

Aktienanalyse

Store Capital Corp. (STOR)

ISIN US8621211007

Erstellt am 21.01.2018, 22:00 Uhr,
von Thomas Senf, Betriebswirt



Urheberrechte

Die Analyse ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

© Thomas Senf 2018



Haftungsausschluss

- **Die Aktienanalyse stellt keine Anlageberatung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren im Sinne von § 85 WpHG dar. Es wird keine Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument vorgeschlagen.**
- Es gelten ergänzend die weiteren finanzsenf.de-Bestimmungen zu [Haftungsausschluss](#) und [Datenschutz](#).
- Die Analyse wurde von mir allein mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Alle wesentlichen Quellen werden angegeben und von mir als zuverlässig erachtet. Ein persönlicher Kontakt zwischen mir und dem analysierten Unternehmen bestand und besteht nicht. Die Analyse stellt meine persönliche Einschätzung dar.
- Eine Garantie, Gewährleistung oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Analyse und der zur Verfügung gestellten Inhalte und Informationen kann zu keiner Zeit übernommen werden.
- Die Analyse und die selbst ermittelten Kennzahlen basieren in der Regel auf Informationen aus den Jahresabschlüssen des Unternehmens (Bilanzanalyse) und/ oder auf Daten von morningstar.com. Die Daten können im Einzelfall fehlerhaft sein. Es wird mit Werten und Zahlen aus der Vergangenheit gearbeitet. Werte und Entwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Entwicklungen und können daher als Grundlage einer Anlageentscheidung nicht geeignet sein.
- Stellen Sie vor dem Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers stets eigene Recherchen und Überlegungen an.
- Sollten Sie sich die Analyse zu eigen machen, so handeln Sie eigenverantwortlich auf eigenes Risiko.
- Bitte beachten Sie, dass Wertpapiere grundsätzlich mit Risiko verbunden sind und im Wert schwanken können. Ein Totalverlust des eingesetzten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Die Dividende eines Unternehmens ist nicht garantiert, kann gekürzt oder ganz gestrichen werden.
- Die Analyse ersetzt nicht eine fachliche Beratung durch einen qualifizierten und zugelassenen Fachmann und richtet sich ausschließlich an Privatanleger mit Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland.
- Eine Haftung, gleich aus welchem Rechtsgrund, wird nicht übernommen. Soweit es rechtlich möglich ist, sind Schadensersatzansprüche ausgeschlossen.
- Die Verwendung geschützter Markennamen, Handelsnamen, Gebrauchsmuster und Markenlogos stellt keine Urheberrechtsverletzung dar, sondern dient als illustrativer Hinweis. Auch wenn diese an den jeweiligen Stellen nicht als solche gekennzeichnet sind, gelten die entsprechenden gesetzlichen Bestimmungen. Die verwendeten Markennamen und -logos sind Eigentum der Hersteller und unterliegen deren Copyright Bestimmungen. Informationen hierzu entnehmen Sie bitte den Hinweisen der Hersteller auf deren Webseiten



Inhaltsverzeichnis

Hinweise zur Analyse

Unternehmen-
profil

Branchen- und
Konkurrenz-
analyse

Management- /
Shareholder-
analyse

Umsatz- und
Absatzanalyse

Vermögens- und
Finanzanalyse

Dividenden-
analyse

Wachstums-
analyse

Prognose und
Ausblick

Chancen und
Risiken

Historische
Bewertung der
Aktie

Fairer Wert vs.
aktueller Kurs

Fazit

Urheberrechte

Haftungsausschluß

Offenlegung von Interessenkonflikten

Abkürzungsverzeichnis

Quellen



Hinweise zur Analyse

Allgemeine Hinweise

- Die Aktienanalyse basiert auf den Prinzipien der Fundamentalanalyse und des Value Investing.
- Alle Kennzahlen sind, sofern nichts anderes angegeben ist, selbst berechnet und um Ausreißer bereinigt.
- Basis der Kennzahlen sind die Jahresgeschäftsberichte des Unternehmens. Quartalsberichte fließen in die Kennzahlenberechnung nicht mit ein.
- Die Kennzahlen KGV, KBV, KUV, KCV, Marktkapitalisierung und historische Dividendenrendite werden auf Basis des historischen Jahresdurchschnittskurses berechnet.
- Für die Berechnung der Wachstumsraten von Umsatz, Gewinn und Dividende wird das geometrische Mittel verwendet.
- Es werden grundsätzlich vorsichtige und konservative Annahmen bei Schätzungen getroffen („Margin of Safety“).

Fairer Wert der Aktie

- Es wird eine Bandbreite des fairen Wertes der Aktie auf Basis unterschiedlicher Bewertungsverfahren ermittelt.
- Die verwendeten Verfahren berücksichtigen nicht die individuellen Besonderheiten des analysierten Unternehmen und können daher einzeln oder insgesamt unzutreffende Ergebnisse liefern.
- Die Verfahren „GDF“, „PEG“, „GDF PEG 15“, „DDM“ und „DCF (Morningstar)“ sind zukunftsorientierte Verfahren und basieren zum Teil auf eigenen Schätzungen.
 - Das Verfahren „GDF“ (Graham Dodd Formel) kommt bei Unternehmen mit einem geschätzten Gewinnwachstum von kleiner gleich 5% zur Anwendung. Die Untergrenze bildet ein KGV von 8,5. Die Obergrenze ein KGV von 15.
 - Das Verfahren „GDF PEG 15“ kommt zur Anwendung bei einem geschätzten Gewinnwachstum von größer 5% und kleiner gleich 15%. Hier wird mit einem festen Gewinnmultiplikator von 15 gerechnet.
 - Das Verfahren „PEG“ (Price-Earnings-Growth-Formula) wird bei einem Gewinnwachstum von größer als 15% verwendet.
 - „DCF (Morningstar)“ ist der von morningstar.com ermittelte faire Wert auf Basis eines Discounted Cash-Flow-Verfahrens (DCF).
 - Das verwendete einstufige Dividend Discount Model („DDM“) ist eine vereinfachte Abwandlung des Discounted Cash-Flow (DCF) Verfahrens. Es wird unter Berücksichtigung, der aktuellen Dividende, einer geschätzten Wachstumsrate der Dividende und einer Renditeforderung, der Barwert der ewigen Rente ermittelt. Folgende Annahmen (DDM) werden getroffen: Diskontierungsrate/ Renditeforderung = 10%; Dividendenwachstumsrate wird individuell nach eigenem, konservativen Ermessen („Margin of Safety“) geschätzt. Mehr dazu [hier](#).
- Alle anderen Bewertungsverfahren sind vergangenheitsorientiert und basieren auf tatsächlichen Zahlen der Vergangenheit. Die vergangenheitsorientierten Verfahren sind in der Regel für Wachstumsunternehmen nicht geeignet.
- Die Verfahren „BW + Gewinn HD 3. J.“ und „BW + Gewinn HD 10 J.“ sind eine eigene Abwandlung der Benjamin Graham-Zahl. [Formel = Wurzel (22,5 x Gewinn je Aktie x Buchwert je Aktie)]. Der Faktor 22,5 wird durch den historischen Durchschnittswert von KGV*KBV des jeweiligen Betrachtungszeitraums ersetzt. Des Weiteren wird der Gewinn je Aktie des Betrachtungszeitraums sowie jeweils der Buchwert (BW) des letzten Geschäftsjahres zugrunde gelegt. Der Buchwert beinhaltet auch den Geschäfts- und Firmenwert (Goodwill). Die „Graham-Zahl HD 3 J.“ basiert auf der ursprünglichen Formel von Benjamin Graham. Es wird jedoch der durchschnittliche Gewinn der letzten 3 Jahre verwendet. Bei Unternehmen in zyklischen Branchen ist nur das Verfahren „BW + Gewinn HD 10 J.“ geeignet.
- Das Verfahren „Historische DivRendite“ basiert auf dem arithmetischen 10-Jahres-Mittel der Dividendenrenditen auf Basis von Jahresdurchschnittskursen. Mehr dazu [hier](#).
- Der Substanzwert ermittelt sich nach Abzug des Geschäfts- und Firmenwertes (Goodwill) vom Buchwert.



Unternehmensprofil

Website	https://www.storecapital.com/
Firmensitz	Scottsdale, Arizona (USA)
Gründung	2011 (IPO 2014)
Sektor	Gewerbeimmobilien USA
Branche	Single-Tenant REIT
Marktkapitalisierung	USD 4,6 Mrd. (Mid Cap)
Mitarbeiter	68
Geschäftsjahresende	31.12.
Analysewährung	USD



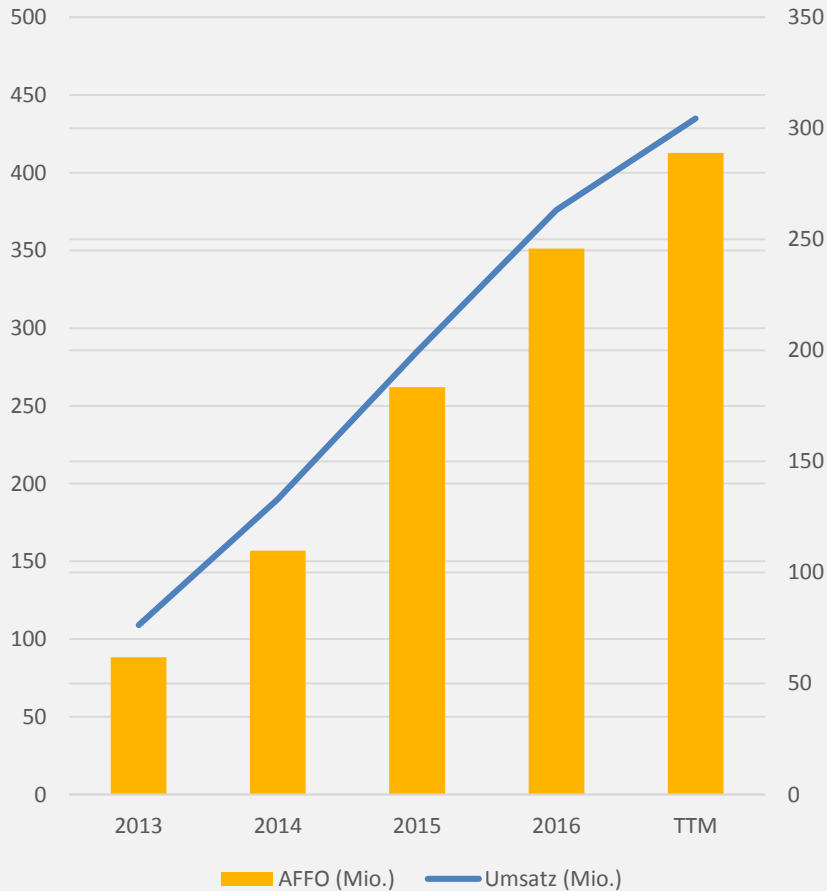
Unternehmensprofil

- **Store Capital Corp.** (Börsensymbol: STOR, im folgenden STORE genannt) ist ein REIT (Real Estate Investment Trust), der sich auf die Finanzierung und das Management von freistehenden Gewerbeimmobilien in den USA spezialisiert hat. Die Immobilien haben im Gegensatz zu einer Mall in der Regel nur einen Mieter (Single-Tenant).
- Der Name **STORE** leitet sich aus der englischen Bezeichnung für **Single Tenant Operational Real Estate** ab.
- STORE ist einer der größten und am schnellsten wachsenden net-lease REITs in den USA.
- STORE verfügt über ein sehr diversifiziertes Portfolio von 1.826 Immobilien mit einem Investitionsvolumen von USD 5,9 Mrd. in 48 US-Bundesstaaten (Stand: 30.09.2017).



Unternehmensprofil

Umsatz- & Gewinnentwicklung



Geschäftsjahr 2016

Umsatz	USD 376 Mio.
AFFO*	USD 246 Mio.
Eigenkapitalrendite	9,3%
Gesamtkapitalrendite	6,8%
Dividende je Aktie	USD 0,31
• zahlweise	quartalsweise
• Ausschüttungsquote	73% (AFFO)

- AFFO... Adjusted Funds from Operations. (Angepasster operativer Gewinn). Ist eine bei einem REIT maßgebliche und sinnvolle Kenngröße für den Gewinn.



Branchen- und Konkurrenzanalyse

- STORE gehört als Equity-REIT zur Gruppe der freistehenden Einzelhandels-REITs.
- STORE erwirbt Immobilien in der Regel direkt vom späteren Mieter im Rahmen einer Sale-and-Lease-Back-Transaktion. Der bisherige Eigentümer verkauft an STORE und wird dann zum Mieter der Immobilie. Die Immobilien haben in der Regel nur einen Mieter (Single-Tenant).
- Die Immobilien in diesem REIT-Segment werden von einer breiten Bandbreite von Unternehmen (Mieter) genutzt, zum Beispiel:
 - (Fast-Food) Restaurants
 - Drogeriemärkte
 - Kinos
 - Kindertagesbetreuungen
 - Autowerkstätten
 - Tankstellen
- Die Mietverträge sind in der Regel als sehr langfristige triple-net* Mietverträge ausgestaltet.
 - Die Mietdauer beträgt in der Regel 10 bis 15 Jahre.
 - * triple-net steht im Zusammenhang mit der Ausgestaltung des Mietvertrags zwischen dem Vermieter (STORE) und dem Mieter. Bei einem triple-net Mietvertrag trägt der Mieter neben der monatlichen Miete auch alle anderen laufenden Unterhaltskosten der Immobilie, wie Instandhaltungskosten, Versicherungen und Steuern. Ein Equity-REIT kauft die Immobilie selbst und vermietet sie dann an den Mieter. Im Gegensatz dazu stehen Mortgage REITs, die die Immobilie nicht selbst kaufen, sondern dem Immobilieneigentümer Geld zur Finanzierung der Immobilie (ähnlich einer Bank) zur Verfügung stellen.



Branchen- und Konkurrenzanalyse

- Das Segment der freistehenden Einzelhandels-REITs führte in der Vergangenheit eher eine Schattendasein. Das Wachstum dieser Branche belebt sich jedoch zunehmend, getrieben vom Wunsch der Unternehmen eine Immobilie lieber zu mieten als zu besitzen.
- STORE hat sich auf mittelständische und große Unternehmen (=Mieter) spezialisiert, die einen Umsatz zwischen USD 20 Mio. und USD 300 Mio. haben. Einige Mieter haben auch einen deutlich höheren Umsatz. Im Gegensatz zum Marktführer Realty Income Corp. verfügen die Mieter von STORE häufig über kein Kreditrating (z.B. von S&P, Fitch oder Moody's). Die Unternehmen sind entweder zu klein für ein Kreditrating, was häufig mit einem erheblichem Aufwand und Kosten verbunden ist, oder Sie bevorzugen es, nicht geratet zu werden. Die Unternehmen sind häufig von der Finanzierung durch Banken abhängig und haben kaum Zugang zu effizienten langfristigen Finanzierungsmöglichkeiten.
- In Folge der Finanz- und Immobilienkrise 2007 bis 2009 wurden in den USA die Vorschriften für Banken bei der Kreditvergabe verschärft. Mittelständische Unternehmen bekommen dies durch eine mangelnde Flexibilität bei der Kreditvergabe zu spüren.
- STORE wurde auch unter diesem Aspekt (2011) gegründet, um diesen Unternehmen Finanzierungslösungen anbieten und von der restriktiven Kreditvergabe der Banken profitieren zu können.



Branchen- und Konkurrenzanalyse



Quelle: Store Capital, Corporate Presentation Q3-2017

- STORE schätzt das Volumen in einem sehr stark fragmentierten Markt für Single-Tenant Immobilien auf ca. 1,6 Mio. Immobilien mit einem Marktvolumen von USD 2,6 Billionen.
- Das Wachstumspotential in diesem aus Sicht von STORE bisher nicht ausreichend bedienten Markt für mittelständische und große Unternehmen ist also sehr groß.



Branchen- und Konkurrenzanalyse

- Die von der Trump-Administration im Dezember 2017 verabschiedete große US-Steuerreform sollte sich positiv auf das Geschäft für REITs auswirken. Zinsaufwendungen für (Immobilien)-Darlehen sind nur noch in begrenztem Maß steuerlich abzugsfähig. Mietaufwendungen können weiterhin steuerlich vollständig geltend gemacht werden. Es wird daher für Unternehmen attraktiver eine Immobilie zu mieten als sie als Eigentümer zu besitzen/finanzieren.
- Die Branche der freistehende Einzelhandel-REITs wird zunehmend durch den wachsenden Onlinehandel (Amazon) bedroht. Dies gilt insbesondere für Mieter die Kaufhäuser betreiben oder im Textil- und Bekleidungsbereich aktiv sind. US-Unternehmen wie Sears, J.C. Penny oder Macy's leiden daher schon seit einiger Zeit unter Umsatzrückgängen. STORE war im Jahr 2017 durch den Bankrott von Gander Mountain, einem Einzelhändler für Outdoor-Bedarf, auch in geringem Umfang mit eigenen Immobilien betroffen und musste Wertberichtigungen vornehmen.
- Die REITs versuchen diesem Trend dadurch zu begegnen, dass sie sich auf sehr hochwertige Immobilien an ausgewählten Standorten konzentrieren, die im nahen Einzugsgebiet vieler Kunden liegen.
- Des Weiteren legen die REITs ihren Fokus verstärkt auf Mieter, die ihren Kunden notwendige Dinge des täglichen Bedarfs anbieten (z.B. Drogerien und Waschsaloons) und damit weniger anfällig für Umsatzverluste an den Onlinehandel sind.



Branchen- und Konkurrenzanalyse

Wettbewerber - freistehende Einzelhandel-REITs

Single-Tenant REITs	Markt- kapitalisierung in Mrd. USD	Immobilien	Top Mieter % vom Umsatz	Mieter	Div. Rendite	Credit Rating	EK- Quote	EBITDAR/ Rent Ratio	WACC	Payout AFFO (Q2/17)
Realty Income Corp.	16	5.026	251	6,60%	4,82%	A3/BBB+/BBB+	54%	2,7	2,91%	82%
National Retail Properties	6	2.687	400	5,20%	4,75%	BBB+	57%	3,6	3,51%	70%
Spirit Realty Capital, Inc.	3,7	2.588	431	3,70%	8,92%	Baa3	44%	?	4,69%	86%
Store Capital Corp.	4,7	1.826	382	2,90%	5,04%	Baa2/BBB/BBB	50%	2,7	4,45%	66%

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Informationen von Morningstar.com, Gurufocus.com (WACC) und der jeweiligen Unternehmenspräsentationen. Hinweis zu den WACC: Die tatsächlichen Kapitalkosten lt. Unternehmensangaben liegen höher. Aus Gründen der relativen Vergleichbarkeit wurden die Werte von gurufocus.com verwendet.

- Maßstab bei den Single-Tenant REIT's ist Realty Income Corp. mit über 5.000 Immobilien. Realty verfügt über das beste Kreditrating und kann sich daher günstig refinanzieren (WACC). Niedrige Kapitalkosten (WACC) sind ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil bei einem REIT.
- Store Capital punktet mit einem sehr breit diversifizierten Immobilienportfolio sowie der niedrigsten Ausschüttungsquote aller Single-Tenant REITs (Payout AFFO). Nachteilig sind die vergleichsweise hohen Kapitalkosten, die auf das junge Alter von STORE sowie die Mieterstruktur zurückgeführt werden können.
- Spirit Realty Capital befindet sich derzeit in einer Sondersituation.
- Die genannten REITs unterschieden sich im Wesentlichen durch ihre unterschiedliche Mieterstruktur. Wichtige Unterscheidungsmerkmale sind hier Branchengewichtung und Größe (nach Umsatz) der Mieter sowie das Investitionsvolumen der Immobilien.



Branchen- und Konkurrenzanalyse



SERVICE (~69%)

Located near target customers
Not readily available online
Broad array of everyday services:
Early Childhood Education
Health Clubs
Pet Care
Dine-in Movie Theaters
Family Entertainment Destinations



RETAIL (~18%)

Located in retail corridors
Internet resistant
High experiential component:
Furniture Stores
Home Goods Stores
Hunting/Fishing/Camping Outfitters
Hobby/Craft Centers



MANUFACTURING (~13%)

Primarily located in industrial parks
Strategically near customers/suppliers
Broad array of industries
Making everyday necessities:
Playground equipment
Medical Devices
Aerospace Components
Memory Foam Products

Quelle: Store Capital, Corporate Presentation Q3-2017

STORE hat sich auf sehr internetresistente Retail-Branchen und den Dienstleistungssektor fokussiert. Der Retail-Bereich macht nur 18% des Umsatzes aus. Bei Realty Income Corp. sind es 82%.



Branchen- und Konkurrenzanalyse

**Hat das Unternehmen einen langfristigen und dauerhaften Wettbewerbsvorteil?
(Buffett - Burggraben –Test)**

Produkt/ Dienstleistung wird gebraucht oder gewünscht?	Ja
Es gibt keinen ähnlichen Ersatz?	Nein
Produkt/ Dienstleistung kann nicht leicht gewechselt werden?	Ja
Es besteht ein Monopol/ Oligopol?	Nein
Starke Marke(n)?	Nein
Bedeutsame Patente?	Nein
Netzwerkeffekte?	Nein
Preismacht?	Nein

Fazit: Die Stärke von STORE ist das sehr erfahrene [Managementteam](#). Die Fokussierung auf das bisher unterentwickelte Marktsegment der mittelständischen Unternehmen ohne Kreditrating verspricht ein langfristiges Wachstumspotential. Einen breiten und tiefen Burggraben konnte ich auf Basis der mir verfügbaren Informationen aber nicht erkennen.



Management- und Shareholderanalyse

CEO: [Christopher „Chris“ H. Volk](#) (60 Jahre)

- Mitbegründer von STORE und damit seit Mai 2011 im Amt.
- Ehemaliger Mitbegründer und CEO von Spirit Finance Corp.
- Ehemaliger Präsident und Director bei Franchise Finance Corp. Of America (FFCA)
- Über 30 Jahre Managementenerfahrung im gewerblichen Immobilienbereich.
- Volk genießt sehr hohes Ansehen und wird als einer der besten und erfahrensten Manager innerhalb der Branche gehandelt.
- Der Erfolg von STORE hängt wesentlich von seiner Person ab, weshalb sein Ausscheiden aus dem Unternehmen als wesentliches Unternehmensrisiko im Jahresbericht (10-k) genannt wird, was eher ungewöhnlich ist.

Managementteam

- STORE ist zwar ein junges Unternehmen, das Managementteam kennt sich jedoch schon aus der Vergangenheit sehr gut. Insgesamt arbeitet man schon zwischen 10 und 35 Jahren im Immobiliengeschäft zusammen.
- Man hat insgesamt drei Immobilienfirmen gegründet und gemanaget und dabei über USD 15 Mrd. in 9.100 Immobilien investiert.
- Auffällig und positiv ist die hohe Transparenz der Berichterstattung bei STORE. Es werden im Vergleich zu andere REITs sehr viele Informationen offengelegt.

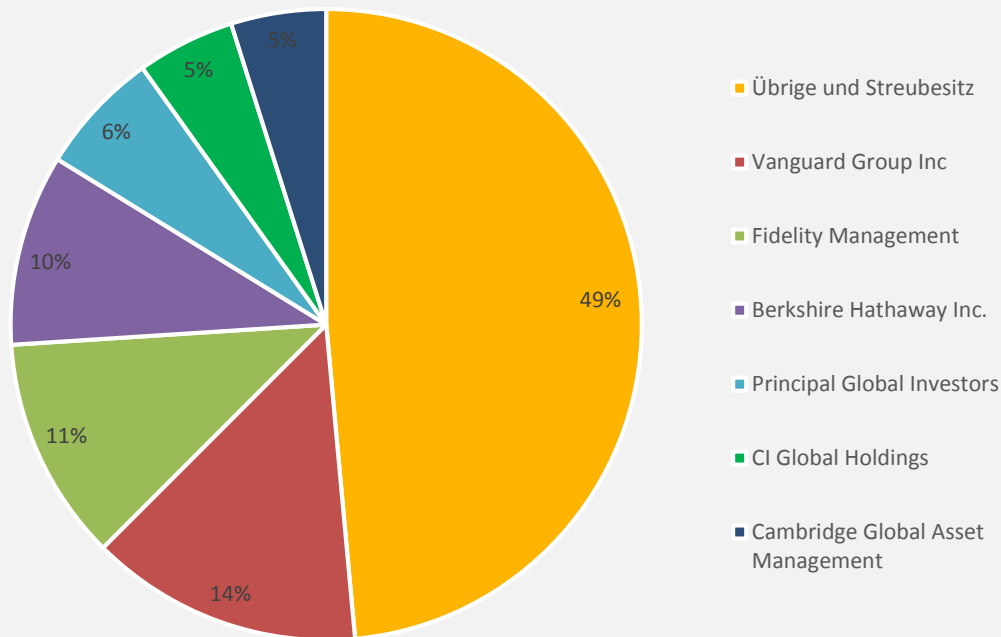
Fazit:

Das erfahrene Managementteam ist der „Star“ bei STORE und ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil. Die Abhängigkeit vom CEO ist jedoch nicht unbedenklich.



Management- und Shareholderanalyse

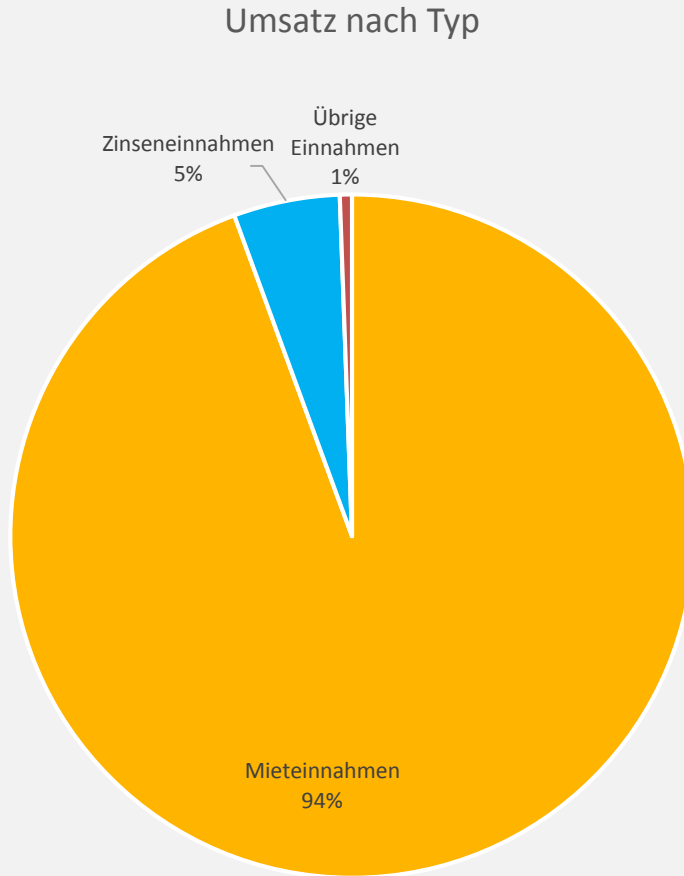
Aktionärsstruktur per 30.09.2017



- Die hohen Beteiligungen institutioneller Anleger sind auffällig. Ursache dürfte die vergleichsweise geringe Marktkapitalisierung sowie das junge Alter von Store (IPO 2014) sein.
- Die Top 10 der Aktionäre halten über 65% der Anteile.
- Berkshire Hathaway Inc. (Warren Buffett) hält seit Juni 2017 9,8% der Anteile.













Umsatz- und Absatzanalyse



- STORE erzielt seinen Umsatz nahezu ausschließlich durch Mieteinnahmen.
- Zinseneinnahmen aus gewährten Darlehen an Mieter und übrigen Einnahmen spielen nur eine untergeordnete Rolle.
- Die Immobilien von STORE liegen in 48 Bundesstaaten der USA. Die meisten Immobilien liegen in Texas (12,5%), Illinois (7,1%) und Florida (6,5%). Innerhalb der USA ist STORE geografisch gut diversifiziert.
- STORE erzielt keine Umsatzerlöse außerhalb den USA.



Umsatz- und Absatzanalyse

	% Base Rent and Interest ²	# of Properties	
	2.9%	17	Art Van Furniture is the Midwest's largest furniture retailer and America's largest independent furniture retailer. Founded in 1959, the company operates more than 100 stores throughout five Midwestern states, including Art Van Furniture franchise locations as well as Art Van mattress and flooring stores.
	2.8%	9	Bass Pro Group operates retail locations under the Bass Pro Shops and Cabela's monikers, offering outdoor gear and apparel in an immersive setting. These two iconic brands, combined, operate more than 180 retail and marine centers. Both concepts are market leaders and highly respected within their respective niche of outdoor products.
	2.4%	15	AMC Entertainment (NYSE:AMC), is the largest movie exhibition company in the world with approximately 1,000 theatres and 11,000 screens across the globe. The company operates in 44 states and approximately 52% of the U.S. population lives within 10 miles of an AMC theater.
	2.0%	6	Mills Fleet Farm is a full-service merchant with more than 35 locations in four mid-western states, offering a broad assortment of goods from hunting gear to lawn, garden and farm supplies. In 2016 Mills was purchased by the PE firm KKR & Co.
	2.0%	32	Cadence Education is a Morgan Stanley Global PE owned company and is one of the premier early childhood educators in the U.S. The Company's national platform of more than 150 schools has the capacity to serve more than 20,000 students across 20 states.
	1.7%	37	U.S. LBM Holdings , founded in 2009, is a collection of leading building material distributors across 29 states with more than 230 locations. The company serves as a critical link in the building materials supply chain, supplying more than 60,000 stock keeping units ("SKUs") for custom homebuilders and specialty contractors.
	1.4%	33	RMH Franchise Holdings is the second largest Applebee's franchisee, operating 170+ units in 15 states. The company is a top 100 multi-unit franchisee company in the United States and was formed in 2012 with the backing of PE firms including ACON Investments.
	1.2%	30	O'Charley's operates over 300 casual dining restaurants, over 200 of which are branded as O'Charley's. O'Charley's is a wholly owned subsidiary of American Blue Ribbon Holdings, which is majority owned by Fidelity National Financial.
	1.2%	6	Automotive Remarketing Group , dba America's Auto Auction is one of the fastest growing auto auction companies in the nation. Today the company operates 21 successful auction locations nationwide. The Company is a wholesale auto auction company offering a full spectrum of remarketing services for both buyers and sellers of used vehicles.
	1.1%	4	Stratford School , founded in 1999, is the premier US-based private education platform combining great academic outcomes and a strong base of existing campuses of elementary and middle schools. Grown organically to over 6,000 students across 22 campuses throughout California, including five opened in the last two years, with a strong foundation to drive continued growth.
	18.7%	189	Total Top 10 Customers

Quelle: Store Capital, Corporate Presentation Q3-2017

Umsatzerlöse - Top 10 – Mieter

- Kein Mieter stellt mehr als 3% vom Gesamtumsatz dar.
- Die Top 10 – Mieter stehen für 18,7% des Gesamtumsatzes und machen Store Capital zu einem sehr stark diversifizierten Single-Tenant REIT. Zum Vergleich: Bei Realty Income Corp. stellen die Top 10 der Mieter ca. 36% vom Gesamtumsatz dar.



Umsatz- und Absatzanalyse

	# of Properties	Building Sq. Ft. (in thousands)	% Base Rent and Interest ¹	
			As of September 30, 2017	2016
SERVICE				
<i>Located near target customers</i>				
<i>Not readily available online</i>				
<i>Broad array of everyday services</i>				
(~69%)				
Restaurants – Full Service	335	2,348	13.1%	14.1%
Restaurants – Limited Service	392	1,048	7.4%	8.8%
Early Childhood Education	170	1,878	6.8%	7.6%
Movie Theaters	39	1,873	6.3%	7.0%
Health Clubs	67	1,915	6.0%	6.3%
Family Entertainment	25	836	4.2%	4.0%
Automotive Repair and Maintenance	95	460	3.0%	2.1%
Pet Care	102	1,105	3.0%	2.6%
Lumber & Construction Materials Wholesalers	53	2,567	2.1%	1.0%
Career Education	7	584	2.0%	2.3%
Behavioral Health	36	476	1.9%	1.7%
Medical and Dental	29	294	1.5%	0.9%
Elementary and Secondary Schools	6	222	1.5%	1.5%
Equipment Sales and Leasing	18	566	1.5%	1.2%
Wholesale Automobile Auction	6	224	1.1%	0.7%
Consumer Goods Rental	41	554	1.0%	1.0%
All Other Service (22 industry groups)	82	4,405	6.6%	7.0%
Total Service	1,503	21,355	69.0%	69.8%

Quelle: Store Capital, Corporate Presentation Q3-2017

Umsatz nach Kundenbranche : Service

- Der Dienstleistungssektor bildet mit 69% der Mieterlöse den Schwerpunkt des Immobilienportfolios.
- Restaurants stellen mit über 20% der Mieterlöse die größte Branche dar. Dies ist durchaus kritisch zu sehen, da hier die Gefahr einer Insolvenz/ Bankrott sehr hoch ist. Beim Marktführer Realty Income Corp. entfielen etwa seit 2007 40% aller Insolvenzen auf Restaurants (Casual Dining Restaurants). Dies ist jedoch nicht gleich bedeutend mit einem tatsächlichen Mietausfall, da natürlich entsprechende (vertragliche) Vorkehrungen und Vorsichtsmaßnahmen von STORE getroffen werden.



Umsatz- und Absatzanalyse

Customer Industry Groups	# of Properties	Building Sq. Ft. (in thousands)	% Base Rent and Interest ¹	
			As of September 30, 2017	2016
RETAIL				
<i>Located in retail corridors Internet resistant High experiential component</i>				
(~18%)				
Furniture	46	2,980	6.3%	3.6%
Farm and Ranch Supply	22	1,859	3.1%	3.2%
Hunting and Fishing	9	758	2.8%	2.3%
Recreational Vehicle Dealers	8	221	1.0%	1.2%
Home Furnishings	5	691	1.0%	1.3%
Electronics and Appliances	7	331	0.8%	0.9%
Used Car Dealers	11	138	0.6%	0.6%
All Other Retail (9 industry groups)	59	2,604	2.0%	2.7%
Total Retail	167	9,582	17.6%	15.8%
MANUFACTURING				
<i>Primarily located in industrial parks Strategically near customers Broad array of industries Making everyday necessities</i>				
(~13%)				
Metal Fabrication	47	4,520	3.3%	3.5%
Plastic and Rubber Products	28	3,363	2.8%	2.3%
Medical and Pharmaceutical	6	431	0.9%	1.1%
Electronics Equipment	5	619	0.8%	0.6%
Paper and Packaging	6	969	0.7%	0.6%
Food Processing	4	396	0.6%	2.5%
Chemical Products	7	631	0.5%	0.6%
All Other Manufacturing (14 industry groups)	53	4,702	3.8%	3.2%
Total Manufacturing	156	15,631	13.4%	14.4%
Total Portfolio	1,826	46,568	100.0%	100.0%

Quelle: Store Capital, Corporate Presentation Q3-2017

Umsatz nach Kundenbranche : Retail [Einzelhandel] und Manufacturing [Produktionsunternehmen]

- Der Bereich Einzelhandel steht für 18% der Mieterlöse. Den Schwerpunkt bilden hier Möbelfachgeschäfte. Insgesamt liegt der Fokus auf internetresistenten Einzelhandelsbranchen.
- Produktionsunternehmen bilden mit 13% den übrigen Teil der Mieterlöse. Die Immobilien liegen in Industriegebieten. Es werden Dinge des täglichen Bedarfs hergestellt.

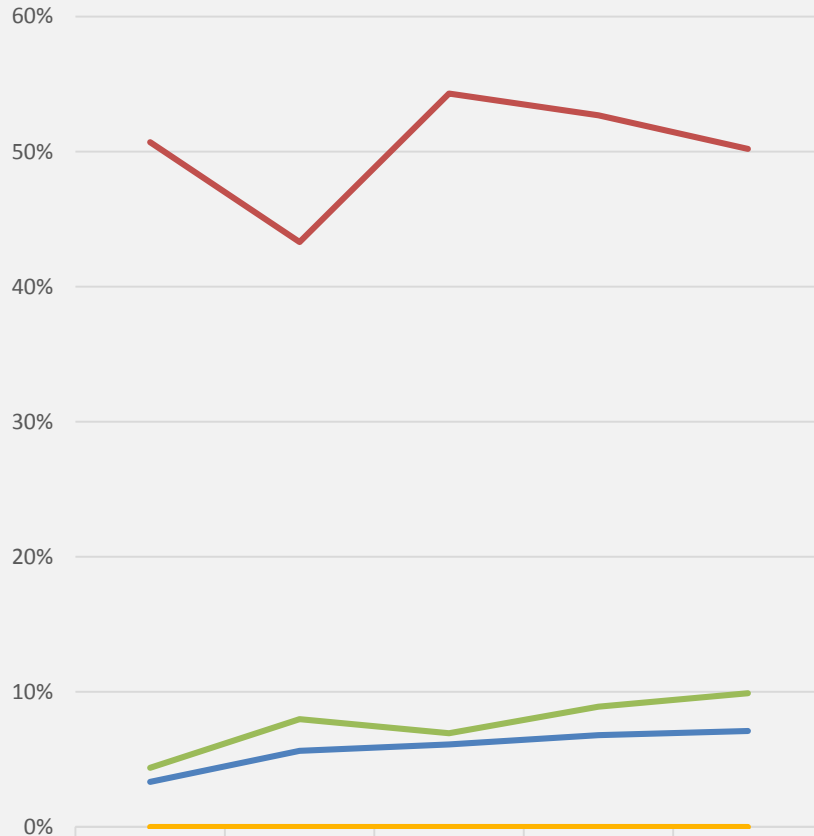


Umsatz- und Absatzanalyse

- STORE hat sich auf mittelständische und große Unternehmen als Mieter spezialisiert, die über kein Kreditrating einer nationalen Ratingagentur verfügen. Um das Risiko eines Mietvertrages bewerten zu können wird eine umfangreiche Risikoanalyse durchgeführt. Dazu hat man u.a. den sogenannten STORE Score entwickelt. Ein eigenes Ratingverfahren zur Prüfung der Vertragsqualität.
- Der STORE Score ist ein quantitatives Verfahren zur Messung des Vertragsrisikos und der Kreditwürdigkeit des Mieters.
- STORE vermietet nur an Unternehmen, bei denen die Immobilie eine wesentliche Geschäftsgrundlage darstellt und zur Generierung von Einnahmen benötigt wird. Man folgt hier dem Profit-Center-Ansatz.
- 97% aller STORE Mieter müssen regelmäßige Finanzberichte vorlegen. STORE kann so zeitnah feststellen, ob der Mieter die Immobilie profitabel bewirtschaftet oder nicht.
- Nach den STORE Kriterien entsprechen 75% aller Mietverträge einem Investment Grade Rating.



Vermögens- und Finanzanalyse



- (+) Die Eigenkapitalquote liegt mit ca. 50% im branchentypischen Bereich.
- (+) Die Eigenkapital- und die Gesamtkapitalrendite steigen kontinuierlich an.
- Hinweis: STORE ist erst seit November 2014 ein börsennotierter REIT.

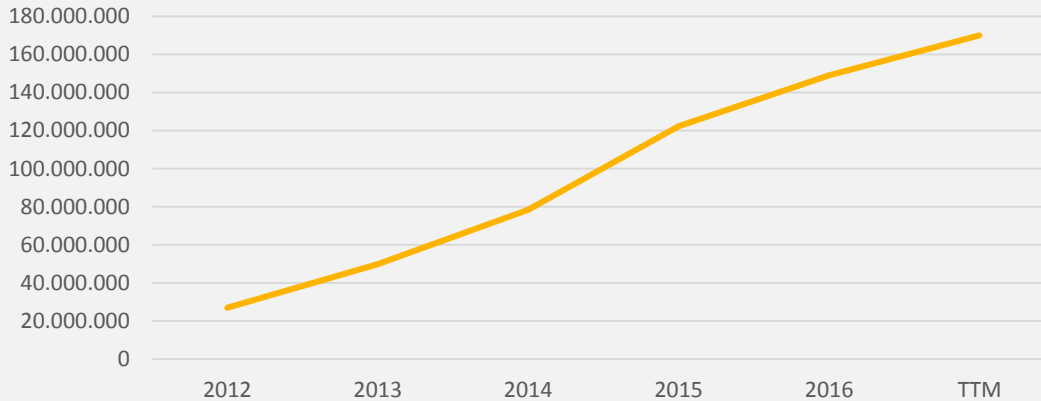
	2012	2013	2014	2015	2016
Goodwill-Quote	0%	0%	0%	0%	0%
EK-Quote (Substanz)	50,7%	43,3%	54,3%	52,7%	50,2%
EK-Rendite (ROE)	4,4%	8,0%	6,9%	8,9%	9,9%
GK-Rendite (ROI)	3,3%	5,6%	6,1%	6,8%	7,1%

EK-Quote (Substanz) =
Eigenkapital Anteilseigner –
Goodwill. Eigene Darstellung.

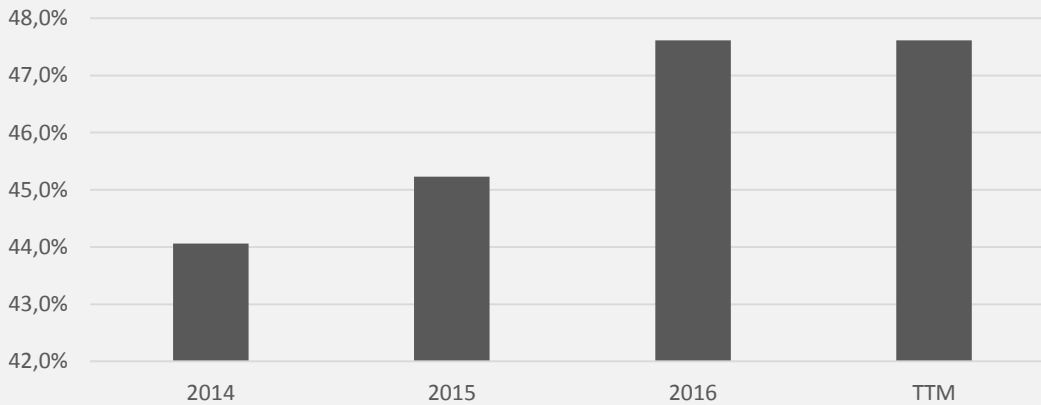


Vermögens- und Finanzanalyse

Aktien im Umlauf



LT Debt-to-Asset ratio



- (!) Die Finanzierung des Wachstums erfolgt für einen REIT typisch durch die Ausgabe von neuen Aktien und die Aufnahme von Fremdkapital. Es findet daher eine permanente Verwässerung der Aktionärsanteile statt. Die Gewinne müssen prozentual stärker steigen, als die Anzahl der Aktien im Umlauf, damit eine Verwässerung nicht zu einem Rückgang des Gewinns pro Aktie führt.
- (+/-) Die langfristigen Verbindlichkeiten liegen bei ca. 47,5% der Bilanzsumme im branchentypischen Bereich.
- (+) Nahezu alle langfristigen Verbindlichkeiten beinhalten einen **fixen** Zinssatz und sind daher relativ unempfindlich für Leitzinserhöhungen!
- (+) Die Finanzierung von STORE erfolgt fristenkongruent.
- (+) In den kommenden Jahren werden pro Jahr nur ca. 5% der langfristigen Verbindlichkeiten fällig und müssen refinanziert werden. Es besteht daher keine Gefahr einer unzureichenden Anschlussfinanzierung.

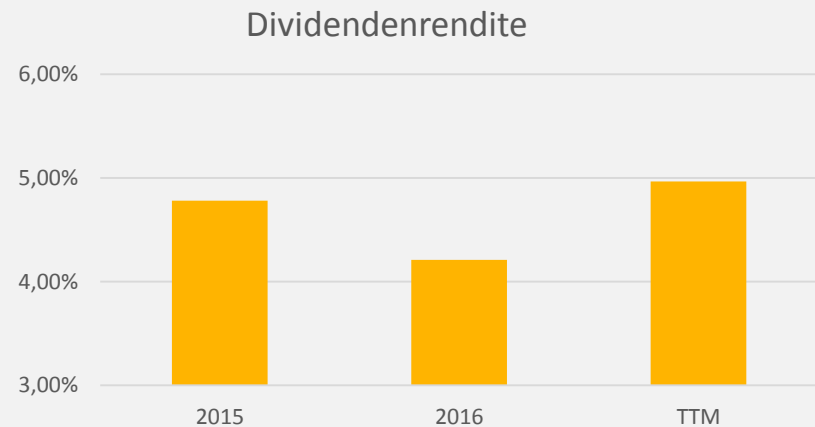


Dividendenanalyse

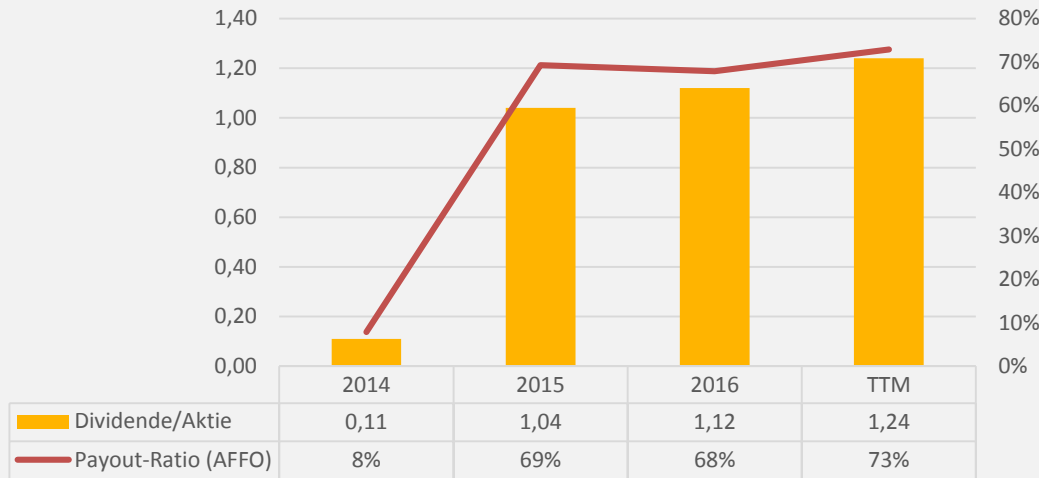
Dividendenpolitik

STORE ist ein REIT (Real Estate Investment Trust) und unterliegt daher besonderen steuerlichen Regelungen. Entsprechend den Vorschriften müssen mindestens 90% des steuerpflichtigen Einkommens an die Aktionäre in Form von Dividenden ausgezahlt werden.

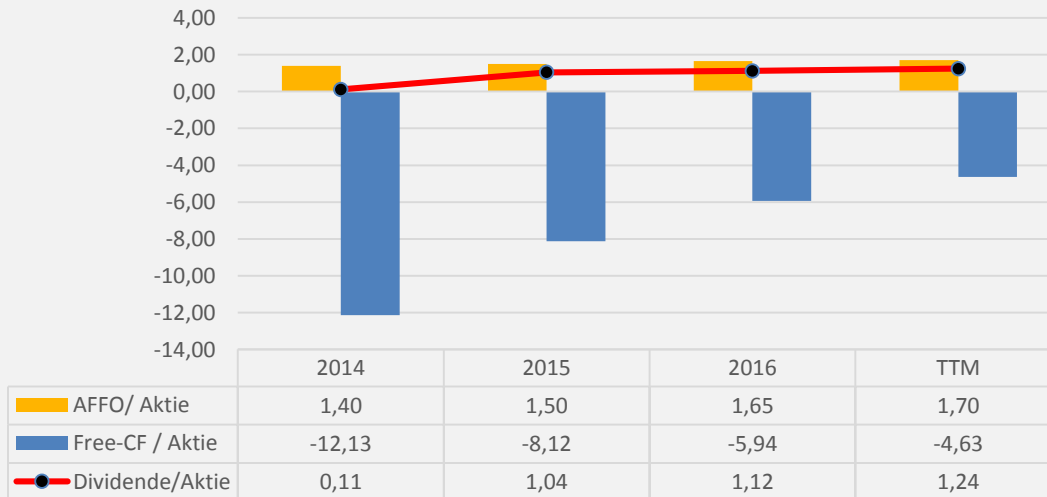
- Die Dividendenpolitik von STORE zielt auf eine stabile und gesicherte Dividende ab.
- Die Dividende wird quartalsweise gezahlt.



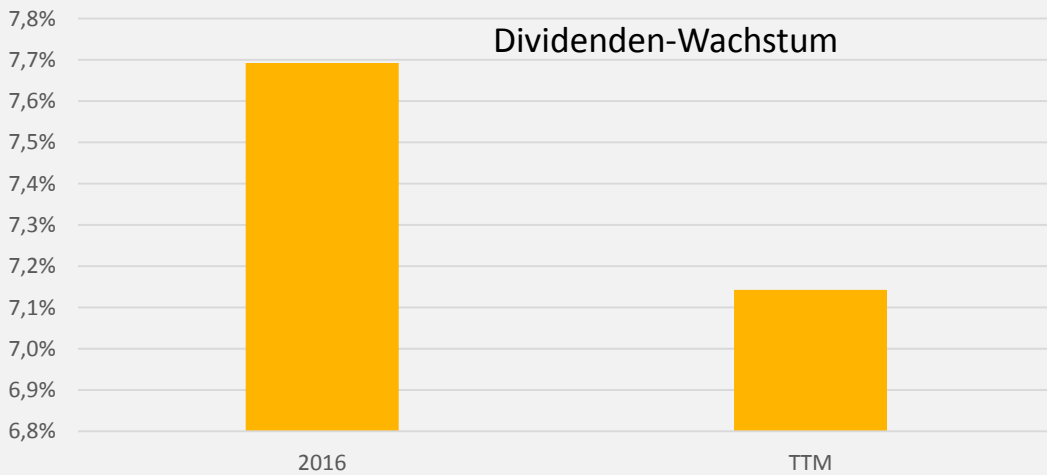
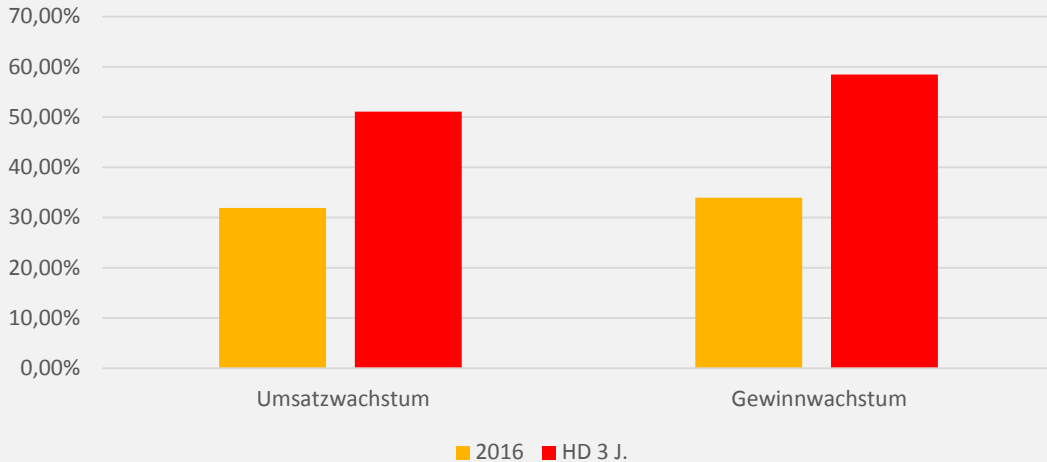
Dividendenanalyse



- (+) Die Ausschüttungsquote liegt dauerhaft im vergleichsweise niedrigen Bereich von 70% und ist damit die niedrigste Quote der Branche.
- Der Free-Cashflow ist REIT typisch negativ, aufgrund der stetigen Investition in neue Immobilien.
- STORE zahlt seit dem Börsengang 2014 ein Dividende.
- Die Dividende wurde bislang immer einmal im Jahr angehoben.



Wachstumsanalyse



- Als junges Unternehmen weist STORE typischerweise hohe Wachstumsraten bei Umsatz, Gewinn (AFFO) und Dividende auf.
- Die Wachstumsraten werden sich in den nächsten Jahren abschwächen.
- STORE strebt ein langfristiges internes Wachstums von 5% p.a. an. Das Wachstum ergibt sich aus vertraglich vereinbarten Mietsteigerungen von ca. 1,8% p.a. und den reinvestierten Cashflows.



Prognose und Ausblick

Prognose

- STORE erwartet für das Geschäftsjahr **2017** einen Gewinn (AFFO) je Aktie im Bereich USD 1,69-1,71. Dies entspricht einem aktuellen KGV (auf Basis der AFFO) von ca. 14.

Ausblick

- Für das Geschäftsjahr **2018** erwartet STORE einen Gewinn (AFFO) je Aktie im Bereich von USD 1,78-1,84. Dies würde einen Gewinnwachstum von ca. 6,5% entsprechen.
- Das Netto-Investmentvolumen für neue Immobilien soll bei ca. USD 900 Mio. liegen.
- Die Pipeline für neue Immobilienakquisitionen ist laut STORE gut gefüllt, so dass man sehr selektiv auswählen kann, welche Immobilien man tatsächlich kauft. STORE möchte kein Wachstum um jeden Preis zu Lasten der Portfoliodiversifizierung und der Vertragsqualität.



Chancen und Risiken

Chancen

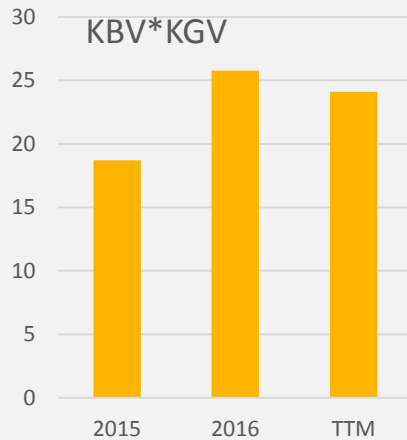
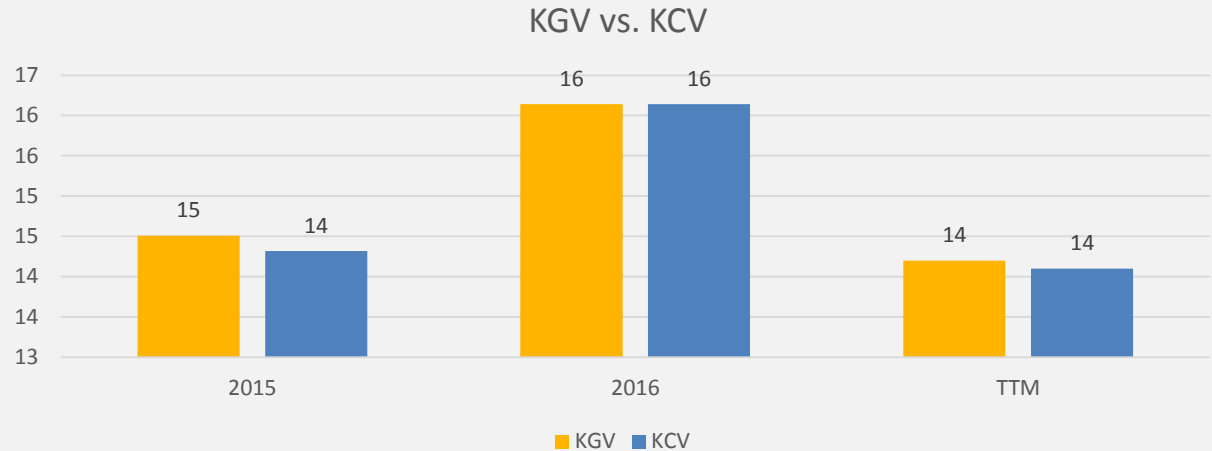
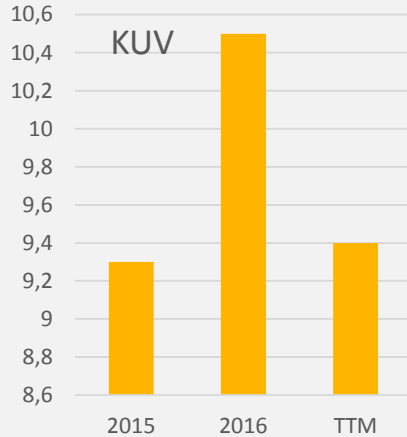
- Die Fokussierung auf einen bisher nicht ausreichend bedienten riesigen US-Immobilienmarkt für mittelständische und große Unternehmen ohne Kreditrating verspricht für die nächsten Jahre ein starkes Wachstumspotential.
- Die US-Steuerreform sollte REITs langfristig begünstigen.
- Das Immobilienportfolio ist sehr stark diversifiziert, so dass Zahlungsausfälle bei Mietern gut kompensiert werden können.
- CEO und Management verfügen über sehr viel Erfahrung und verfolgen einen ausgereiften und erprobten strategischen „Margin of Safety“-Ansatz.
- Der net-lease Immobiliensektor reagiert relativ unempfindlich auf Rückgänge am Aktienmarkt (S&P 500). In der Finanzkrise hat dieser Sektor relativ geringe Kursverluste erlitten. (2008: -15,3% vs. -37% S&P 500)

Risiken

- Der Immobiliensektor ist zyklisch und abhängig von der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung in den USA.
- STORE ist abhängig vom wirtschaftlichen Erfolg seiner Mieter und deren Fähigkeit zur Mietzahlung.
- STORE prüft alle Mietverträge sehr intensiv und ermittelt daraus den STORE Score. Erst in einer Rezession wird sich aber zeigen, was der STORE Score wirklich taugt, ob das Risikomanagement funktioniert und Zahlungsausfälle minimiert werden können.
- Aufgrund gesetzlicher Regelungen könnten Immobilien weniger gemietet und eher gekauft werden.
- STORE ist in hohem Maß von seinen CEO und dem Managementteam abhängig.
- Eine dauerhaft hohe Inflation könnte die vertraglich festgelegten Mietsteigerungen übersteigen und aufgrund der langfristigen Mietverträge von im Schnitt 14 Jahren nicht kompensiert werden.
- Es besteht eine sehr hohe Sensitivität bei Veränderungen der Leitzinsen.



Historische Bewertung der Aktie



- Die Aktie erscheint historisch gesehen im Zeitpunkt der Analyse fundamental fair bewertet.
- Die Bewertungsunsicherheit ist trotz der kurzen Unternehmenshistorie aufgrund des stabilen Geschäftsmodells gering.



Fairer Wert vs. aktueller Kurs



Dargestellt wird der aktuelle Kurs (rote Linie) im Zeitpunkt der Analyse. Die Säulen stellen mögliche faire Werte auf Basis des jeweiligen Bewertungsverfahrens dar. Bitte beachten Sie die weiteren [Hinweise](#) hierzu.



Fazit

- STORE ist ein junger US-REIT mit einer attraktiven Dividendenrendite von derzeit über 5%. Aufgrund des stabilen Geschäftsmodells und des sehr breit diversifizierten und weitgehend internetresistenten Immobilienportfolios in Verbindung mit einer niedrigen Ausschüttungsquote ist die Dividende sehr gut abgesichert.
- STORE trägt den Charakter einer Anleihe in sich. Langfristig ist daher nur mit sehr moderaten Kurszuwächsen zu rechnen. In der Finanzkrise hat der net-lease REIT-Sektor nur wenig verloren, (-15,3% vs. -37,0% S&P 500) was STORE zu einem vergleichsweise soliden und stabilen Investment macht. Dennoch kann STORE erst in der nächsten Rezession beweisen, wie gut das Risikomanagement (STORE Score) tatsächlich funktioniert, wenn eine Reihe von kleineren Mietern in wirtschaftliche Schwierigkeiten kommt.
- Die Beteiligung von Warren Buffett und Berkshire Hathaway ist als Bestätigung der Kompetenz und der Vertrauenswürdigkeit des STORE Managements, insbesondere des CEO Chris Volk, zu werten.
- In der hohen Abhängigkeit von Chris Volk (60 J.) liegt aber auch ein Risiko. Hier gilt es in den nächsten 5 Jahren zu beobachten, wie diese Abhängigkeit von STORE reduziert werden kann, um auch sehr langfristig Wettbewerbsvorteile erzielen zu können.



Offenlegung von Interessenkonflikten

- **Der Ersteller der Analyse oder ihm nahestehende Personen stehen in keiner vertraglichen Beziehung zu dem analysierten Unternehmen und sind auch nicht anderweitig für das Unternehmen tätig.**
- **Der Ersteller der Analyse hält eine Long Position des analysierten Unternehmens.**



Abkürzungsverzeichnis

- AFFO... Adjusted Funds from Operations
- BW ... Buchwert
- CF ... Cashflow
- DDM ... Dividend Discount Model
- Div ... Dividende
- EK ... Eigenkapital
- F&E ... Forschung & Entwicklung
- GDF... Graham-Dodd-Formular (Graham-Dodd-Formel)
- Gj. ... Geschäftsjahr
- GK ... Gesamtkapital
- HD ... Historischer Durchschnitt
- Histor. ... historisch
- J. ... Jahre
- KBV... Kurs-Buchwert-Verhältnis
- KCV ... Kurs-(operativer) Cashflow-Verhältnis
- KGV... Kurs-Gewinn-Verhältnis
- KUV ... Kurs-Umsatz-Verhältnis
- PEG ... Kurs-Gewinn-Wachstums-Verhältnis
- ROA ... Return on Assets (Gesamtkapitalrendite)
- ROE ... Return on Equity (Eigenkapitalrendite)
- TTM .. Trailing Twelve Months
- WACC... Weighted Average Cost of Capital



Quellen

- <https://www.storecapital.com/>
- <https://seekingalpha.com/article/4135804-buffett-knows-stores-secret-sauce-now>
- <https://seekingalpha.com/article/4136159-even-think-buying-realty-income-first-buy-far-superior-alternative>
- <https://seekingalpha.com/article/4070410-store-capitals-stor-ceo-chris-volk-q1-2017-results-earnings-call-transcript?part=single>
- <https://seekingalpha.com/article/4119829-store-capitals-stor-ceo-chris-volk-q3-2017-results-earnings-call-transcript?part=single>
- <https://www.forbes.com/sites/retailwire/2017/08/11/why-grocery-chains-continue-to-expand-in-an-overstated-landscape/#3d64c5031b55>
- <https://www.realtyincome.com/investors/investor-presentation/default.aspx>
- <http://www.nnnreit.com/>
- <http://www.spiritrealty.com/>
- <https://www.fool.de/2017/07/03/berkshire-hathaway-die-geschichte-zweier-neuer-deals/>
- The Intelligent REIT Investor, S. Krewson-Kelly, R. B. Thomas, Wiley, 2016
- Morningstar.com
- Ariva.de (historische Kurse)
- Wikipedia
- pixabay.com (Fotos)

