

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 6 before reading this report.

Unternehmen

Name:	FCR Immobilien AG
Symbol:	FC9:GR
Land:	Deutschland
Sektor:	Immobilien

Bericht

Datum:	26. April 2020
Fokus:	Konzernabschluss 2019

Wesentliche Punkte

1. Signifikante **Verzerrung der Finanzkennzahlen** durch IFRS-Umstellung
2. **Cash Flow** für Geschäftsjahr 2019 (lange vor COVID-19-Krise...) **deutlich negativ**
3. **Falk Raudies als Hauptprofiteur** der vorgeschlagenen **Dividendenausschüttung**
4. Kontinuierlicher, drastischer **Anstieg des Verschuldungsgrads**
5. Zahlreiche Konzerngesellschaften mit **negativem Eigenkapital**
6. Weiterhin offensichtliche **Probleme mit Aufvermietung** von Bestandsobjekten
7. **Aktienkursentwicklung** der letzten Wochen **spiegelt Marktsicht** zu FCR wider

Am 21.04.2020 veröffentlichte die FCR Immobilien AG ihren testierten Konzernabschluss für das Geschäftsjahr 2019. Während FCR selbst die „neuen Bestmarken beim Portfolio und den Ergebnissen“ beweihräuchert¹, zeigt unsere folgende Analyse ein gänzlich anderes Bild.

1. Signifikante Verzerrung der Finanzkennzahlen durch IFRS-Umstellung

Im Rahmen der Erstellung des Konzernabschlusses 2019 erfolgte ein Übergang von der HGB- zur IFRS-Rechnungslegung.² Die als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien wurden hierbei erstmals zu Verkehrswerten angesetzt, die durch einen externen Gutachter ermittelt wurden.

Laut Gutachter lag der Verkehrswert des FCR-Portfolios per Dezember 2018 ca. €69 Mio. über Buchwert. Per Dezember 2019 wurden die Immobilien nochmals um fast €14 Mio. aufgewertet.³

Wie bereits berichtet, liegt der aktuelle implizierte Bewertungsmultiplikator des Portfolios (ca. 15x) deutlich über dem der direkten Wettbewerber (ca. 12x), obwohl die FCR-Immobilien weder eine höhere Qualität noch bessere Lagen aufweisen.⁴ Bei einer Bewertung der Objekte zu 12x fiel der Verkehrswert des FCR-Portfolios um mehr als €60 Mio. geringer aus.⁵

Wir lassen uns gerne eines Besseren belehren – aufgrund der äußerst aggressiven Bewertung der Immobilien sowie der Tatsache, dass die Identität des externen Gutachters nicht von FCR preisgegeben wird, gehen wir jedoch stark davon aus, dass die Immobiliengutachten nicht durch einen der großen, renommierten Player (z.B. JLL, Savills, etc.) erstellt wurden.

Der (nicht cash-wirksame) Neubewertungsgewinn findet sich in der Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2019 unter dem Posten *Wertänderung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien* wieder⁶, und führt dazu, dass die von FCR berichteten Kennzahlen über die tatsächliche Ertragskraft des Unternehmens hinweg täuschen:

Kennzahl	2019 (€ Mio.)
EBITDA (berichtet)	18,5
- Neubewertungsgewinn (nicht cash-wirksam)	-13,7
= EBITDA (bereinigt)	4,8
Ergebnis vor Steuern (berichtet)	11,9
- Neubewertungsgewinn (nicht cash-wirksam)	-13,7
= Ergebnis vor Steuern (bereinigt)	-1,7
Konzernjahresüberschuss (berichtet)	9,7
- Neubewertungsgewinn (nicht cash-wirksam)	-13,7
= Konzernjahresergebnis (bereinigt)	-3,9

Quelle: FCR-Konzernabschluss 2019 (Konzern-Gesamtergebnisrechnung), Red Alpha Research Berechnung

Bereinigt liegt das EBITDA deutlich unter Vorjahresniveau, und sowohl EBT als auch Jahresergebnis fallen negativ aus – tatsächlich „Bestmarken“? FCR-Vorstand Falk Raudies plant dennoch, eine Dividende in Höhe von fast €3 Mio. auszuschütten, die zu fast 70% an ihn selbst fließen würde (siehe Details auf der nächsten Seite).⁷

¹ FCR-Pressemitteilung vom 21.04.2020

² FCR-Konzernabschluss 2019, S. 2

³ FCR-Konzernabschluss 2019, S. 40

⁴ Siehe auch Red Alpha Research Report vom 15.03.2020, S. 2

⁵ Red Alpha Research Berechnung (implizierte Portfoliobewertung zu 12x: ca. €234 Mio.; aktueller Verkehrswert: €296 Mio.)

⁶ FCR-Konzernabschluss 2019 (Konzern-Gesamtergebnisrechnung)

⁷ FCR-Konzernabschluss 2019, S. 80; FCR-Unternehmenspräsentation April 2020, S. 12

2. Cash Flow für Gesamtjahr 2019 (lange vor COVID-19-Krise...) deutlich negativ

Der deutsche Immobilienmarkt blickt auf ein erfolgreiches Jahr 2019 mit günstigen Rahmenbedingungen zurück.⁸ FCR gelang es dennoch nicht, einen positiven operativen Cash Flow zu erwirtschaften – aus laufender Geschäftstätigkeit flossen fast 4 Mio. liquide Mittel ab:

Kennzahl	2019 (€ Mio.)
Mittelabfluss aus der laufenden Geschäftstätigkeit	-3,7
- Mittelabfluss aus der Investitions-/Desinvestitionstätigkeit	-56,0
+ Mittelzufluss aus der Finanzierungstätigkeit	65,7
+ Änderung Finanzmittelbestand durch Erstkonsolidierung	0,0
= Veränderung der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	6,1

Quelle: FCR-Konzernabschluss 2019 (Konzern-Kapitalflussrechnung)

Angesichts der aktuell angespannten Marktlage sind wir äußerst skeptisch, dass FCR im aktuellen Geschäftsjahr eine nennenswerte Verbesserung des Cash Flows erzielen kann.

Allein für Zinszahlungen und Tilgungen erwartet FCR in 2020 jedoch Abflüsse in Höhe von über €9 Mio. Im Zeitraum 2021-24 werden dafür insgesamt fast €120 Mio. fällig – die erwarteten Vermietungserlöse (Mindestleasingzahlungen) in dieser Periode summieren sich nur auf ca. €75 Mio.⁹

3. Falk Raudies als Hauptprofiteur der vorgeschlagenen Dividendenausschüttung

Trotz negativem bereinigtem Jahresergebnis schlagen FCR-Vorstand Falk Raudies und der Aufsichtsrat (u.a. der in der Vergangenheit wegen Untreue und Insolvenzverschleppung angeklagte Frank Fleschenberg¹⁰) der Hauptversammlung vor, für das Geschäftsjahr 2019 eine Dividende in Höhe von €0,30 pro Aktie auszuschütten.¹¹

Ein klarer Interessenskonflikt: Hauptprofiteur einer solchen Ausschüttung wäre Falk Raudies selbst, der über die RAT Asset & Trading AG über 68% der FCR-Aktien hält – ihm stünde eine Auszahlung in Höhe von €1,9 Mio. (von insgesamt €2,7 Mio. Gesamtdividende) zu.¹²

4. Kontinuierlicher, drastischer Anstieg des Verschuldungsgrads

Seit 2016 stieg der Verschuldungsgrad von FCR stetig an, und lag bereits im Dezember 2018 deutlich über dem der direkten Wettbewerber.¹³ Im vergangenen Geschäftsjahr erhöhte sich der LTV dennoch signifikant:

Kennzahl	Dez. 2018	Dez. 2019
Nettofinanzverbindlichkeiten (€ Mio.)	153,7	209,8
/ Verkehrswert des Immobilienportfolios (€ Mio.)	250,0	296,0
= Verschuldungsgrad („LTV“)	61,5%	70,9%

Quelle: FCR-Geschäftsbericht 2018, FCR-Konzernabschluss 2019, Red Alpha Research Berechnung

⁸ Handelsblatt vom 06.01.2020

⁹ FCR-Konzernabschluss 2019, S. 41 und 74; Red Alpha Research Berechnung

¹⁰ Siehe auch Red Alpha Research Report vom 05.03.2020, S. 5f.

¹¹ FCR-Konzernabschluss 2019, S. 80

¹² FCR-Konzernabschluss 2019, S. 69; FCR-Unternehmenspräsentation April 2020, S. 12; Red Alpha Research Berechnung

¹³ Siehe auch Red Alpha Research Report vom 05.03.2020, S. 9

Erschwerend kommt hinzu, dass sich FCR u.a. über teure Anleihen finanziert – die neueste (A254TQ) wird mit 4,25% verzinst, ältere (A2BPUC, A2G9G6, A2TSBi) sogar mit 5,25 bis 7,10%¹⁴. Zum Vergleich: der durchschn. Fremdkapitalzinssatz der Wettbewerber DEFAMA und Deutsche Konsum REIT bewegt sich im Rahmen von ca. 2 bis 2,5%¹⁵.

5. Zahlreiche Konzerngesellschaften mit negativem Eigenkapital

Laut Konzernabschluss 2019 weisen fast 30 FCR-Tochtergesellschaften per Dezember 2019 ein negatives Eigenkapital auf – kein besonders vertrauenserweckendes Bild:

Tochtergesellschaft	Eigenkapital (€) per 31.12.2019
FCR Bamberg GmbH & Co. KG	-356.577
FCR Verwaltungs GmbH & Co. KG	-234.922
FCR Kitzbühel GmbH & Co. KG	-212.344
FCR Schleiz GmbH & Co. KG	-209.487
FCR Altena GmbH & Co. KG	-188.978
FCR Zeulenroda GmbH & Co. KG	-151.618
FCR Wismar II GmbH & Co. KG	-116.306
FCR Monument Investment S.L.	-91.951
FCR Gera AMTP GmbH & Co. KG	-67.669
FCR Innovation GmbH & Co. KG	-48.179
+ 17 weitere Gesellschaften mit negativem Eigenkapital	

Quelle: FCR-Konzernabschluss 2019, S. 76-78

6. Weiterhin offensichtliche Probleme mit Aufvermietung von Bestandsobjekten

Den steigenden Leerstand von Bestandsobjekten im FCR-Portfolio hatten wir bereits in unseren älteren Berichten thematisiert. Ein Blick auf die Kennzahlen per Dezember 2019 offenbart, dass FCR nach wie vor bei zahlreichen Immobilien mit der geplanten Aufvermietung scheitert:

Objekt	Erwerbs-jahr	Vermietungsstand im Dezember des Erwerbsjahres	Vermietungsstand per Dez. 2019	Entwicklung des Vermietungsstands
EKZ Seesen	2016	94%	54%	-40 %-Pkt.
Promenadencenter Wismar	2016	63%	46%	-17 %-Pkt.
Supermarkt Wittenberge	2017	94%	84%	-10 %-Pkt.
FMZ Oer-Erkenschwick	2013	98% (2015)	90%	-8 %-Pkt.
EKZ Cottbus	2015	52%	47%	-5 %-Pkt.
Bieblach-Center Gera	2017	77%	72%	-5 %-Pkt.
Damaschke-Center Dessau	Vor 2015	84% (2015)	80%	-4 %-Pkt.
Wohn-/Geschäftsh. Altena	2018	36%	36%	Unverändert
Schlossgalerie Rastatt	2018	76%	76%	Unverändert

Quelle: FCR-Geschäftsberichte, FCR-Konzernabschluss 2019, Red Alpha Research Berechnung

Diese Entwicklung offenbart nicht nur klare Schwächen im Asset Management, sondern ist auch ein Indiz für die problematischen Standorte der Objekte. Wir halten die Pläne von FCR, suboptimal verwaltete Immobilien in fragwürdigen Sekundärlagen zu einer Prämie (zur bereits sehr aggressiven Bewertung) zu veräußern, für nicht nachhaltig, und bleiben gespannt.

¹⁴ FCR-Unternehmenspräsentation April 2020, S. 11

¹⁵ DEFAMA-Unternehmenspräsentation vom 25.02.2020, S. 5; Deutsche Konsum REIT-Unternehmenspräsentation vom 13.02.2020, S. 18

7. Aktienkursentwicklung der letzten Wochen spiegelt Marktsicht zu FCR wider

Seit Anfang März 2020 brach der Kurs von FCR um fast 30% ein (trotz zahlreichen Aktienkäufen durch Falk Raudies¹⁶), während die direkten Wettbewerber sowie der m:access-Aktienindex deutlich geringere Kursverfälle aufweisen.

Innerhalb der letzten vier Wochen erholten sich die Aktienkurse von DEFAMA und Deutsche Konsum REIT zudem merklich – die FCR-Aktie gab hingegen weiter nach:

Unternehmen/Index	Schlusskurs 02.03.2020	Schlusskurs 01.04.2020	Schlusskurs 24.04.2020	Δ Kurs 02.03.-24.04.	Δ Kurs 01.04.-24.04.
DEFAMA	€16,60	€13,60	€15,30	-8%	+13%
Deutsche Konsum REIT	€17,40	€14,00	€15,05	-14%	+8%
m:access (Total Return)	2.801	2.317	2.493	-11%	+8%
FCR Immobilien	€13,20	€9,65	€9,50	-28%	-2%

Quelle: Deutsche Börse, Red Alpha Research Berechnung

Uns scheint, als hätten nicht nur wir Zweifel hinsichtlich der Nachhaltigkeit und Widerstandsfähigkeit des FCR-Geschäftsmodells. Es überrascht uns nicht, dass die FCR Immobilien AG im Bernecker-Aktionärsbrief von Anfang April zum „Bär der Woche“ gekürt wurde.¹⁷

Die Tatsache, dass FCR in der aktuellen Unternehmenspräsentation weiterhin unbeirrt auf den mittlerweile veralteten SMC-Research-Bericht von Anfang März verweist (Kaufempfehlung mit Kursziel €14,40; kein Wort zu COVID-19!)¹⁸, erscheint in diesem Kontext wie ein schlechter Scherz.

¹⁶ DGAP-Pflichtmitteilungen (Directors' Dealings) der FCR Immobilien AG vom 09.03.2020, 11.03.2020, 12.03.2020, 13.03.2020 und 24.04.2020

¹⁷ Bernecker-Aktionärsbrief vom 02.04.2020 (www.der-aktionaersbrief.de)

¹⁸ FCR-Unternehmenspräsentation April 2020, S. 13

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.