup> Nach Ansicht der Staatsanwaltschaft hatte sich der Vorstand der BayernLB „unter dem Druck Faltlhausers blindlings in das Abenteuer gestürzt und damit Geld der Bank veruntreut“.<sup>46</sup>

Im Februar 2008 heuerte Faltlhauser als Berater bei der Investmentbank Rothschild an.<sup>47</sup> Diese hatte die BayernLB nur wenige Monate zuvor beim Kauf der Hypo Alpe Adria beraten, und hierfür ein Honorar in Höhe von €8 Mio. erhalten.<sup>48</sup>

Im Januar 2012 reichte die BayernLB Klage auf Schadensersatz gegen Faltlhauser ein, und warf diesem vor, seine Aufsichtspflicht als Verwaltungsratsmitglied grob vernachlässigt zu haben.<sup>49</sup>

In die Amtszeit Faltlhausers im Verwaltungsrat der BayernLB fällt auch eine im Rahmen der sog. „Panama Papers“ aufgedeckte Steueraffäre der ehemaligen Tochtergesellschaft Banque LB Lux, die aufgrund Beihilfe zur Steuerhinterziehung über €20 Mio. Bussgeld zahlen musste.<sup>50</sup>

## **3. Kennzahlen des Immobilienportfolios offenbaren eindeutige Schwäche im Asset Management**

FCR bezahlt u.a. das Research-Haus SMC dafür, Studien zum Unternehmen zu erstellen<sup>51</sup>, auf die Falk Raudies in Interviews oft verweist.<sup>52</sup> Im Report von Januar 2020 hebt SMC positiv die hohe Wertschöpfung hervor, die FCR „mit dem aktiven Asset Management erzielt hat“.<sup>53</sup>

### **Steigender Leerstand bei Bestandsobjekten**

Die Leerstandsentwicklung von Immobilien, die sich seit längerem im Portfolio befinden, lässt jedoch bereits deutlich an der Kompetenz des Asset Managements von FCR zweifeln:

<sup>42</sup> <https://www.eagles-charity.de/>

<sup>43</sup> FCR-Wertpapierprospekt vom 10.04.2019, S. 87

<sup>44</sup> FCR-Pressemitteilung vom 12.07.2019

<sup>45</sup> Frankfurter Allgemeine vom 18.03.2019

<sup>46</sup> Handelsblatt vom 19.03.2014

<sup>47</sup> Financial Times Deutschland vom 01.04.2008

<sup>48</sup> Süddeutsche Zeitung vom 08.04.2010

<sup>49</sup> Süddeutsche Zeitung vom 08.02.2012

<sup>50</sup> Süddeutsche Zeitung vom 19.06.2017

<sup>51</sup> SMC-Studie vom 13.01.2020, S. 27-28

<sup>52</sup> z.B. Euro am Sonntag vom 23.11.2019; BondGuide Online vom 19.02.2019

<sup>53</sup> SMC-Studie vom 13.01.2020, S. 14

Objekt	Erwerbs-jahr	Vermietungsstand im Dezember des Erwerbsjahres	Vermietungsstand per Juni 2019	Entwicklung des Vermietungsstands
Einkaufszentrum Seesen	2016	94%	43%	-51 %-Pkt.
Damaschke-Center Dessau	Vor 2015	84% (2015)	54%	-30 %-Pkt.
Promenadencenter Wismar	2016	63%	46%	-17 %-Pkt.
Einkaufszentrum Cottbus	2015	52%	44%	-8 %-Pkt.
Einkaufszentrum Zeulenroda	2015	73%	66%	-7 %-Pkt.
Biëblach-Center Gera	2017	77%	70%	-7 %-Pkt.
Amthor-Passage Gera	2018	60%	60%	Unverändert

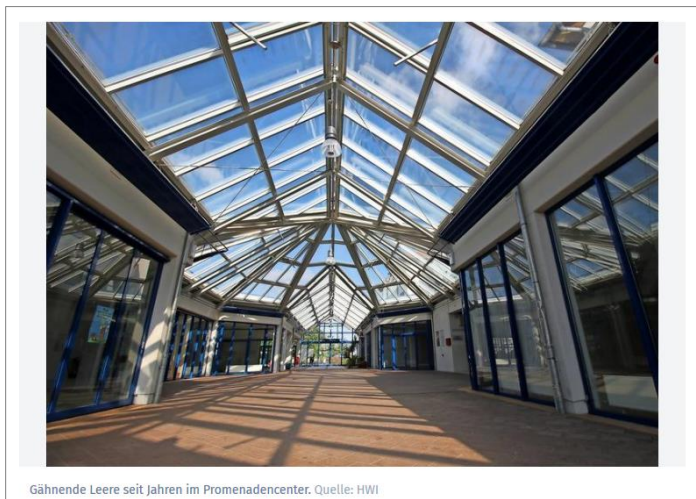
Quelle: FCR-Geschäfts- und Halbjahresberichte, Red Alpha Research Berechnung

FCR scheint bei zahlreichen Immobilien mit der geplanten Aufvermietung zu scheitern. Der Leerstand auf Gesamtportfolioebene bleibt im Wesentlichen nur deshalb stabil, da laufend neue Objekte angekauft werden.

#### Beispiel 1: Promenadencenter Wismar

Das Fachmarktzentrum in Wismar wurde im Oktober 2016 erworben<sup>54</sup> und war per Dezember 2016 zu 63% vermietet.<sup>55</sup> Im Februar 2017 teilte FCR mit, im Zentrum solle „bald wieder Leben einziehen“, und Verhandlungen mit Ankermietern stünden „kurz vor dem Abschluss“.<sup>56</sup> Im Sommer des gleichen Jahres wurden Besucher allerdings mit der Aussage zitiert, es sei „nichts mehr los und alles verfällt“<sup>57</sup>, und per Dezember 2017 sank der Vermietungsstand drastisch auf 38%.<sup>58</sup>

Per 30.06.2019 (fast 3 Jahre nach Erwerb der Immobilie) stand noch immer mehr als die Hälfte der vermietbaren Fläche leer.<sup>59</sup> In einem Zeitungsartikel von Oktober 2019 wird das Objekt als „Problemfall“ beschrieben.<sup>60</sup>



Gährende Leere seit Jahren im Promenadencenter. Quelle: HWI

Quelle: Ostsee-Zeitung vom 05.12.2019 (<https://www.ostsee-zeitung.de/>)

<sup>54</sup> FCR-Pressemitteilung vom 26.10.2016

<sup>55</sup> FCR-Geschäftsbericht 2016, S. 40

<sup>56</sup> Ostsee-Zeitung vom 15.02.2017

<sup>57</sup> Ostsee-Zeitung vom 16.08.2017

<sup>58</sup> FCR-Geschäftsbericht 2017, S. 25

<sup>59</sup> FCR-Halbjahresbericht 2019, S. 10

<sup>60</sup> Ostsee-Zeitung vom 24.10.2019

### *Beispiel 2: Einkaufszentrum Zeulenroda*

Das Einkaufszentrum „Thüringer Hof“ in Zeulenroda mit dem Hauptmieter Rossmann wurde im August 2015 erworben und war per Dezember 2015 zu 73% vermietet.<sup>61</sup> In einem damaligen Artikel der Immobilien Zeitung wurde Falk Raudies mit den Worten zitiert, das Center solle nach einer Revitalisierung „im dritten Quartal 2016 [...] fertig umgebaut und wieder voll vermietet sein“.<sup>62</sup>

Im Dezember 2016 – rund ein Jahr später – war der Vermietungsstand allerdings nicht gestiegen, sondern um elf Prozentpunkte auf 62% gesunken.<sup>63</sup> Dies hielt FCR jedoch nicht davon ab, das Objekt in der Eigenpublikation IMMOWIN unter dem Titel „FCR – Die Wert-Macher“ als Beispiel für „erfolgreiches Asset-Management auf hohem Niveau“ zu zeigen.<sup>64</sup>

Per 30.06.2019 (fast 4 Jahre nach Erwerb des Centers) stand noch immer mehr als ein Drittel der vermietbaren Fläche leer.<sup>65</sup>

### *Beispiel 3: Amthor-Passage Gera*

Das Einkaufszentrum in Gera wurde im Januar 2018 erworben und war zu diesem Zeitpunkt zu rund 60% vermietet.<sup>66</sup> Falk Raudies zeigte sich damals zuversichtlich, den vorhandenen Leerstand durch „aktives Asset Management“ kurzfristig an bonitätsstake Einzelhändler vermieten zu können.<sup>67</sup> Laut einer Lokalzeitung war die Vermietungssituation jedoch auch sieben Monate nach dem Kauf unverändert: „Die Geschäfte mit Ausrichtung zum Innenhof in der zweiten Etage stehen leer. Der Zugang nach oben ist abgesperrt“.<sup>68</sup>

Per 30.06.2019 (fast 1,5 Jahre nach Erwerb der Immobilie) stand noch immer 40% der vermietbaren Fläche leer.<sup>69</sup>

## **Gesamtportfolio mit sinkender Mietrendite**

In Interviews wirbt Falk Raudies mit einer hohen Mietrendite des Immobilienportfolios, die den Aktionären seiner Meinung nach unter Berücksichtigung der niedrigen Fremdkapitalzinsen „gute Renditechancen eröffnet“.<sup>70</sup> Eine gewisse Mindestrendite sei zudem erforderlich, um die Profitabilität des FCR-Geschäftsmodells zu gewährleisten, da es „aufwendig und kostenintensiv“ sei, „in einer Nische unterwegs zu sein und auf kleinere Standorte zu setzen“.<sup>71</sup>

In der Realität lassen die von FCR veröffentlichten Portfoliokennzahlen auf eine seit Jahren fallende Mietrendite schließen:

---

<sup>61</sup> FCR-Geschäftsbericht 2015, S. 37 und 41

<sup>62</sup> Immobilien Zeitung vom 12.11.2015

<sup>63</sup> FCR-Geschäftsbericht 2016, S. 40

<sup>64</sup> FCR-Eigenpublikation „IMMOWIN“ vom 06.12.2017, S. 10

<sup>65</sup> FCR-Geschäftsbericht 2016, S.40; FCR-Halbjahresbericht 2019, S. 10

<sup>66</sup> FCR-Pressemitteilung vom 11.01.2018

<sup>67</sup> Thüringer Allgemeine vom 12.01.2018; Immobilien Zeitung vom 18.01.2018

<sup>68</sup> Thüringische Landeszeitung vom 14.08.2018

<sup>69</sup> FCR-Halbjahresbericht 2019, S. 8

<sup>70</sup> BondGuide Online vom 19.02.2019

<sup>71</sup> Czerwensky Intern vom 16.08.2017



Kennzahl	Dez. 2015	Dez. 2016	Dez. 2017	Dez. 2018
Marktwert des Portfolios (€m)	34,3	76,0	130,0	250,0
Nettomietumsätze p.a. (€m)	3,2	5,5	9,5	14,8
<b>Ist-Mietrendite (%)</b>	<b>9,3%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,3%</b>	<b>5,9%</b>
Nettopotentialmiete p.a. (€m)	3,9	6,3	10,9	17,7
<b>Soll-Mietrendite (%)</b>	<b>11,4%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,4%</b>	<b>7,1%</b>

Quelle: FCR-Geschäftsberichte, Red Alpha Research Berechnung

Diese Entwicklung scheint nicht nur eine Folge unzureichender Asset Management-Fähigkeiten und dem Erwerb fragwürdiger Objekte (z.B. der Hotels in Österreich und Italien mit niedrigen Pachtbeträgen) zu sein. Sie deutet zudem darauf hin, dass FCR beim Erwerb neuer Immobilien zunehmend höhere Einkaufspreise entrichten muss, was das Geschäftsmodell per se (Unternehmensmotto: „Im Einkauf liegt der Gewinn“)<sup>72</sup> deutlich in Frage stellt.

#### 4. Riskantes Finanzprofil aufgrund hoher Verschuldung in Kombination mit volatilen Erträgen und geringer Profitabilität

##### Drastischer Anstieg des Verschuldungsgrads

Über die letzten Jahre konnte ein signifikanter Anstieg der Verschuldung beobachtet werden:

Kennzahl	Dez. 2015	Dez. 2016	Dez. 2017	Dez. 2018	Wachstum 2015-18
Nettofinanzverbindlichkeiten (€m)	16,9	31,2	65,3	153,8	<b>810%</b>
Marktwert des Portfolios (€m)	34,3	76,0	130,0	250,0	
<b>Verschuldungsgrad („LTV“) (%)</b>	<b>49,3%</b>	<b>41,0%</b>	<b>50,2%</b>	<b>61,5%</b>	
EBITDA (€m)	3,7	3,1	4,9	10,1	<b>173%</b>
<b>Nettofinanzverb. / EBITDA (x)</b>	<b>4,6x</b>	<b>10,0x</b>	<b>13,2x</b>	<b>15,2x</b>	
FFO 2 (€m)	2,0	1,2	2,2	4,1	<b>104%</b>
<b>FFO 2 / Nettofinanzverb. (%)</b>	<b>12,0%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,3%</b>	<b>2,7%</b>	

Quelle: FCR-Geschäftsberichte, Red Alpha Research Berechnung

Während EBITDA und FFO 2 im Zeitraum 2015-18 um 173% bzw. 104% wuchsen, stiegen die Nettofinanzverbindlichkeiten im selben Zeitraum um 810%. Der Verschuldungsgrad von FCR liegt damit deutlich über jenem börsennotierter Vergleichsunternehmen wie z.B. DEMIRE oder Deutsche Konsum REIT.<sup>73</sup>

##### Geringe bzw. negative Profitabilität

Laut Falk Raudies ist FCR nicht auf die Veräußerung von Immobilien angewiesen, da FCR von den guten Mieteinnahmen des Portfolios profitiere: „Unser Geschäft ist Cashflow-positiv. Wir haben jährliche Mieteinnahmen von 15 Millionen Euro und Zinskosten von sechs. Da bleiben neun Millionen übrig“.<sup>74</sup>

Diese Aussage simplifiziert die Realität (da u.a. keine Berücksichtigung von Personalkosten erfolgt) und ist auf Basis des FCR-eigenen Zahlenwerks nur schwer nachzuvollziehen. Unter

<sup>72</sup> FCR-Pressemitteilung vom 26.07.2016

<sup>73</sup> DEMIRE Präsentation 9M 2019, S. 13; Deutsche Konsum REIT Präsentation Q1 2019/20, S. 18

<sup>74</sup> Wirtschaftswoche Online vom 10.06.2019; Euro am Sonntag vom 23.11.2019

anderem wird die Tatsache ignoriert, dass für Bankdarlehen neben Zinskosten zusätzlich hohe jährliche Tilgungszahlungen anfallen (FCR selbst nennt eine Rate von fast 10% p.a.).<sup>75</sup>

Der operative Cash Flow deckte in den vergangenen Jahren nicht einmal Zinszahlungen sowie Tilgung von Darlehen bzw. Anleihen:

Kennzahl (€m)	2016	2017	2018
Operativer Cash Flow	-2,6	2,7	11,3
+ Zinsaufwand	-1,6	-3,1	-4,4
+ Tilgung	-	-	-20,8
= <b>Unterdeckung</b>	<b>-4,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-13,9</b>

Quelle: FCR-Geschäftsberichte, Red Alpha Research Berechnung

Die Betrachtung der Funds from Operations inkl. Veräußerungsgewinnen (FFO 2) zeigt ein ähnlich desolates Bild:

Kennzahl (€m)	2016	2017	2018
Jahresüberschuss	0,4	1,0	1,4
+ Abschreibungen	0,8	1,2	2,7
= <b>FFO 2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>
+ Zinsaufwand	-1,6	-3,1	-4,4
= <b>Unterdeckung</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,3</b>

Quelle: FCR-Geschäftsberichte, Red Alpha Research Berechnung

Betrachtet man zusätzlich den sog. FFO 1 (ohne Veräußerungsgewinne, d.h. im Wesentlichen getrieben durch laufende Mieteinnahmen), fällt auf, dass dieser seit 2015 in jeder Periode negativ ausfiel:

Kennzahl (€m)	2015	2016	2017	2018	H1 2019
<b>FFO 2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>	<b>6,7</b>
- Veräußerungsgewinne	-2,9	-1,9	-4,6	-5,2	-10,3
= <b>FFO 1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,6</b>

Quelle: FCR-Geschäfts- und Halbjahresberichte, Red Alpha Research Berechnung

## Mangelnde Planbarkeit aufgrund hochvolatiler Erträge

Neben der Erzielung stabiler Mieteinnahmen ist FCR laufend auf profitable Immobilienverkäufe angewiesen – laut Falk Raudies erzielt das Unternehmen „60% [der] Erträge mit Trades und rund 40% mit Bestandshaltung“.<sup>76</sup>

Diese Abhängigkeit resultiert in volatilen Margen (und damit einer drastisch reduzierten Prognostizierbarkeit der Geschäftszahlen), was u.a. von der Ratingagentur Scope sowie vom Research-Haus SMC bestätigt wird.<sup>77</sup>

Aufgrund der unterdurchschnittlichen Qualität des Immobilienportfolios – welches sich zum Großteil an illiquiden „D“-Standorten befindet und ein durchschnittliches wirtschaftliches Alter von ca. 30 Jahren aufweist<sup>78</sup> – könnte FCR bei einer negativen Marktentwicklung auch gezwungen sein, Objekte zu signifikanten Preisabschlägen zu verkaufen.

<sup>75</sup> FCR-Geschäftsbericht 2018, S. 56

<sup>76</sup> Immobilien Zeitung vom 18.04.2019

<sup>77</sup> Mitteilung von Scope Ratings vom 11.09.2019; SMC-Studie vom 13.01.2020, S. 5

<sup>78</sup> Mitteilung von Scope Ratings vom 11.09.2019

## Disclaimer

This report has been prepared for informational purposes only and expresses our opinions. Our reports are for distribution only as may be permitted by law. It is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation or would subject Red Alpha Research to any registration or licensing requirement within such jurisdiction. It is published solely for information purposes; it is not an advertisement nor is it a solicitation or an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy. No representation or warranty, either expressed or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained in our reports. Our report is not intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. Red Alpha Research does not undertake to update or keep current the report. Any opinions expressed in our reports may change without notice. Any statements contained in this report attributed to a third party represent Red Alpha Research's interpretation of the data, and such use and interpretation have not been reviewed by the third party. To the best of our ability and belief, all information contained herein is accurate and reliable, and has been obtained from public sources we believe to be accurate and reliable, and who are not insiders or connected persons of the stock covered herein or who may otherwise owe any fiduciary duty or duty of confidentiality to the issuer. We have a good-faith belief in everything we write; however, all such information is presented "as is", without warranty of any kind – whether expressed or implied. In no event will we be liable for any direct or indirect trading losses caused by any information available on this report. Think critically about our opinions and do your own research and analysis before making any investment decisions. We are not registered as an investment advisor in any jurisdiction. By downloading, reading or otherwise using this report, you agree to do your own research and due diligence before making any investment decision with respect to securities discussed herein, and by doing so, you represent to us that you have sufficient investment sophistication to critically assess the information, analysis and opinions in this report. You should seek the advice of a security professional regarding your stock transactions. Nothing in our reports constitutes a representation that any investment strategy or recommendation is suitable or appropriate to an investor's individual circumstances or otherwise constitutes a personal recommendation. Investments involve risks, and investors should exercise prudence and their own judgement in making their investment decisions. The financial instruments described in the document may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. Options, derivative products and futures are not suitable for all investors, and trading in these instruments is considered risky. The value of any investment or income may go down as well as up, and investors may not get back the full (or any) amount invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Neither Red Alpha Research nor any of its principals or agents accept any liability for any loss (including investment loss) or damage arising out of the use of all or any of our reports. You should also assume that as of the publication date of our reports, Red Alpha Research may have an investment position in the stocks (and/or options, swaps, and other derivatives related to the stock) and bonds covered therein (either long or short depending on Red Alpha Research's opinion), and therefore stands to realize significant gains in the event that the price of these instruments changes in conjunction with Red Alpha Research's opinion. Red Alpha Research may continue transacting in the securities of issuers covered in our reports for an indefinite period after the publication date of our reports, and Red Alpha Research may be long, short, or neutral at any time hereafter regardless of the initial opinion stated in our reports. Any prices stated in our reports are for information purposes only. There is no representation that any transaction can or could have been executed at those prices. Our reports are provided to you solely for general background information. Red Alpha Research has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient. In no circumstances may our reports be used for valuation or accounting purposes. By receiving our reports, you will be deemed to represent and warrant to Red Alpha Research that you will not use our reports for any of the above purposes or otherwise rely upon our reports. Research will initiate, update and cease coverage solely at the discretion of Red Alpha Research, which will also have sole discretion on the timing and frequency of any published research product. The analysis contained in our reports is based on numerous assumptions which may not be necessarily realistic. This report should only be considered in its entirety. Each section should be read in the context of the entire report, and no section, paragraph, sentence or phrase is intended to stand alone or to be interpreted in isolation without reference to the rest of the report. The section headings contained in this report are for reference purposes only and may only be considered in conjunction with the detailed statements of opinion in their respective sections.