



**Researchstudie (Anno)**

**CR Capital Real Estate AG**



**Großprojekt in Leipzig bestimmt künftige Umsatz- und Ergebnisentwicklung, Hoher Liquiditätszufluss in 2016 erwartet,  
Kursziel angehoben**

**Kursziel: 2,75 €**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17**

## CR Capital Real Estate AG <sup>\*5a,7,11</sup>

### KAUFEN

Kursziel: 2,75 EUR

aktueller Kurs: 1,13  
8.7.2016 / ETR / 11:00 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0WMQ53  
WKN: A0WMQ5  
Börsenkürzel: CRZ  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 18,784  
Marketcap<sup>3</sup>: 21,22  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 26,53  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 37,0 %

Transparenzlevel:  
Entry Standard  
Marktsegment:  
Freiverkehr  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
CBS

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

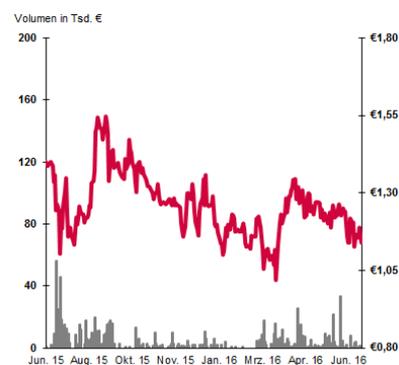
Fokus: Bestandshaltung, Bauträgergeschäft

Mitarbeiter: 5 Stand: 31.12.2015

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Stefan Demske



Die CR Capital Real Estate AG ist ein im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notiertes Immobilienunternehmen. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der CR Capital Real Estate AG liegt in der Projektentwicklung mit dem Fokus auf den Wohnungsneubau vorwiegend für Selbstnutzer in den Städten Berlin, Leipzig und dem Berliner Umland. Dabei wird das günstige Marktumfeld genutzt, um durch den Verkauf von Wohnungen mit gehobener Ausstattung an guten Standorten zu einem attraktiven Preis/Leistungsverhältnis nachhaltige Erträge und Gewinne zu erwirtschaften. Die Bestandshaltung, der Bestandsaufbau und die langfristige Vermietung ergänzen das Geschäftsmodell.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	8,97	17,28	24,17	27,17
EBITDA	3,45	-1,97	3,55	3,89
EBIT	2,72	-2,05	3,45	3,77
Jahresüberschuss	1,69	-1,61	2,25	2,45

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,09	-0,09	0,12	0,13
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	2,96	1,54	1,10	0,98
EV/EBITDA	7,69	neg.	7,47	6,82
EV/EBIT	9,75	neg.	7,69	7,04
KGV	12,56	neg.	9,43	8,66
KBV	1,03			

### Finanztermine

August 2016: Hauptversammlung

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
8.9.2015: RG / 2,45 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Der Fokus der CR Capital Real Estate AG (CR AG) liegt im Bauträrgeschäft, im Rahmen dessen der Wohnungsneubau für Selbstnutzer im Raum Berlin, Dresden und Leipzig betrieben wird. Damit weist die Gesellschaft eine für Immobilienprojektierer typische volatile Geschäftsentwicklung auf. Bezeichnend dafür steht das abgelaufene Geschäftsjahr 2015 in dem ein deutlicher Umsatzrückgang auf 8,97 Mio. € (VJ: 18,34 Mio. €) entstanden ist. Während in 2014 mehrere Großprojekte fertiggestellt und veräußert wurden, wurden in 2015 Projekte in einem deutlich geringeren Umfang an die Erwerber übergeben.
- Dennoch war die CR AG in der Lage, zum zweiten Mal in Folge, ein positives EBIT in Höhe von 2,72 Mio. € (VJ: 7,29 Mio. €) zu erzielen. Wichtig für die positive Ergebnisentwicklung sind zudem die Erträge aus der Höherbewertung von Renditeliegenschaften sowie die leicht rückläufigen Overheadkosten, welche eine insgesamt gute Kostenflexibilität der Gesellschaft belegen. Trotz der nicht liquiditätswirksamen jedoch ergebniswirksamen Höherbewertung bei den Bestandsobjekten weist die CR AG einen positiven operativen Liquiditätszufluss in Höhe von 2,80 Mio. € (VJ: 3,09 Mio. €) auf. Die Übergabe von Eigentumswohnungen des mittlerweile fertiggestellten Projektes „Hohenzollerndamm 119“, sowie der Verkauf von Leipziger Bestandsimmobilien haben einen entsprechenden Liquiditätszufluss generiert.
- Die künftige Geschäftsentwicklung der CR AG wird vornehmlich vom Großprojekt „Hallesches Feld“ in Leipzig dominiert. Innerhalb dieses 85.000 qm umfassenden Projektes sollen in den kommenden Geschäftsjahren in mehreren Bauabschnitten Reihenhäuser sowie Einfamilienhäuser entstehen. Ab dem kommenden Geschäftsjahr 2017 sollte hier gemäß unseren Erwartungen der erste Bauabschnitt fertiggestellt werden, woraus wir mit Umsatzerlösen in Höhe von ca. 24,00 Mio. € rechnen. Sollte die CR AG, wie geplant, jährlich einen Bauabschnitt des Projektes in Leipzig finalisieren, dann sind in den kommenden fünf Jahren jeweils Umsatzerlöse in Höhe von ca. 30,00 Mio. € möglich.
- Kurzfristig wird die Gesellschaft zudem Veräußerungserlöse aus der geplanten Übergabe eines Berliner Projektes (3.500 qm) sowie der bereits zu Beginn des Geschäftsjahres 2016 erfolgten Veräußerung des überwiegenden Bestandes der Renditeliegenschaften erzielen. Für das laufende Geschäftsjahr 2016 rechnen wir, vor Beginn des Leipziger Großprojektes, mit Umsatzerlösen in Höhe von 17,28 Mio. €. Dabei dürften die nicht liquiditätswirksamen Buchwertabgänge der in der Vergangenheit zugeschriebenen Bestandsimmobilien zu einem zwischenzeitlich negativen Verkaufsergebnis und damit einem EBITDA in Höhe von -1,97 Mio. € führen. Dies hat jedoch keinen Einfluss auf den Liquiditätszugang, welcher aufgrund der regen Verkaufstätigkeit deutlich oberhalb des Vorjahreswertes liegen dürfte.
- Wir sehen mittelfristig EBITDA-Margen oberhalb von 15,0 % als realistisch an. An dieser Stelle berücksichtigen wir auch das skalierbare Geschäftsmodell der CR AG, wonach die fixen Kostenpositionen nicht den höheren Umsätzen folgen werden. Gleichzeitig stellt das EBIT die Grundlage für unser DCF-Bewertungsmodell dar.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel von 2,75 € je Aktie ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 1,13 € vergeben wir damit das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

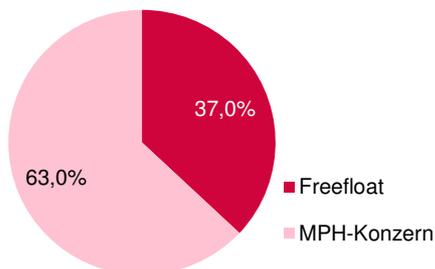
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>5</b>
<b>Unternehmensentwicklung.....</b>	<b>6</b>
Kennzahlen im Überblick .....	6
Geschäftsentwicklung 2015 .....	7
Umsatzentwicklung 2015 .....	7
Ergebnisentwicklung 2015 .....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2015 .....	10
SWOT-Analyse .....	12
<b>Prognose und Modellannahmen .....</b>	<b>13</b>
Umsatzprognosen 2016 – 2018 .....	13
Ergebnisprognosen 2016 - 2018 .....	14
Bewertung.....	15
Modellannahmen.....	15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	15
Bewertungsergebnis.....	15
DCF-Modell.....	16
<b>Anhang .....</b>	<b>17</b>

## UNTERNEHMEN

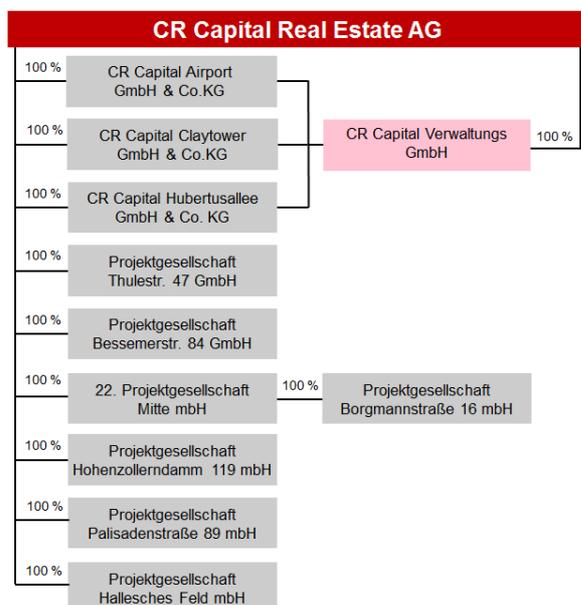
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MPH-Konzern	63%
Free Float	37%

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Der Konsolidierungskreis der CR Capital Real Estate AG weist einen für Immobilienprojektgesellschaften typischen Aufbau auf, wobei die Immobilienprojekte entweder einzeln oder gebündelt in dafür vorgesehene Tochtergesellschaften integriert sind. Gemäß dem Unternehmensschwerpunkt „Bausträgergeschäft“ liegt der Projektfokus auf dem Wohnungsneubau, vorwiegend für Selbstnutzer im Raum Berlin, Leipzig und Dresden. Hier profitiert die CR AG in erster Linie von den guten Marktbedingungen der jeweiligen Schwerpunktregionen. Nachdem die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 das Projekt am Hohenzollerndamm in Berlin Schmargendorf (17 Eigentumswohnungen; 17 Tiefgaragenstellplätze) erfolgreich beendet hat und an die Erwerber übergeben konnte, umfasst das derzeitige Projektportfolio ein im Bau befindliches Projekt sowie zwei weitere Projekte, welche sich derzeit in der Planung befinden:

Standort	Projektumfang	Baubeginn	Fertigstellung
Borgmannstraße 16 - Berlin	ca. 3.500 qm	Januar 2015	Herbst 2016
Hallesches Feld - Leipzig	ca. 85.000 qm	Ende 2016	Mehrere Bauabschnitte
Heinrich Lange Straße - Dresden	ca. 3.200 qm	Nicht bekannt	Nicht bekannt

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Ergänzend zum projektbezogenen Bausträgerbereich verfügt die CR AG, nach der erfolgten Veräußerung mehrerer Bestandsobjekte im zweiten Halbjahr 2015 sowie im ersten Halbjahr 2016, mittlerweile nur noch über eine Bestandsimmobilie in Berlin (Hubertusallee 73).

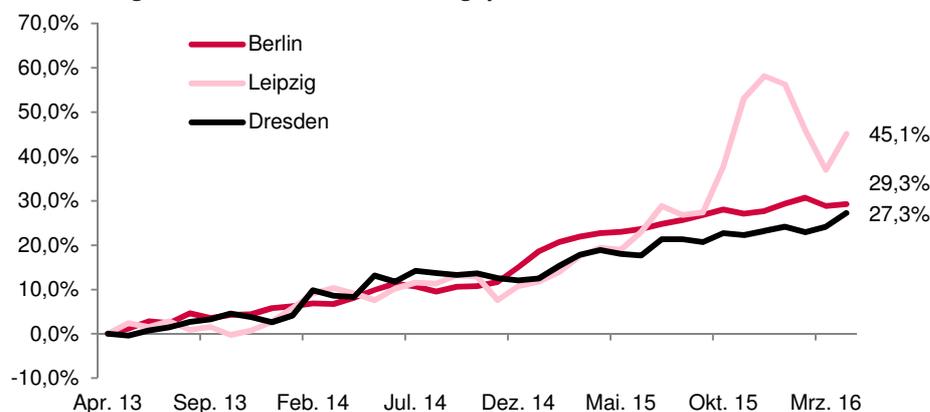
## MARKT UND MARKTUMFELD

Insbesondere in den Metropolregionen Deutschlands ist ein insgesamt sehr positives Umfeld für die Immobilienmärkte zu beobachten. Die solide konjunkturelle Entwicklung, eine stabile Beschäftigtenrate und die weiterhin hohen Einkommenserwartungen lassen eine hohe Nachfrage nach Immobilieneigentum erkennen. Unterstützt wird die Immobiliennachfrage von den historisch niedrigen Zinsniveaus und mittlerweile fehlenden Anlagealternativen.

Das darüber hinausgehende Bevölkerungswachstum in den deutschen Metropolregionen liefert ein weiteres Argument für die hohe Marktdynamik, wie sie beispielsweise in den von der CR AG adressierten Regionen Berlin, Leipzig und Dresden anzutreffen ist. Zwischen 2005 und 2014 lag dabei das Bevölkerungswachstum in Berlin (+6,7 %) in Leipzig (+11,6 %) sowie in Dresden (+7,3 %) jeweils deutlich oberhalb der Entwicklung bei den Wohnungsbeständen. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich dabei der Wohnungsbestand in Berlin nur um 0,5 %, in Leipzig um 5,0 % und ist in Dresden mit einem Anstieg von 0,1 % nahezu konstant geblieben. Verstärkend kommt hier der Trend zum Single-Haushalt hinzu, welcher mit einem überproportional erhöhten Bedarf an Wohnungen einhergeht. Alleine in Berlin beträgt der Anteil der Einpersonen-Haushalte 53,9 % und liegt damit um 3,7 % höher als noch vor zehn Jahren.

Dementsprechend lassen sich insbesondere für die von der CR AG adressierten Metropolregionen starke Preisanstiege bei Wohneigentum verzeichnen. Innerhalb der letzten drei Jahre sind gemäß Statistiken von immowelt.de die Quadratmeter-Kaufpreise für Wohnungen (80-120 qm) in Berlin signifikant um 29,3 %, in Leipzig um 45,1 % und in Dresden um 27,3 % jeweils dynamisch angestiegen:

### Entwicklung der Quadratmeter-Wohnungspreise



Quelle: immowelt.de; GBC AG

Insofern ist die Strategie der CR Capital Real Estate AG, wonach der primäre Fokus auf dem Bauträgergeschäft gemäß dem „Develop & Sell“-Ansatz liegt, vielversprechend. Zumal sich die von der Gesellschaft adressierten Immobilienmärkte, bei weiterhin positiven Vorgaben, auch in den kommenden Jahren unverändert dynamisch präsentieren dürften. Sowohl die regional bedingten günstigen sozioökonomischen Faktoren als auch die derzeit hohe Nachfrage nach Wohnimmobilien, vor dem Hintergrund fehlender Anlagealternativen, haben dabei tendenziell einen Nachfrageüberhang in den Metropolregionen Deutschlands (darunter Berlin, Leipzig, Dresden) zur Folge.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Mieteinnahmen	0,84	0,88	0,31	0,17	0,17
Verkaufserlöse	17,49	8,09	16,98	24,00	27,00
sonst. betriebliche Erträge	1,44	1,39	1,45	1,02	0,80
Verkaufs- und Vermietungsaufwendungen	-11,04	-9,07	-18,76	-19,32	-21,74
Bewertungsergebnis	1,47	3,94	0,00	0,00	0,00
<b>Rohertrag</b>	<b>10,22</b>	<b>5,23</b>	<b>-0,02</b>	<b>5,87</b>	<b>6,24</b>
Personalaufwand	-0,54	-0,79	-0,75	-0,82	-0,87
Abschreibungen	-0,08	-0,73	-0,08	-0,10	-0,12
sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,31	-1,00	-1,20	-1,50	-1,48
<b>EBIT</b>	<b>7,29</b>	<b>2,72</b>	<b>-2,05</b>	<b>3,45</b>	<b>3,77</b>
Zinserträge	0,04	0,06	0,10	0,15	0,15
Zinsaufwendungen	-0,36	-0,25	-0,34	-0,39	-0,43
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,97</b>	<b>2,53</b>	<b>-2,29</b>	<b>3,21</b>	<b>3,49</b>
Steuern	-2,16	-0,84	0,68	-0,96	-1,04
Jahresüberschuss	4,81	1,69	-1,61	2,25	2,45
EBITDA	7,37	3,45	-1,97	3,55	3,887
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>40,2%</i>	<i>38,5%</i>	<i>-11,4%</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,3%</i>
EBIT	7,29	2,72	-2,05	3,45	3,77
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>39,7%</i>	<i>30,3%</i>	<i>-11,9%</i>	<i>14,3%</i>	<i>13,9%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,26	0,09	-0,09	0,12	0,13

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2015

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Umsatzerlöse	13,51	18,34	8,97
EBITDA	-0,28	7,37	3,45
EBITDA-Marge	-2,0%	40,7%	24,4%
EBIT	-0,63	7,29	2,72
EBIT-Marge	-4,7%	40,3%	19,2%
Jahresüberschuss	0,05	4,81	1,69
EPS in €	0,00	0,26	0,09

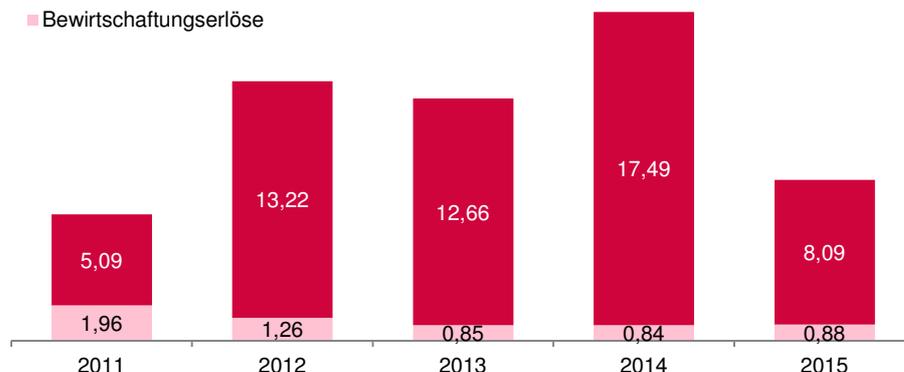
Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

## Umsatzentwicklung 2015

Die CR Capital Real Estate AG weist eine für Immobilienprojektierer typische volatile Umsatzentwicklung auf, welche in erster Linie von der Fertigstellung bzw. von der Übergabe von Immobilienprojekten geprägt ist. Bezeichnend dafür steht das abgelaufene Geschäftsjahr 2015 in dem ein deutlicher Umsatzrückgang auf 8,97 Mio. € (VJ: 18,34 Mio. €) ausgewiesen wurde. Der überwiegende Anteil der Umsätze entstammt aus der Veräußerung von Vorratsimmobilien, vornehmlich aus der im ersten Halbjahr 2015 erfolgten Übergabe von Eigentumswohnungen des Projektes „Hohenzollerndamm 119“, woraus Erlöse in Höhe von 5,82 Mio. € vereinnahmt wurden. Zugleich wurden Teileigentumseinheiten in der Niederbarnimstrasse sowie das Bestandsportfolio durch den Verkauf der drei Bestandsimmobilien in Leipzig (2.203 qm) weiter verringert. Im Vorjahr wurden im Vergleich dazu mehrere große Projekte fertiggestellt sowie veräußert (Thulestr. 47; Bessemerstr. 84), was die damals deutlich höheren Verkaufserlöse erklärt.

## Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)

- Verkaufserlöse (Bauträger)
- Bewirtschaftungserlöse



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Die in den vergangenen Geschäftsjahren erzielten Mietumsätze betreffen mehrere Gewerbeimmobilien in Berlin und Leipzig. Auch wenn die soliden Erträge aus der Vermietung von Bestandsimmobilien zu einer Stabilisierung der Umsatzbasis beitragen, spielen diese aufgrund des niedrigen Niveaus eine nur untergeordnete Rolle. Unseren Erkenntnissen zufolge hat die Gesellschaft den überwiegenden Teil des Bestandsportfolios veräußert und es befindet sich derzeit lediglich ein Berliner Objekt (Hubertusallee 73) im Immobilienbestand der CR AG.

Die nicht liquiditätswirksame Höherbewertung von Renditeliegenschaften hat, als weitere Ertragskomponente, einen Ergebnisbeitrag in Höhe von 3,94 Mio. € (VJ: 1,48 Mio. €) geleistet. Hier wird der im Vergleich zum gezahlten Kaufpreis höhere Wertansatz des Großprojektes in Leipzig (Hallesches Feld) ersichtlich. Zunächst wurde dieses Projekt

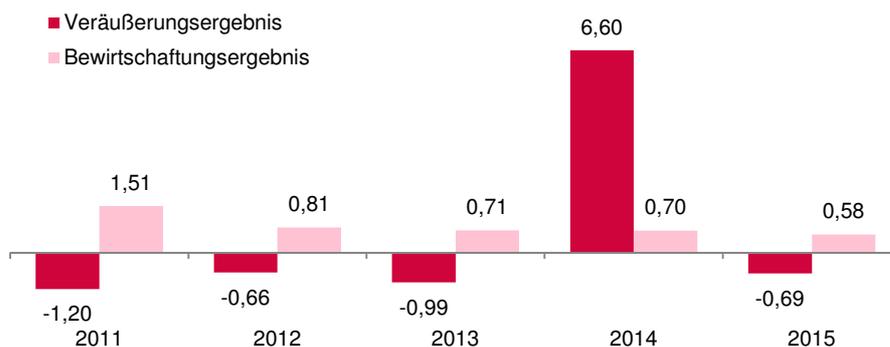
als Renditeliegenschaft klassifiziert, hier liegt jedoch weiterhin eine Veräußerungsabsicht nach der Fertigstellung der einzelnen Bauabschnitte vor.

### Ergebnisentwicklung 2015

Insgesamt hat die CR AG ein leicht negatives Veräußerungsergebnis in Höhe von -0,69 Mio. € (VJ: +6,60 Mio. €) erzielt. Gemäß Unternehmensangaben ist hier insbesondere das negative Verkaufsergebnis bei den drei Leipziger Bestandsimmobilien verantwortlich, deren ursprünglicher Kaufpreis höher als der erzielte Verkaufspreis lag. Das im Geschäftsjahr 2014 veräußerte Großprojekt „Bessemmerstr. 84“ wurde bereits vor Baubeginn verkauft und war damit hauptsächlich für das hohe Veräußerungsergebnis des Geschäftsjahres 2014 verantwortlich.

Im Gegensatz hierzu erzielte die CR AG ein positives Ergebnis aus der Bewirtschaftung der Immobilien (Mietergebnis) in Höhe von 0,58 Mio. € (VJ: 0,70 Mio. €). Der leichte Rückgang des Mietergebnisses reflektiert den bereits in 2015 eingesetzten Abbau des Bestandsportfolios.

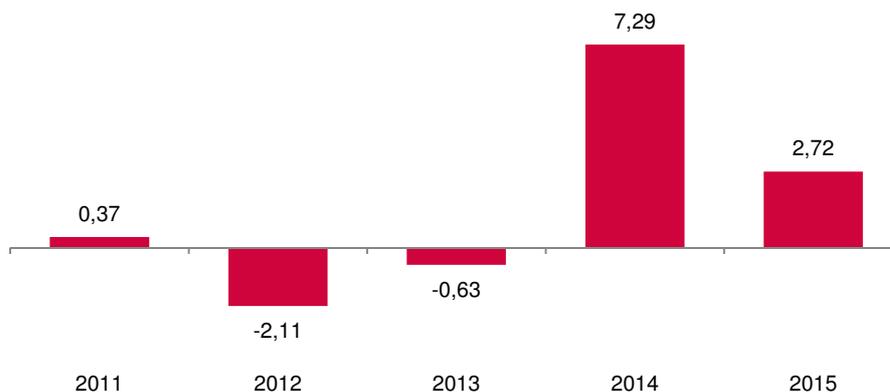
### Veräußerungsergebnis und Bewirtschaftungsergebnis (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Zuzüglich den Erträgen aus der Höherbewertung der Renditeliegenschaften sowie der sonstigen betrieblichen Erträge in Höhe von 1,39 Mio. € (VJ: 1,45 Mio. €) weist die CR AG einen Rohertrag in Höhe von 5,23 Mio. € (VJ: 10,22 Mio. €) aus. Unter Berücksichtigung des rückläufigen Personalaufwandes, der Abschreibungen sowie der sonstigen Aufwendungen auf insgesamt 2,51 Mio. € (VJ: 2,93 Mio. €) weist die CR AG ein EBIT in Höhe von 2,72 Mio. € (VJ: 7,29 Mio. €) aus.

### EBIT (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Auch die naturgemäß volatile Ergebnisentwicklung der CR AG ist ein typisches Merkmal für einen Immobilienprojektierer, da einzelne Projekte sowohl die Umsatz- als auch die Ergebnisentwicklung signifikant beeinflussen können.

Da in der Regel die Bauvorhaben bei Baubeginn größtenteils veräußert sind und sich dadurch durch die Erwerberraten finanzieren lassen, greift die CR AG nur im geringen Umfang und nahezu ausschließlich für das Bestandsgeschäft auf Bankverbindlichkeiten zurück. Dementsprechend gering ist die Inanspruchnahme von Bankkrediten in Höhe von 5,56 Mio. € (31.12.15) wodurch sich die Zinsbelastungen in Höhe von 0,25 Mio. € (VJ: 0,36 Mio. €) in Grenzen halten.

#### Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Abzüglich des Steueraufwands war die CR AG im dritten Jahr in Folge in der Lage, mit 1,69 Mio. € (VJ: 4,81 Mio. €) ein positives Nachsteuerergebnis zu erreichen.

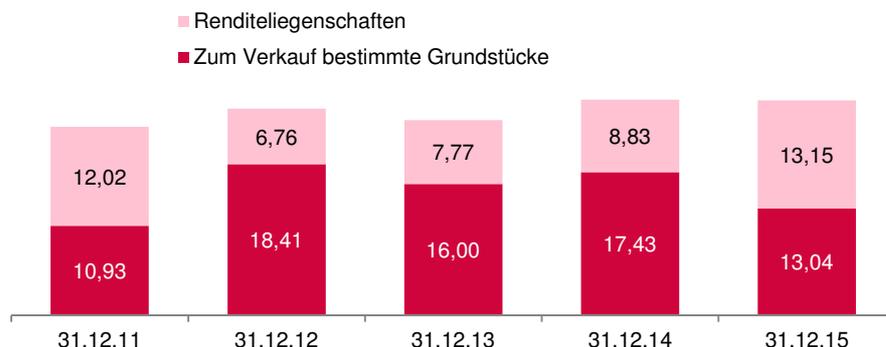
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2015

in Mio. €	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Eigenkapital	10,67	18,86	20,54
EK-Quote (in %)	35,4%	54,6%	57,6%
Renditeliegenschaften	7,77	8,83	13,15
Zum Verkauf bestimmte Immobilien	16,00	17,43	13,04
Finanzverbindlichkeiten	10,85	7,07	5,56
Liquide Mittel	0,42	2,97	1,95
Cashflow (operativ)	1,73	3,09	2,80
Cashflow (Investition)	3,77	0,85	-4,37
Cashflow (Finanzierung)	-6,12	-0,62	0,55

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Die Aktivseite der CR-Bilanz wird sowohl von den zum Verkauf bestimmten Vorratsimmobilien als auch von den im langfristigen Anlagevermögen erfassten Renditeliegenschaften dominiert. Bei den Vorratsimmobilien handelt es sich dabei um die bereits fertiggestellten sowie die noch im Bau befindlichen Objekte, für die eine kurzfristige Veräußerungsabsicht vorliegt. Während der bilanzielle Wert der Renditeliegenschaften nahezu ausschließlich aufgrund der vorgenommenen Höherbewertung auf 13,15 Mio. € (31.12.14: 8,83 Mio. €) zugelegt hat, minderten sich die Vorratsobjekte aufgrund der in 2015 erfolgten Veräußerungen auf 13,04 Mio. € (31.12.14: 17,43 Mio. €).

### Entwicklung der Vorratsimmobilien und der Bestandsimmobilien (in Mio. €)



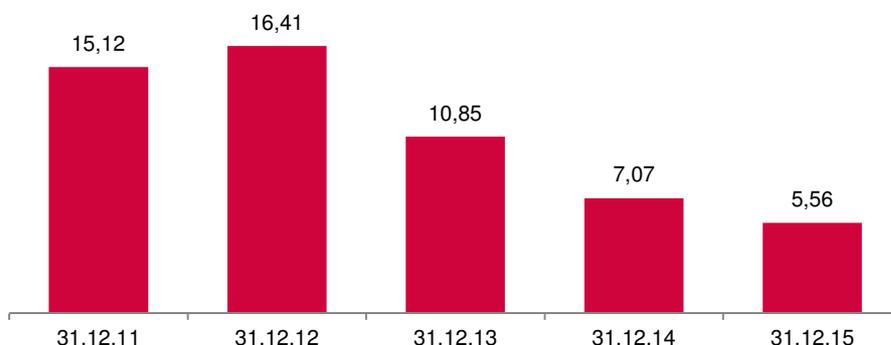
Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Es ist zu erwarten, dass sich der Bestand der Renditeliegenschaften bereits zum Geschäftsjahresende 2016 durch Verkäufe deutlich rückläufig entwickeln wird. Gemäß Unternehmensangaben wurden dabei sämtliche Renditeliegenschaften im laufenden Geschäftsjahr 2016 veräußert. Erwähnenswert ist an dieser Stelle der Anstieg beim Goodwill auf 6,58 Mio. € (31.12.14: 2,72 Mio. €). Der Goodwill-Anstieg hängt dabei mit dem Erwerb der Projektgesellschaft „Hallesches Feld mbH“ zusammen, welche das derzeitige Großprojekt der CR AG enthält.

Wie die unverändert hohe Eigenkapitalquote in Höhe von 57,6 % (31.12.14: 54,6 %) belegt, wird die Passivseite der CR-Bilanz vom Eigenkapital dominiert. Das positive Nachsteuerergebnis in Höhe von 1,69 Mio. € hat dabei zu einem weiteren Anstieg des Eigenkapitals geführt. Auf der anderen Seite setzte sich der Trend rückläufiger Finanzverbindlichkeiten auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 fort. Zum Bilanzstichtag 31.12.15 summieren sich die Bankkredite auf 5,56 Mio. € (31.12.14: 7,07 Mio. €). Der in der Vergangenheit vollzogene Wandel hin zu einem Projektentwickler hat dabei zu einem deutlich geringeren Finanzierungsbedarf geführt. Dabei müssen lediglich die Grundstücksankäufe sowie zum geringen Teil Baukosten vorfinanziert werden. Wichtig

ist hier der Umstand, wonach der Baubeginn erst nach Erreichen einer bestimmten Vorverkaufsquote erfolgt.

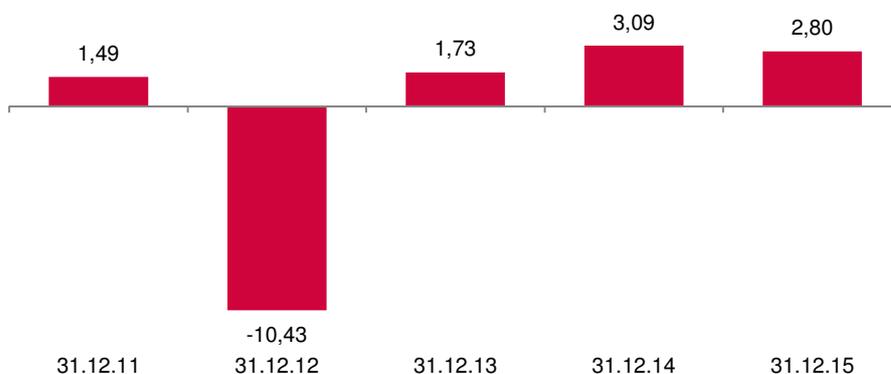
#### Finanzverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Ein besonders aussagekräftiges Bild zur operativen Entwicklung der CR AG ergibt sich aus der Cashflow-Analyse, im Rahmen derer etwaige buchhalterische Effekte eliminiert sind. Der operative Liquiditätszufluss belief sich im Geschäftsjahr 2015 auf 2,80 Mio. € und liegt damit in etwa auf dem Niveau der vergleichbaren Vorjahresperiode (GJ 2014: 3,09 Mio. €). Dabei steht der Bereinigung der nicht liquiditätswirksamen Bewertungserträge der Renditeliegenschaften in Höhe von 3,94 Mio. € (VJ: 1,48 Mio. €) ein signifikanter Liquiditätszufluss aus der Immobilienveräußerung entgegen. Auch der operative Cashflow unterliegt hohen Volatilitäten und hängt besonders stark von der Transaktionsaktivität der Gesellschaft ab.

#### Operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Der in 2015 für den Erwerb der neuen Projektgesellschaft „Hallesches Feld mbH“ entrichtete Kaufpreis belief sich auf 4,25 Mio. € und hatte einen entsprechenden Liquiditätsabfluss ausgelöst. Dementsprechend weist die CR AG einen negativen freien Cashflow aus, welcher hauptsächlich für den Rückgang der liquiden Mittel auf 1,95 Mio. € (31.12.14: 2,97 Mio. €) verantwortlich ist.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vergleichsweise geringer Kapitalbedarf im Bauträgerbereich ermöglicht hohe Kapitalrenditen.</li> <li>• Die Projektpipeline (über 85.000 qm) ist bereits sichergestellt und bietet somit eine gute Planungsgrundlage für die kommenden Geschäftsjahre.</li> <li>• Die CR AG kann bereits einen umfangreichen Track Record im Bauträgerbereich vorweisen.</li> <li>• Die Gesellschaft verfügt über eine hohe Kostendisziplin.</li> <li>• Solide Bilanzstruktur mit einer EK-Quote von 54,6 % sowie einer vergleichsweise geringen Nettoverschuldung (LTV: 26,9 %).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die Gesellschaft weist eine für Bauträger typisch hohe Umsatz- und Ergebnisvolatilität auf.</li> <li>• Ein wichtiger Teil des operativen Ergebnisses stammt aus der Höherbewertung von Immobilien und ist damit nicht liquiditätswirksam.</li> <li>• Aufgrund der noch vergleichsweise geringen Unternehmensgröße ist der Handel der CR-Aktie von einem niedrigen Handelsvolumen geprägt.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mit dem Fokus auf dem Bauträgergeschäft in Berlin, Leipzig und Dresden ist die CR AG in einem der wachstumsstärksten Märkte Deutschlands tätig.</li> <li>• Weitere Immobilienprojekte könnten die aktuelle Projektpipeline stärken. Hierfür überprüft die CR AG intensiv aktuelle Marktopportunitäten.</li> <li>• Günstige Finanzierungsbedingungen dürften mit einer stabil hohen Nachfrage nach Wohneigentum einhergehen.</li> <li>• Das Geschäftsmodell ist gut skalierbar. Folglich besteht die Möglichkeit einer Rentabilitätsverbesserung bei erhöhten Umsätzen.</li> <li>• Weitere Reduktion des Fremdkapitals (geringe Kapitalintensität im Bauträgersegment) wirkt sich positiv auf das Nachsteuerergebnis aus.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Als Bauträger weist die CR AG eine hohe Abhängigkeit von einzelnen Projekten auf. Dies findet sich auch in der Umsatz- und Ergebnissituation der Gesellschaft wieder.</li> <li>• Die antizipierte Realisierung von Projekten könnte sich ggf. bis zur Erreichung bestimmter Veräußerungsquoten verzögern.</li> <li>• Eine Veränderung des Finanzierungsumfelds könnte einen nachhaltigen Einfluss auf die Nachfragesituation haben.</li> </ul>

## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	8,97	17,28	24,17	27,17
EBITDA	3,45	-1,97	3,55	3,89
EBITDA-Marge	24,4%	-11,4%	14,7%	14,3%
EBIT	2,72	-2,05	3,45	3,77
EBIT-Marge	19,2%	-11,9%	14,3%	13,9%
Jahresüberschuss	1,69	-1,61	2,25	2,45
EPS in €	0,09	-0,09	0,12	0,13

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen 2016 – 2018

Die Grundlage für unsere nachfolgenden Umsatz- und Ergebnisprognosen bildet die aktuelle Projektpipeline der CR AG, welche derzeit ein im Bau befindliches Projekt sowie zwei weitere Projekte umfasst, welche sich in der konkreten Planungsphase befinden. Eine Ausweitung der Projektpipeline soll dabei zwar opportunistisch vorangetrieben werden, aufgrund der fehlenden Konkretisierung berücksichtigen wir die hieraus möglichen zusätzlichen Potenziale nur als Bestandteil des langfristigen DCF-Bewertungsmodells. Der aktuelle Fokus der CR AG liegt dabei auf der Fertigstellung und der im Herbst 2016 anvisierten Übergabe der Wohneinheiten des Berliner Immobilienprojektes „Borgmannstraße 16“. Parallel hierzu laufen die ersten vorbereitenden Maßnahmen für den ersten Bauabschnitt des Leipziger Großprojektes „Hallesches Feld“. Hier sollen in den kommenden Geschäftsjahren mehrere zwei- und dreigeschossige Reihenhäuser entstehen.

Standort	Projektumfang	Baubeginn	Fertigstellung
Borgmannstraße 16 - Berlin	ca. 3.500 qm	Januar 2015	Herbst 2016
Hallesches Feld – Leipzig	ca. 85.000 qm	Ende 2016	Mehrere Bauabschnitte
Heinrich Lange Straße – Dresden	ca. 3.200 qm	Nicht bekannt	Nicht bekannt

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

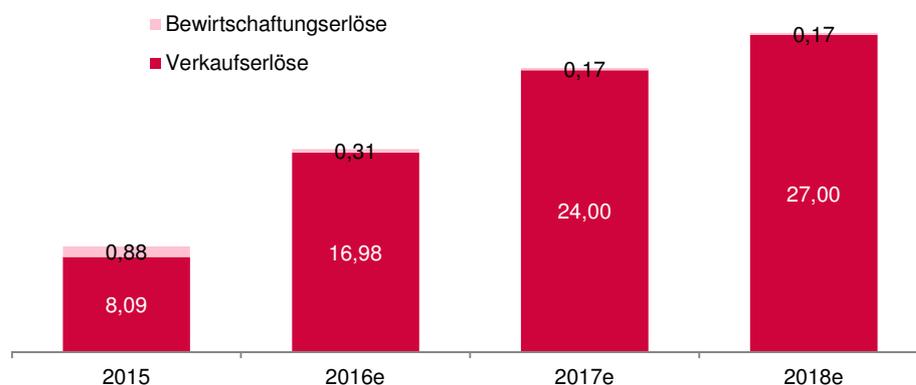
Für die Ermittlung des jeweils erwarteten Verkaufsvolumens haben wir ortsübliche Größenordnungen herangezogen. Während die aktuellen Wohnungspreise im Berliner Bezirk Köpenik im Durchschnitt bei 2.960 € (Quelle: immowelt.de) liegen, werden in Leipzig beim Wohnungsneubau derzeit durchschnittlich 2.310 € aufgerufen (Quelle: immowelt.de). Für beide Projekte unterstellen wir Verkaufspreise von 2.500 €/qm und liegen damit in unseren Schätzungen in etwa im Bereich der statistisch ermittelten Durchschnittswerte. Beim Großprojekt in Leipzig, dessen erzielbare Verkaufsfläche bei 60.000 qm liegt, gehen wir von insgesamt fünf Bauabschnitten aus. Gemäß unseren Erwartungen wird ab dem kommenden Geschäftsjahr 2017 jährlich ein Bauabschnitt fertiggestellt.

Neben der Übergabe des Berliner Projektes wird die CR AG im laufenden Geschäftsjahr 2016 zudem Veräußerungserlöse aus dem Verkauf der vermieteten Renditeliegenschaften ausweisen. Nachdem im Vorjahr die drei Leipziger Bestandsobjekte veräußert wurden, wurden im ersten Quartal 2016 weitere Immobilien mit einer Gesamtfläche in Höhe von ca. 6.000 qm verkauft. Hierbei handelt es sich um die Schönefelder Immobilien in der Lilienthalstr. 3a-d, 5b, 5c sowie um das Mietobjekt in der Griegstraße 2/2a. Unter der Berücksichtigung marktüblicher Größenordnungen dürfte die CR AG hieraus Verkaufserlöse in Höhe von insgesamt etwa 8,5 Mio. € erzielt haben. Das Mieterlöse generierende Bestandsportfolio umfasst damit lediglich das Objekt in der Hubertusallee 73, mit einer Mietfläche von 1.022 qm. Damit liegt der Fokus der CR AG derzeit klar auf der Entwicklung der in der Planung befindlichen Projekte, weshalb wir aktuell keinen Bestandsaufbau unterstellen.

Mit der erwarteten ergebniswirksamen Übergabe des Projektes „Borgmannstr. 16“ sowie der bereits erfolgten mehrheitlichen Veräußerung der Bestandsobjekte rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 17,28 Mio. €. Ab dem kommenden Geschäftsjahr 2017 sollte gemäß unseren Erwartungen der erste Bauabschnitt des Großprojektes in Leipzig fertiggestellt werden, woraus wir mit Umsatzerlösen in Höhe von ca. 24,00 Mio. € rechnen. Sollte die CR AG, wie geplant, jährlich einen Bauabschnitt des Projektes in Leipzig finalisieren, dann sind in den kommenden fünf Jahren jeweils Umsatzerlöse in Höhe von ca. 30,00 Mio. € möglich.

Die Mieterlöse sollten sich nach der Veräußerung der Renditeliegenschaften auf niedrigem Niveau bewegen.

### Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

### Ergebnisprognosen 2016 - 2018

Parallel zur Verkaufstätigkeit spielt für die Umsatz- und Ergebnisentwicklung der CR AG auch die Bautätigkeit eine wichtige Rolle. Einerseits wird der Baufortschritt der zum Bilanzstichtag nicht veräußerten und damit nicht umsatzwirksam gewordenen Projekte durch einen ergebniswirksamen Anstieg der Bestände wiedergegeben. Andererseits findet sich die Bautätigkeit der CR AG auch in den Erstellungskosten (Aufwendungen aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien) wieder. Als dominante Aufwandsposition rechnen wir hier, analog zur erwarteten Zunahme der Bauaktivität, mit einem Anstieg der Materialaufwendungen. Gleichzeitig berücksichtigen wir die Buchwertabgänge zum Übergabezeitpunkt. Für das laufende Geschäftsjahr dürften die nicht liquiditätswirksamen Buchwertabgänge der in der Vergangenheit zugeschriebenen Bestandsimmobilien zu einem zwischenzeitlich negativen Verkaufsergebnis und damit einem EBITDA in Höhe von -1,97 Mio. € führen. Dies hat jedoch keinen Einfluss auf den Liquiditätszugang, welcher aufgrund der regen Verkaufstätigkeit deutlich oberhalb des Vorjahreswertes liegen dürfte.

Wir sehen mittelfristig EBITDA-Margen oberhalb von 15,0 % als realistisch an. An dieser Stelle berücksichtigen wir auch das skalierbare Geschäftsmodell der CR AG, wonach die fixen Kostenpositionen nicht den höheren Umsätzen folgen werden. Gleichzeitig stellt das EBITDA die Grundlage für unser DCF-Bewertungsmodell dar.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die CR Capital Real Estate AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 - 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 16,7 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 29,8 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### ***Bestimmung der Kapitalkosten***

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der CR Capital Real Estate AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher: 1,50 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,58.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,68 % (bisher: 10,18 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,23 % (bisher: 8,58 %).

### ***Bewertungsergebnis***

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017 entspricht als Kursziel 2,75 € (bisher: 2,45 €). Die Kurszielanhebung, bei einem nahezu unveränderten Projektportfolio, resultiert vornehmlich aus der Anpassung des risikolosen Zinssatzes und damit aus der Reduktion der gewichteten Kapitalkosten WACC. Darüber hinaus ergibt sich ein so genannter Roll-Over-Effekt, da der neue faire Unternehmenswert zum Ende des kommenden Geschäftsjahres 2017 (bisher: Ende 2016) errechnet wurde.

## DCF-Modell

### CR Capital Real Estate AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,7%	ewige EBITA - Marge	16,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	1,4%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	23,2%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	17,28	24,17	27,17	27,72	28,27	28,84	29,41	30,00	
US Veränderung	92,7%	39,9%	12,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,93	5,63	6,51	6,73	6,96	7,20	7,44	7,69	
EBITDA	-1,97	3,55	3,89	4,63	4,72	4,82	4,91	5,01	
EBITDA-Marge	-11,4%	14,7%	14,3%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	
EBITA	-2,05	3,45	3,77	4,57	4,67	4,76	4,86	4,96	
EBITA-Marge	-11,9%	14,3%	13,9%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Steuern auf EBITA	0,61	-1,03	-1,12	-1,36	-1,39	-1,42	-1,45	-1,48	
zu EBITA	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
EBI (NOPLAT)	-1,44	2,42	2,64	3,21	3,28	3,34	3,41	3,48	
Kapitalrendite	-7,5%	24,8%	26,3%	30,6%	31,0%	31,4%	31,9%	32,3%	32,7%
Working Capital (WC)	5,37	5,77	6,31	6,44	6,57	6,70	6,83	6,97	
WC zu Umsatz	31,1%	23,9%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	
Investitionen in WC	0,67	-0,40	-0,54	-0,13	-0,13	-0,13	-0,13	-0,14	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	4,39	4,29	4,17	4,12	4,06	4,01	3,95	3,90	
AFA auf OAV	-0,08	-0,10	-0,12	-0,06	-0,06	-0,05	-0,05	-0,05	
AFA zu OAV	1,8%	2,3%	2,9%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	
Investitionen in OAV	8,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investiertes Kapital	9,77	10,07	10,48	10,56	10,63	10,71	10,79	10,87	
EBITDA	-1,97	3,55	3,89	4,63	4,72	4,82	4,91	5,01	
Steuern auf EBITA	0,61	-1,03	-1,12	-1,36	-1,39	-1,42	-1,45	-1,48	
Investitionen gesamt	9,42	-0,40	-0,54	-0,13	-0,13	-0,13	-0,13	-0,14	
Investitionen in OAV	8,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in WC	0,67	-0,40	-0,54	-0,13	-0,13	-0,13	-0,13	-0,14	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	8,06	2,12	2,23	3,14	3,20	3,27	3,33	3,40	53,51

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	45,66	47,30
Barwert expliziter FCFs	14,90	14,00
Barwert des Continuing Value	30,77	33,30
Nettoschulden (Net debt)	-2,51	-4,39
Wert des Eigenkapitals	48,18	51,69
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	48,18	51,69
Ausstehende Aktien in Mio.	18,78	18,78
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,56	<b>2,75</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,58
Eigenkapitalkosten	9,7%
Zielgewichtung	70,0%
Fremdkapitalkosten	6,4%
Zielgewichtung	30,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>8,2%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%
32,2%	2,97	2,84	2,72	2,62	2,52
32,4%	2,99	2,86	2,74	2,63	2,53
32,7%	3,01	2,87	<b>2,75</b>	2,64	2,54
32,9%	3,02	2,89	2,77	2,66	2,56
33,2%	3,04	2,90	2,78	2,67	2,57

## ANHANG

### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,7,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: [klebl@gbc-ag.de](mailto:klebl@gbc-ag.de).

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**  
**Felix Gode CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)