

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 9 before reading this report.

Company Details

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

Report Details

Date:	15 March 2020
Language:	German

Executive Summary

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

1. Comparison to listed peers suggests overstatement of FCR's property valuation
2. Unclear corporate strategy: U-turn within 1 year
3. Analysis of specific FCR properties raises doubts over real estate competence
4. Unexplained profit transfer in 2016
5. Insufficient liquidity of FCR stock; trading volume distorted by insider purchases

Zusammenfassung

1. Vergleich mit Wettbewerbern deutet auf Überbewertung des FCR-Immobilienportfolios
2. Unklare Unternehmensstrategie: 180-Grad-Wende innerhalb von 1 Jahr
3. Detailbetrachtung spezifischer FCR-Objekte weckt Zweifel an Immobilienkompetenz
4. Unerklärte Gewinnabführung in 2016
5. Mangelnde Liquidität der FCR-Aktien; Handelsvolumina verzerrt durch Insider-Käufe

Obwohl unser Bericht vom 05.03.2020 13 Mal von FCR-Mitarbeitern heruntergeladen wurde¹, erfolgte bis dato keinerlei Stellungnahme seitens FCR. Wir gehen daher davon aus, dass die Ergebnisse unserer Analyse ganzheitlich zutreffend sind. Im Folgenden möchten wir einige weitere Themen beleuchten.

1. Vergleich mit Wettbewerbern deutet auf Überbewertung des FCR-Immobilienportfolios

Im Zuge der Umstellung auf den Rechnungsstandard IFRS wurde der Marktwert des Portfolios von FCR durch einen externen Gutachter ermittelt (dessen Identität bislang nicht preisgegeben wurde).²

Ein Vergleich der Kennzahlen mit den börsennotierten Vergleichsunternehmen DEFAMA und Deutsche Konsum REIT (die FCR als wesentliche Wettbewerber betrachtet³) zeigt eine deutliche Diskrepanz:

Unternehmen	Marktwert des Immob.-Portfolios (€m)	Nettomieteinnahmen p.a. (€m)	Miet-Multiplikator
FCR Immobilien ⁴	294	19,5	15,1 X
DEFAMA ⁵	140	12,0	11,7 X
Deutsche Konsum REIT ⁶	795	64,4	12,3 X
Ø Wettbewerber			12,0 X
Δ FCR vs. Ø Wettbewerber			+3,1 X (+26%)

Quelle: Unternehmenspräsentationen, Red Alpha Research Berechnung

Obwohl das FCR-Immobilienportfolio weder bessere Qualität noch Lagen aufweist – die Ratingagentur Scope Ratings kritisiert z.B. insbesondere das „hohe wirtschaftliche Alter“, die „relativ geringe Attraktivität für Mieter“, den „hohen Investitionsbedarf“ und die „illiquiden ‚D‘-Standorte“⁷ – liegt der implizierte Bewertungsmultiplikator der FCR-Objekte mehr als 25% über dem der Wettbewerber.

Auf dieser Basis erachten wir die Bewertung der FCR-Immobilien für äußerst aggressiv, und teilen die Einschätzung von Scope Ratings, dass es nach Ende des aktuellen Zyklus zu einem Rückgang der Marktwerte kommen könnte.

Wir hoffen, dass FCR im Rahmen der Publikation des testierten Jahresabschlusses 2019 auch die zu Grunde liegenden Annahmen der Portfoliobewertung offenlegt, um eine detailliertere Analyse und Validierung zu ermöglichen.

¹ Webserver-Log (Zugriffe auf „https://www.redalpharesearch.com/docs/20200305_fc9gr_de.pdf“ von „mail.fcr-immobilien.de“)

² FCR-Pressemitteilung vom 19.02.2020

³ FCR-Wertpapierprospekt vom 10.04.2019, S. 81

⁴ FCR-Unternehmenspräsentation Februar 2020, S. 6

⁵ DEFAMA Unternehmenspräsentation vom 25.02.2020, S. 3 und 6

⁶ Deutsche Konsum REIT Präsentation Q1 2019/2020, S. 13

⁷ Mitteilung von Scope Ratings vom 11.09.2019

2. Unklare Unternehmensstrategie: 180-Grad-Wende innerhalb von 1 Jahr

Der Titel der aktuellen FCR-Unternehmenspräsentation – *„Erfolgreich wachsen mit Kontinuität und Innovation“*⁸ – suggeriert eine stetige, stringente Portfoliostrategie. Wir können dies auf Basis der getroffenen Unternehmensentscheidungen innerhalb des letzten Jahres nicht nachvollziehen.

(Kein) Fokus auf Hotelimmobilien?

Im Frühjahr 2019 ließ FCR-Vorstand Falk Raudies in einem Artikel mit dem vielsagenden Titel *„Die einen sammeln Briefmarken, die anderen Hotels“* verlauten, das bis dato drei Objekte umfassende Hotelportfolio deutlich ausbauen zu wollen: *„In diesem Jahr kommen noch drei, im nächsten weitere fünf hinzu. Die Verhandlungen laufen schon. Ich möchte eine richtige Kette aufbauen.“*⁹ Wenige Monate darauf bekräftigte er diese Absicht in einem Interview mit der Wirtschaftswoche: *„Das Geschäft mit Hotels ist wenig konjunkturanfällig. Deswegen sind wir engagiert.“*¹⁰ Laut FCR erfüllten die erworbenen Hotelobjekte, z.B. das Wasserschloss Westerburg, vollumfänglich die eigenen Ankaufskriterien und stärkten das Gesamtportfolio.¹¹

Bestandsaufnahme per März 2020: das FCR-Portfolio enthält nach wie vor drei Hotels in Deutschland, Österreich und Italien – weitere Zukäufe wurden entgegen der Aussage von Falk Raudies nicht getätigt. Ein aktueller Bericht von SMC Research bestätigt die drastische Strategieänderung: *„Das Engagement in Hotelimmobilien [soll] aufgrund der aufwendigen Bewirtschaftung reduziert werden, weswegen die drei Hotels in diesem Jahr zum Verkauf stehen.“*¹²

Für uns war der Erwerb der Hotelobjekte u.a. aufgrund der niedrigen Mietrenditen sowie der teilweisen Privatnutzung durch Familie Raudies¹³ nie nachvollziehbar. Obwohl wir unter „Kontinuität“ der Portfoliostrategie etwas Anderes verstehen als eine 180-Grad-Wende innerhalb nur eines Jahres, begrüßen wir daher die geplante Maßnahme (vorausgesetzt, die Hotels können gewinnbringend veräußert werden).

Vor dem Hintergrund, dass aktuell weitere Anlegergelder im Rahmen einer neuen €30 Mio.-Anleiheemission eingesammelt werden sollen¹⁴, wären umfassendere Analysen und Due Diligence seitens FCR wünschenswert, um weitere Verirrungen bei zukünftigen Immobilientransaktionen zu vermeiden.

(Kein) Fokus auf Projektentwicklungen?

In einem Interview mit BondGuide Online im November 2018 bekräftigte Falk Raudies die Relevanz von Projektentwicklungen für das FCR-Geschäftsmodell: *„Unser Geschäftsbereich Immobilienentwicklung [...] [trägt] auch zum Ausbau unserer Ertragsstärke bei.“*¹⁵

Knapp 1,5 Jahre später – wir vermuten u.a. aufgrund der Verzögerung in Bamberg (siehe S. 7) – ist davon allerdings keine Rede mehr. Das Research-Haus SMC berichtet, dass *„FCR künftig keine*

⁸ FCR-Unternehmenspräsentation Februar 2020

⁹ BILD München vom 29.03.2019

¹⁰ Wirtschaftswoche Online vom 10.06.2019

¹¹ FCR-Pressemitteilung vom 20.03.2019

¹² SMC Research-Update vom 03.03.2020, S. 4

¹³ Red Alpha Research Bericht vom 05.03.2020 (https://www.redalpharesearch.com/docs/20200305_fc9gr_de.pdf)

¹⁴ FCR-Pressemitteilung vom 11.03.2020

¹⁵ BondGuide Online vom 23.11.2018

*Neuentwicklungen in Eigenregie durchführen [will]*¹⁶. Neben dem Studentenwohnheim in Bamberg betrifft dies auch die fragwürdige Projektentwicklung auf Mallorca, die wir in unserem letzten Report beleuchtet hatten.

(Kein) Fokus auf größere Immobilien?

Ende 2018 wurde Falk Raudies mit der Aussage zitiert, sich beim Immobilienankauf auch auf größere Einkaufszentren und Portfolios zu konzentrieren, um *„einerseits unser profitables Wachstum weiter zu beschleunigen und andererseits natürlich auch ganz bewusst die Qualität in unserem Portfolio signifikant zu erhöhen“*.¹⁷ Auf das größte Objekt im Portfolio angesprochen, erklärte er wenige Monate darauf: *„Ein Zukauf wie das Einkaufszentrum Schlossgalerie in Rastatt mit über 21.600 qm Mietfläche macht natürlich Spaß. Davon möchte ich gerne mehr“*.¹⁸

Im März 2020 – nur etwas mehr als 1 Jahr später – wurden diese Pläne jedoch revidiert: *„Der Fokus [soll] [...] auf vergleichsweise kleinen Immobilien bleiben, weil FCR in diesem Bereich weniger Konkurrenz und dementsprechend höhere Margen sieht“*.¹⁹ Der ausbleibende Erfolg beim Leerstandsabbau in Rastatt (siehe S. 5) sowie das hohe Klumpenrisiko dürften unseres Erachtens auch eine Rolle bei dieser Entscheidung gespielt haben.

3. Detailbetrachtung spezifischer FCR-Objekte weckt Zweifel an Immobilienkompetenz

In unserem Bericht vom 05.03.2020 hatten wir anhand einiger ausgewählter Immobilien offensichtliche Probleme des Asset Managements von FCR aufgezeigt. Im Folgenden stellen wir eine Reihe weitere Objekte vor, die deutliche Zweifel an der Immobilienkompetenz des FCR-Teams wecken.

Schlossgalerie Rastatt

Das bereits erwähnte Einkaufszentrum im Rastatt mit ca. 22.000 m² vermietbarer Fläche wurde von FCR im Rahmen des *„größten Ankaufs der Unternehmensgeschichte“* im Oktober 2018 erworben.²⁰ Wir erachten die Immobilie aufgrund hohem Kaufpreis, risikobehafteter Mieterstruktur und mangelndem Leerstandsabbau als sehr problematisch.

Hoher Kaufpreis

Unser Berechnung zufolge – auf Basis von Mieteinnahmen in Höhe von ca. €3 Mio. sowie einer Mietrendite von 6,6% (eine der niedrigsten innerhalb des FCR-Portfolios)²¹ – lag der Kaufpreis bei etwa €45 Mio. Der implizierte Mietmultiplikator von ca. 15x legt im Vergleich mit Wettbewerbern den Schluss nahe, dass die Immobilie zu teuer angekauft wurde. Den Plan von FCR, das Objekt nach Optimierung *„mit einem zweistelligen Millionengewinn“* zu veräußern²², sehen wir daher als äußerst ambitioniert an.

¹⁶ SMC Research-Update vom 03.03.2020, S. 4

¹⁷ BondGuide Online vom 19.11.2018

¹⁸ BondGuide Online vom 19.02.2019

¹⁹ SMC Research-Update vom 03.03.2020, S. 2

²⁰ FCR-Pressemitteilung vom 08.10.2018

²¹ FCR-Pressemitteilung vom 08.10.2018; FCR-Jahresbericht 2018, S. 25

²² Czerwensky Intern vom 29.05.2019

Risikobehaftete Mieterstruktur

Die Hälfte der 20 Shops in der Schlossgalerie Rastatt werden von Einzelhandelsketten aus dem Bekleidungsbereich angemietet, u.a. von C&A, H&M, Tom Tailor und Woolworth.²³ Laut FCR handelt es sich hierbei um „bonitätsstarke“ Mieter.²⁴

In der Realität ist die gegenwärtige Lage im Textilsektor jedoch deutlich angespannt, da das Kaufverhalten von Konsumenten insbesondere zu Lasten stationärer Textilhändler geht: *„In Deutschland kämpfen [...] zahlreiche Händler um ihre Existenz, darunter gerade Modeketten [...] Der Markt gilt als hart umkämpft. Konsumenten kaufen verstärkt im Internet“*.²⁵

Der Ankermieter der FCR-Immobilie, H&M, weist seit Jahren sinkende Margen auf und durchkämmt angesichts des Strukturwandels akribisch sein Ladennetz.²⁶ Auch C&A *„kämpft [...] mit rückläufigen Frequenzen und schließt gerade in Deutschland 13 der 450 Läden“* – laut Manager Magazin könnte sich das Unternehmen mittelfristig sogar von bis zu 100 Filialen trennen.²⁷

Da die Schlossgalerie mehr als 15% der Mieteinnahmen des Gesamtportfolios generiert²⁸, hätten solche Maßnahmen der Mieter erhebliche negative Auswirkungen für die Finanzsituation von FCR.

Mangelnder Leerstandsabbau

Zum Zeitpunkt des Ankaufs ließ FCR verlauten, den Vermietungsstand von ca. 77% rasch zu steigern: *„Durch das wertschaffende Asset Management [...] soll der Leerstand somit äußerst zügig abgebaut werden, es finden bereits Gespräche mit namhaften Mietern statt“*²⁹.

Per Ende Juni 2019 lag der Vermietungsstand jedoch unverändert bei 76.2%.³⁰

Gartencenter Frankenberg

Eine Immobilie zu kaufen, deren alleiniger Mieter kurz nach Erwerb auszieht und in unmittelbarer Nähe einen Neubau errichtet, erachten wir nicht als wertsteigernde Strategie. Im Falle des FCR-Objekts in Frankenberg ist jedoch genau dies geschehen.

Das Gartencenter – laut Immobilien Zeitung Teil eines Portfolios, das sich lange Zeit als unverkäuflich herausgestellt hatte – wurde von FCR im November 2016 erworben.³¹ Zum Zeitpunkt des Kaufs war die Immobilie vollständig an einen zur Rheika-Delta Warenhandelsgesellschaft gehörenden Herkules Bau- & Gartenmarkt vermietet (im FCR-Jahresbericht 2016 wird fälschlicherweise EDEKA als Hauptmieter genannt).³²

Im März 2017, nur wenige Monate später, berichtete Rheika-Delta von *„im zweiten Halbjahr 2017 beginnenden baulichen Arbeiten für die Verlagerung des Herkules Bau- und Gartenfachmarktes am Standort Frankenberg“*.³³

²³ <https://www.schlossgalerierastatt.de/shops-3/>

²⁴ FCR-Pressemitteilung vom 08.10.2018

²⁵ Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 01.10.2019; JLL Investmentmarktübersicht Einzelhandel von Februar 2020

²⁶ TWnetwork.de vom 21.01.2015 und 03.10.2019; TextilWirtschaft vom 28.11.2019

²⁷ TextilWirtschaft vom 30.01.2020 und 20.02.2020

²⁸ FCR-Pressemitteilung vom 08.10.2018; FCR-Unternehmenspräsentation Februar 2020, S. 6

²⁹ FCR-Pressemitteilung vom 08.10.2018

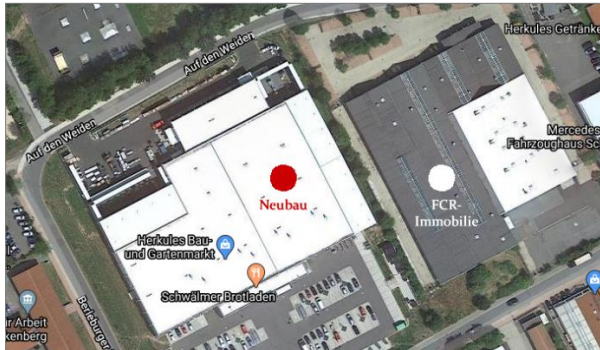
³⁰ FCR-Halbjahresbericht 2019, S. 9

³¹ FCR-Pressemitteilung vom 30.11.2016; Immobilien Zeitung vom 23.02.2017

³² FCR-Jahresbericht 2016, S. 39

³³ Rheika-Delta Warenhandelsgesellschaft Jahresabschluss 2016

Mitte 2018 zog Rheika-Delta aus der FCR-Immobilie in den 8.000 m² großen Neubau gegenüber. Der örtliche Bürgermeister kommentierte den Umzug wie folgt: „Es wurde auch Zeit, dass der alte Markt aufgegeben wurde, er war nicht mehr zeitgemäß“.³⁴



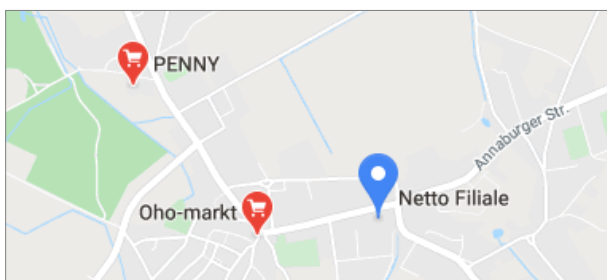
Quelle: Google Maps

In FCR-Publikationen wird diese Tatsache nicht erwähnt – im Jahresbericht 2018 wurde das leerstehende Objekt schlichtweg als „Projektentwicklung“ umklassifiziert.³⁵ Wir sind äußerst skeptisch, dass die Immobilie neu vermietet bzw. mit Gewinn veräußert werden kann.

Nahversorger Prettin

Im Juni 2019 erwarb FCR eine an den Lebensmitteldiscounter Netto vermietete Immobilie in Prettin, und erklärte in diesem Rahmen: „Unsere Immobilie [...] bietet so eine Haupteinkaufsmöglichkeit für die lokale Bevölkerung. Zusammen mit unserem Ankermieter [...] stellen wir hier also nachhaltig das Angebot an Produkten des täglichen Bedarfs sicher“.³⁶

Verschwiegen wird hierbei jedoch, dass Prettin – ein Dorf mit weniger als 2.000 Einwohnern – zwei weitere Supermärkte in der Nähe der FCR-Immobilie aufweist:



Quelle: Google Maps

Verschärft wird die Situation durch die negative demographische Entwicklung: zwischen 1999 und 2012 sank die Einwohnerzahl von Prettin um fast 30%.³⁷ Die laut FCR „langfristig stabile Miet- und Wertentwicklung des Standorts“³⁸ hinterfragen wir deshalb kritisch.

³⁴ Hessische/Niedersächsische Allgemeine vom 16.04.2018

³⁵ FCR-Jahresbericht 2018, S. 23

³⁶ FCR-Pressemitteilung vom 27.06.2019

³⁷ Stadt Annaburg – Leitartikel des Bürgermeisters von Januar 2014 (<http://stadt-annaburg.de/cms/index.php?id=500>)

³⁸ FCR-Pressemitteilung vom 27.06.2019

Studentenwohnheim Bamberg

Die Immobilien Zeitung berichtete im Januar 2018 von den Plänen FCRs, in Bamberg ein Wohnheim zu errichten, in das bereits im Jahr 2019 Studenten einziehen sollten.³⁹ Nur 3 Monate später, im April 2018, musste FCR bereits den Zeitplan korrigieren: „Die Fertigstellung der Studentenapartments ist für Anfang 2020 geplant“.⁴⁰

Seitdem ist uns kein weiteres Update seitens FCR bekannt. Laut offiziellem Exposé wurden bis dato lediglich 5 der insgesamt 141 Apartments verkauft.⁴¹

4. Unerklärte Gewinnabführung in 2016

Die intransparente Unternehmenskommunikation von FCR hatten wir bereits in unserem letzten Bericht bemängelt. Ein weiterer Beleg dafür findet sich im Geschäftsbericht 2016:

	Gesamtjahr 2016	Gesamtjahr 2015
14) Auf Grund einer Gewinngemeinschaft, eines Gewinnabführungs- oder Teilgewinnabführungsvertrages abgeführte Gewinne	- 119.834,23 €	0,00 €

Quelle: FCR-Geschäftsbericht 2016, S. 26

Demnach wurden in 2016 fast €120.000 des Unternehmensgewinns an eine oder mehrere externe Parteien „abgeführt“. Details hierzu (Identität der Empfänger, zu Grunde liegender Vertrag, etc.) werden von FCR jedoch nicht genannt.

Aufgrund der unseres Erachtens äußerst fragwürdigen Corporate Governance (mangelnde Transparenz, Interessenskonflikte, etc.) überrascht es uns nicht, dass FCR sich entschieden hat, den Empfehlungen der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex nicht zu folgen.⁴²

5. Mangelnde Liquidität der FCR-Aktien; Handelsvolumina verzerrt durch Insider-Käufe

Im Vergleich zu börsennotierten Wettbewerbern wird die geringe Liquidität der FCR-Aktie deutlich. Innerhalb der letzten 6 Monate wurden z.B. nur 2,7% der gesamten ausstehenden FCR-Aktien, jedoch 6,5% der DEFAMA-Aktien gehandelt:

³⁹ Immobilien Zeitung vom 11.01.2018

⁴⁰ FCR-Pressemitteilung vom 25.04.2018

⁴¹ http://studentenwohnheim.fcr-immobilien.de/fileadmin/user_upload/Bamberg_Studentenwohnheim_Expose_Final.pdf

⁴² FCR-Wertpapierprospekt vom 10.04.2019, S. 89

Unternehmen	Anzahl geh. Aktien (Letzter Monat) ⁴³ / Gesamtanzahl Aktien	Anzahl geh. Aktien (Letzte 3 Monate) ⁴⁴ / Gesamtanzahl Aktien	Anzahl geh. Aktien (Letzte 6 Monate) ⁴⁵ / Gesamtanzahl Aktien
FCR Immobilien	0,9%	1,5%	2,7%
DEFAMA	1,8%	3,9%	6,5%
Deutsche Konsum REIT	1,1%	2,4%	3,5%

Quelle: Deutsche Börse, Red Alpha Research Berechnung

Aufgrund der Illiquidität der FCR-Aktie können bereits einzelne Kauf- oder Verkaufstransaktionen zu starken Ausschlägen des Aktienkurses führen. Bei genauerer Betrachtung seit Anfang des Jahres fällt auf, dass die FCR-Handelsvolumina an zahlreichen Tagen durch Aktienkäufe des Vorstands und Großaktionärs Falk Raudies beeinflusst werden:

Datum	Aktienkäufe XETRA (durch Falk Raudies) ⁴⁶	Handelsvolumen XETRA (gesamt)	Anteil Falk Raudies am Gesamtvolumen (%)
15.01.2020	1.800	3.700	49%
17.01.2020	1.000	4.380	23%
29.01.2020	890	1.600	56%
04.02.2020	1.900	3.918	48%
11.02.2020	500	724	69%
12.02.2020	500	2.110	24%
13.02.2020	1.000	1.500	67%
26.02.2020	319	2.752	12%
27.02.2020	670	5.507	12%
06.03.2020	2.104	7.437	28%
09.03.2020	1.761	6.191	28%
10.03.2020	1.705	8.161	21%
11.03.2020	400	400	100%
12.03.2020	4.000	9.134	44%

Quelle: Deutsche Börse, DGAP-Pflichtmitteilungen von FCR Immobilien AG, Red Alpha Research Berechnung

Insbesondere nach Publikation unseres Berichts am 05.03.2020 wurden von Falk Raudies auffällig viele FCR-Aktien erworben – ein Versuch, dadurch den Aktienkurs zu stützen?

⁴³ Zeitraum 13.02.2020 – 13.03.2020

⁴⁴ Zeitraum 13.12.2019 – 13.03.2020

⁴⁵ Zeitraum 13.09.2019 – 13.03.2020

⁴⁶ Via RAT Asset & Trading AG

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.