



## **Credit Researchstudie (Anno)**



- Handelsportfolio erwartungsgemäß ausgebaut
- ETP-Zeichner profitieren indirekt über umfangreiches Bestands- und Handelsportfolio
- Pro-Forma Bonitätskennzahlen im Investment Grade-Bereich

**Rating: stark überdurchschnittlich attraktiv**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 14

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

## German Real Estate Capital S.A. \*5a;11

### Stark überdurchschnittlich attraktiv

aktueller Kurs: 77,30 %  
19.11.2021 / MUC / 08:00  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A19XLE6  
WKN: A19XLE  
Kupon (fest): 3,0 % p.a.  
Kupon (variabel): bis max. 10 % p.a.  
Nennwert: 10,00 €  
Mindestanlage: 1.000 €  
Volumen: bis 30,00 Mio. €  
Emissionstag: 20.04.2018  
Laufzeit: unbegrenzt (Kündigungsrecht zum 20.04.23)  
Zinszahlung 20.04  
Börsennotierung:  
Freiverkehr Börse München

Weitere Informationen  
<https://www.gre-etp.de/>

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

### Unternehmensprofil

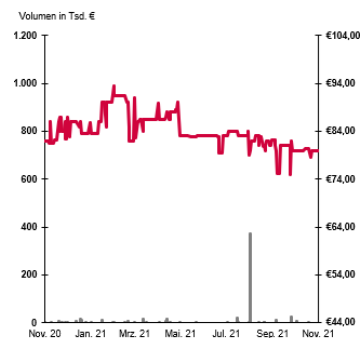
Branche: Finanzierung von Immobilien

Fokus: Wohnimmobilien Deutschland

Mitarbeiter: 3

Gründung: 2012 (Unternehmensgruppe)

Firmensitz: Luxemburg



Die German Real Estate Capital S.A. ist ein Unternehmen der im nordbayerischen Bayreuth beheimateten German Real Estate Immobilien Gruppe. Die exklusive Investment-Zweckgesellschaft verantwortet die Emission des German Real Estate ETP sowie die Veranlagung des Emissionserlöses in Immobilienobjekten mit Schwerpunkt Wohnen. Sitz der German Real Estate Capital S.A. ist Luxemburg. Die Emissionsgesellschaft wird durch den Verwaltungsrat vertreten. Hervorgegangen ist die Unternehmensgruppe im Jahre 2012 aus einem Family Office und einer Familienstiftung, die schon seit über 30 Jahren ein ertragsorientiertes Wohnimmobilien-Portfolio besitzt und bewirtschaftet. Beraten wird die German Real Estate Capital S.A. durch die ebenfalls in Bayreuth ansässigen Sachwert Capital Management GmbH, welche ebenso der Unternehmensgruppe angehört und heute die Kompetenzen des Family Office in sich vereinigt. Das Immobilien-Portfolio, welches u.a. durch das German Real Estate ETP refinanziert ist, umfasst derzeit 46 Objekte, unterteilt in Bestands- und Handelsobjekte. Dabei handelt es sich um marktgängige und werthaltige Wohnimmobilien mit Schwerpunkt Deutschland.

in Mio. €	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	15,11	46,43	70,60	83,79
davon Mietererlöse	0,91	0,96	0,98	1,00
davon Verkaufserlöse	14,20	45,47	69,61	82,79
EBITDA	2,88	11,66	17,54	26,77
Jahresüberschuss	0,69	6,55	10,61	17,47
<i>* Pro-Forma Konsolidierung der Objektgesellschaften</i>				
Bonitätskennzahlen				
EBITDA-Zinsdeckung	1,63	5,36	7,77	15,89
Total Debt/EBITDA	15,72	5,04	3,02	1,12
Risk Bearing Capital	29,4%	30,2%	40,5%	64,0%
FFO/Total Debt	1,8%	11,4%	20,3%	58,5%

### Finanztermine

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

-

\*\* 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

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 15

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die German Real Estate Capital S.A. ist die Emittentin eines ETP (Exchange Traded Product) und damit einer börsennotierten Schuldverschreibung. Das mit einem festen Kupon von mindestens 3,0 % ausgestattete Wertpapier verbindet die Merkmale einer klassischen Anleihe mit einem Genussrecht. Neben dem fixen Kupon enthält das Wertpapier auch eine gewinnabhängige Verzinsung von bis zu 7,0 %, so dass sich die Gesamtverzinsung auf bis zu 10,0 % belaufen kann. Zudem hat das Wertpapier eine unbefristete Laufzeit, kann jedoch zum 20.04.2023 erstmals gekündigt werden.
- Das aktuell ausstehende Volumen in Höhe von rund 19,6 Mio. € wird an die German Real Estate GmbH weitergeleitet und anschließend an Immobilien-Objektgesellschaften der German Real Estate-Gruppe weitergegeben. Die Weitergabe erfolgt im Rahmen der Zeichnung von Genussrechten oder Schuldverschreibungen. Die Objektgesellschaften sind im Wohnimmobilienmarkt aktiv, insbesondere in B- und C-Standorten in Ost- und Süddeutschland. Diese Standorte sind noch von günstigeren Einstiegsniveaus geprägt und damit lassen sich noch attraktive Renditen erwirtschaften.
- Die Objekte lassen sich in einem Bestands- und Handelsportfolio unterteilen. Das Bestandsportfolio umfasst derzeit 17 Liegenschaften mit einer vermietbaren Fläche von rund 14.100 qm. Die Soll-Miete von 1,08 Mio. € ergibt auf den gutachterlich ermittelten Verkehrswert eine Mietrendite von 5,6 %. Das Handelsportfolio umfasst insgesamt ein Gesamtprojektvolumen in Höhe von knapp 115 Mio. €. Das bis Ende 2024 zu realisierende geplante Verkaufsvolumen liegt bei über 160 Mio. € und damit würde die Gesellschaft einen Rohertrag von über 45 Mio. € realisieren können.
- Dass die Gesellschaft auch in der Lage ist, das umfangreiche Projektvolumen stemmen zu können, zeigen die erfolgreich umgesetzten Projekte der vergangenen Berichtsperioden. Seit Aufnahme unserer Coverage (vom 22.06.2020) hat der Konzern beispielsweise mehrere Objekte planmäßig veräußert. Dazu gehören der Neubau in Pfeffingen sowie die Denkmalobjekte in Chemnitz, Dresden, Glauchau und Magdeburg. Da nach Unternehmensangaben sowohl die Veräußerung als auch die Kaufpreise im Rahmen der Erwartungen ausgefallen sind, dürfte insgesamt ein Liquiditätszufluss in Höhe von rund 41 Mio. € erreicht worden sein.
- Um die Attraktivität des ETP zu ermitteln, haben wir dieses mit aktuell börsennotierten Anleihen mit einem gültigen Anleiherating verglichen. Zugleich haben wir die Umsatz- und Ergebnispotenziale der Objektgesellschaften „quasi“-konsolidiert, um eine Entwicklung der Bonitätskennzahlen zu simulieren. Auf Basis der von der GDV (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V.) vorgegebenen Bonitätsgrenzwerte haben wir über die Schätzperiode 2021 – 2024 im Durchschnitt eine Bonitätsnote von „Gut“ (BBB+ bis BBB-) bis „Sehr gut“ (A- bis A+) ermittelt.
- Im Marktvergleich weist das ETP der German Real Estate Capital S.A. ein deutlich überdurchschnittliches Rating/Risikoprofil auf. Im Rahmen unserer Analyse liegt das German Real Estate ETP deutlich oberhalb der Regressionsgeraden (+34,6 %) und ist damit unserer Einschätzung nach **stark überdurchschnittlich attraktiv**.

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Bedingungen der Anleihe (ETP).....</b>	<b>4</b>
<b>Struktur der German Real Estate - Gruppe zum 31.12.2020 .....</b>	<b>5</b>
<b>Aktuelle Entwicklung des Handels- und Bestandsportfolios .....</b>	<b>6</b>
Handelsportfolio .....	6
Bestandsportfolio .....	8
<b>Operative Kennzahlen der Emittentin .....</b>	<b>9</b>
<b>Prognosen.....</b>	<b>10</b>
<b>Bewertung.....</b>	<b>12</b>
Bonitätskennzahlen.....	12
Anleihevergleich.....	13
<b>Anhang .....</b>	<b>14</b>

## BEDINGUNGEN DER ANLEIHE (ETP)

German Real Estate S.A.-Schuldverschreibungen	
Produktbezeichnung:	German Real Estate ETP (Exchange Traded Product)
WKN / ISIN:	A19XLE / DE000A19XLE6
Kupon (feste Komponente):	3,0 % p.a.
Kupon (variable Komponente):	bis zu einer Maximalverzinsung von 10,0 %, abhängig vom Jahresüberschuss der Emittentin
Nennwert je Schuldverschreibung:	10,00 €
Mindestanlage:	1.000 €
Volumen:	Bis zu 30,00 Mio. €
Emissionstag	20.04.2018
Laufzeit:	unbegrenzt, es besteht ein ordentliches Kündigungsrecht zum Ablauf 20.04.2023
Zinszahlung:	jährlich am 20.04.
Ausgabekurs:	100 %
Börsennotierung:	Freiverkehr der Börse München
Weitere Inforamtionen	<a href="https://www.gre-etp.de/">https://www.gre-etp.de/</a>

Quelle: German Real Estate Capital S.A.

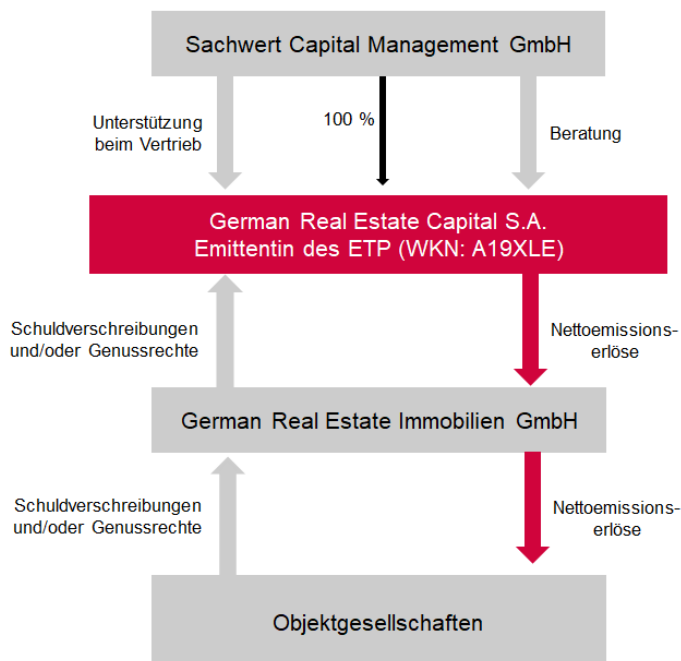
Bei der zum 20.04.2018 von der German Real Estate Capital S.A. begebenen Schuldverschreibung handelt es sich um ein börsennotiertes festverzinsliches Wertpapier. Grundsätzlich ist dieses aufgrund der typischen Ausgestaltungsmerkmale sowie des festen Zinskupons von jährlich 3,0 % mit einer klassischen Anleihe vergleichbar, aufgrund der unbefristeten Laufzeit des Wertpapiers sowie der möglichen zusätzlichen gewinnabhängigen variablen Verzinsungskomponente weist das Wertpapier jedoch auch Charakterzüge eines Genussrechtes auf. Bei einem geplanten Volumen von bis zu 30,00 Mio. € beläuft sich das derzeit ausstehende Volumen auf rund 19,6 Mio. €.

Gemäß Verwendungszweck werden die aus der Emission des Wertpapiers erlösten Mittel in Form von Genussrechten oder Schuldverschreibungen in die German Real Estate Immobilien GmbH investiert, die diese Mittel in gleicher Form an Immobilien-Objektgesellschaften der German Real Estate-Gruppe weiterleitet. Indirekt findet somit ein Investment in den Wohnimmobilienmarkt in Deutschland statt, wobei hier insbesondere Wohnimmobilien in den B- und C-Standorten Ost- und Süddeutschlands im Fokus stehen. Diese Standorte weisen immer noch vergleichsweise günstige Einstiegsniveaus und damit auch die Möglichkeit zur Erzielung attraktiver Renditen auf.

Die Verzinsungskomponente umfasst einen fixen, jeweils am 20.04. jährlich zahlbaren Kupon von 3,00 %. Neben der festen Verzinsung enthalten die Anleihen eine mögliche variable Verzinsung, deren Grundlage der Jahresüberschuss im Einzelabschluss der Emittentin ist, womit eine Abhängigkeit von der Entwicklung der Objektgesellschaften vorliegt. Die Summe aus fester Verzinsung und variabler Ausschüttung liegt bei maximal 10,0 %. Sofern in einer Berichtsperiode kein Jahresüberschuss erwirtschaftet wird, erhalten Anleger die feste Verzinsung von 3,00 %.

Ein börsentäglicher Handel findet an den Börsen München, Frankfurt, Berlin und über Tradegate statt. Die Schuldverschreibungen sind zudem mit einem ordentlichen Kündigungsrecht durch die Gläubiger ausgestattet. Nach Ablauf der Mindestlaufzeit von 60 Monaten wird damit eine Kündigung durch die Gläubiger erstmals zum 20.04.2023 wirksam. Die Kündigungsfrist beträgt 18 Monate zum Ablauf des 31. Dezember eines jeden Jahres.

## STRUKTUR DER GERMAN REAL ESTATE - GRUPPE ZUM 31.12.2020



Quelle: German Real Estate Capital S.A.; GBC AG

Die Emittentin German Real Estate Capital S.A. (GRE) wurde im Jahr 2017 ausschließlich zum Zwecke der Emission von Schuldverschreibungen (Anleihe; ETP) gegründet. Alleingesellschafter der GRE ist dabei die Sachwert Capital Management GmbH, die zu 100 % deren Alleingesellschafter Dr. h.c. Albrecht Spindler ist. Geschäftsführer ist Andreas Schott. Innerhalb der dargestellten Struktur weist die Anleiheemittentin keine weiteren gesellschaftsrechtlichen Verflechtungen auf.

Der Nettoemissionserlös der Anleihe wird dabei an die German Real Estate Immobilien GmbH weitergeleitet, die ihrerseits die erhaltenen Mittel an Immobilienobjektgesellschaften, zum Zwecke der Immobilienfinanzierung, weiterleitet. Da zwischen den Gesellschaften keine Beteiligungsverhältnisse vorherrschen, findet die Mittelweitergabe durch die jeweilige Ausgabe von Schuldverschreibungen oder Genussrechten durch die Empfängergesellschaft statt.

Die Einnahmen der GRE setzen sich dabei, da sonst kein operatives Geschäft bei der Anleiheemittentin angesiedelt ist, ausschließlich aus den Zinseinnahmen der gezeichneten Schuldverschreibungen und Genussrechte der German Real Estate Immobilien GmbH zusammen, die ihrerseits Zinseinnahmen aus den Objektgesellschaften erhält. Demnach liegt hier eine indirekte Abhängigkeit von der operativen Entwicklung der Objektgesellschaften und deren Fähigkeit, vereinbarte Zins- und Tilgungszahlungen zu leisten, vor. Da die Objektgesellschaften Investitionen in Immobilien vornehmen, ist unseres Erachtens damit insbesondere die Entwicklung der erworbenen Handels- oder Bestandsobjekte das wichtigste Kriterium zur Ermittlung des Risiko/Chancenverhältnisses der Anleihe der German Real Estate Capital S.A.

## AKTUELLE ENTWICKLUNG DES HANDELS- UND BESTANDSPORTFOLIOS

In den Objektgesellschaften German Real Estate-Gruppe befindet sich derzeit ein 45 Objekte umfassendes Portfolio, welche entweder als Handels- oder als Bestandsimmobilien klassifiziert sind.

### Handelsportfolio

Wie bereits in der letzten Research Studie dargestellt, war die Gesellschaft in der Lage, im Zusammenhang mit der planmäßigen Veräußerung und des daraus resultierenden Freiwerdens von Finanzierungsmitteln neue umfangreiche Projekte zu erwerben. Das Gesamtvolumen des Handelsportfolios beläuft sich aktuell auf knapp über 115 Mio. € und das geplante Verkaufsvolumen (bis Ende 2024) liegt bei über 160 Mio. €. Bei planmäßiger Realisierung bzw. Veräußerung des Handelsportfolios würde die German Real Estate-Gruppe demnach bis 2024 einen Rohertrag von insgesamt etwa über 45 Mio. € realisieren können.

Standort	Art	Fläche in qm	Investitionsvolumen in Mio. €	Geplanter Verkaufszeitpunkt
Basel (Oberwill; CH)	Neubau	700	6,00	Ende 2023
Santa Ponsa (Mallorca, ES)	Neubau	350	2,90	Ende 2022
Santa Ponsa (Mallorca, ES)	Sanierung	450	3,50	Ende 2021
Chemnitz (Uhlandstr.)	Denkmal	830	2,33	Mitte 2022
Leipzig (Ostheimstr.)	Denkmal	8.284	35,20	Ende 2021-Ende 2023
Erfurt (Feldstr./Stollbergstr.)*	Denkmal	6.440	22,10	Ende 2023
Zwickau (Georgengymnasium)*	Denkmal	3.167	10,70	Mitte 2024
Glauchau (Palla)*	Denkmal	9.300	16,65	Mitte 2024 – Mitte 2025
Chemnitz (Platner Str. 3+5)*	Denkmal	756	2,08	Mitte 2023
Nürnberg (Sonnengarten)*	Neubau	924	4,98	Mitte 2024
Bayreuth (Lisztstraße 4 + 6)*	Neubau	1.660	8,75	Mitte 2024
Chemnitz (Neefestr. 81)	Bestandsobjekt	540	0,90	Mitte 2022
Chemnitz (Haydnstr.)	Bestandsobjekt	601	1,05	Mitte 2022
Görlitz	Bestandsobjekt	542	0,84	Mitte 2022
<b>Gesamt</b>			<b>115,19</b>	

Quelle: German Real Estate Capital S.A.; GBC AG; \*gegenüber unserer Researchstudie (Initial Coverage) vom 22.06.2020 neue hinzugekommene Projekte

Dass die Gesellschaft auch in der Lage ist, das umfangreiche Projektvolumen stemmen zu können, zeigen die erfolgreich umgesetzten Projekte der vergangenen Berichtsperioden. Seit Aufnahme unserer Coverage (vom 22.06.2020) hat der Konzern beispielsweise mehrere Objekte planmäßig veräußert. Dazu gehören der Neubau in Pfeffingen sowie die Denkmalobjekte in Chemnitz, Dresden, Glauchau und Magdeburg. Da nach Unternehmensangaben sowohl die Veräußerung als auch die Kaufpreise im Rahmen der Erwartungen ausgefallen sind, dürfte insgesamt ein Liquiditätszufluss in Höhe von rund 41 Mio. € erreicht worden sein. Bei den veräußerten Projekten waren ETP-Mittel in Höhe von 8,3 Mio. € gebunden, welche damit auch freigeworden sind.

Ebenfalls weitestgehend im Rahmen der Erwartungen liegt die Entwicklung der weiteren Projekte des Handelsportfolios. Erwähnenswert ist hierbei der planmäßige Verlauf des in der Leipziger Ostheimstrasse ansässigen und mit einem Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von 35,20 Mio. € größten Sanierungsprojektes der Gesellschaft. Über mehrere Abschnitte hinweg sollen bis Ende 2023 Renovierungsarbeiten durchgeführt werden und unter Einhaltung des Denkmalschutzes insgesamt 128 neue Wohnungen mit einer Ge-

samtfläche von 8.300 qm entstehen. Neben der Tatsache, dass dieses Projekt planmäßig verläuft, haben sich die Immobilienpreise für die Gesellschaft günstig entwickelt, so dass aktuell sogar von einem höheren Verkaufspreis ausgegangen werden kann. Ende 2021 soll der erste Bauabschnitt fertiggestellt werden.

#### **Neuinvestition Beispiel Erfurt (Stollberghöfe)**

Mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von 22,10 Mio. € ist dieses drei Bauabschnitte umfassende Projekt das zweitgrößte des German Real Estate-Konzerns. Es handelt sich dabei um die geplante Sanierung eines in den Jahren 1929 bis 1937 errichteten Objektes. Nach Beendigung der Maßnahmen, die unter Beachtung des Denkmalschutzes erfolgen müssen, sollen bis Ende/Mitte 2023 insgesamt 96 Wohneinheiten mit einer Gesamtfläche von 6.440 qm neu entstehen. Wie es bei Denkmalimmobilien üblich ist, wird eine Veräußerung der Einheiten vorab erfolgen, so dass für die Gesellschaft eine insgesamt frühzeitige Sicherheit vorliegt. Ein Teil des notwendigen Eigenkapitals wird dabei über einen an Pensionskassen ausgegebenen Schuldschein abgedeckt.



Quelle: German Real Estate Capital S.A

#### **Neuinvestition Beispiel Zwickau (Georgengymnasium)**

Auf einer Fläche von rund 3.700 qm sollen bis Ende 2023 etwa 54 neue Wohnungen entstehen. Das unter Denkmalschutz stehende Gebäude, für welches bereits eine Genehmigung zur Umwidmung in ein Wohngebäude vorliegt, war früher das Schulgebäude des Georgengymnasiums. Gemäß Planungen belaufen sich die Gesamtbaukosten auf 10,70 Mio. € und die Fertigstellung des im April 2021 erworbenen Projektes soll rund 24 Monate dauern. Ein Teil der Finanzierung soll über den an Pensionskassen ausgegebenen Schuldschein abgedeckt werden. Da es sich auch hier um ein Denkmal-Objekt handelt, können die Investoren von erhöhten Abschreibungen sowie niedrigen Finanzierungszinsen profitieren.

#### **Neuinvestition Beispiel Bayreuth (Lisztstrasse)**

Hier handelt es sich um ein Neubauprojekt, welches in zentraler Lage in Bayreuth bis Mitte 2024 errichtet werden soll. Für ein Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von rund 8,7 Mio. € sollen insgesamt 14 Wohneinheiten mit einer Gesamtwohnfläche von 1.660 qm entstehen.



## Bestandsportfolio

Gegenüber unserer letzten Researchstudie ist das Bestandsportfolio nahezu unverändert geblieben. Insgesamt umfasst dieses 17 Liegenschaften mit einer vermietbaren Fläche von insgesamt 14.103 qm. Die Soll-Miete liegt bei 1,08 Mio. € jährlich und ist damit, insbesondere vor dem Hintergrund des deutlich volatileren Baugeschäftes, als Stabilitätsfaktor zu betrachten.

Unter Einbezug der teilweise gutachterlich ermittelten Verkehrswerte ergibt die Soll-Miete eine hohe Mietrendite von 5,6 % und geht im Umkehrschluss mit einem Verkehrswertmultiplikator von durchschnittlich 17,8 einher. Hier wird der Investmentfokus der Gesellschaft ersichtlich, welcher besagt, dass mindestens 60 % des ETP-Emissionserlöses in Objekte investiert werden sollen, die sich in Ober- und Mittelzentren oder in Kommunen ab 20.000 Einwohner befinden. Demgemäß befindet sich der Großteil der Bestandsobjekte in Zwickau, gefolgt von Chemnitz und Leipzig. Alle drei Standorte sind von überdurchschnittlich hohen Mietrenditen und einem hohen Aufholpotenzial gekennzeichnet.

Standort	Einheiten	Fläche in qm	Soll Miete	Mietrendite*
Treuen (Schillerstr./Marienstr.)	21	1.353	83.431 €	5,9%
Treuen (Dr. Wilhelm-Külz-Str.)	11	660	34.144 €	5,9%
Halle (Sonnenblumenweg)	4	487	49.000 €	4,2%
Weißenfels (Beuditzstr.)	8	633	35.398 €	6,3%
Bad Dürrenberg (R.-Breitscheid-Str. 2)	6	401	22.753 €	7,1%
Chemnitz (Paul-Gerhard-Str.)	11	664	41.463 €	5,9%
Chemnitz (Lichtenwalderstr.)	10	660	41.174 €	5,9%
Glauchau (Fritz-Reuter-Str.)	4	384	23.100 €	6,2%
Glauchau (Gerhart-Hauptmann-Weg)	16	1.058	64.966 €	5,9%
Glauchau (Lichtensteiner Str.)	30	1.939	149.450 €	5,1%
Chemnitz (Deulichstr.)	10	652	39.502 €	5,6%
Chemnitz (Platner Str. 7)	6	464	30.434 €	4,8%
Chemnitz (Platner Str. 9)	7	441	28.509 €	5,6%
Kulmbach (Feuerwache)	8	1.481	188.073 €	4,9%
Zwickau (Dürerstr.3)	12	803	56.600 €	5,6%
Zwickau (Dürerstr. 9)	15	991	69.118 €	5,6%
Feuerwache Bayreuth	2	1.032	128.786 €	7,1%
<b>Gesamt</b>	<b>225</b>	<b>14.103</b>	<b>1.219.453 €</b>	<b>Ø 5,6%</b>

Quelle: German Real Estate Capital S.A; \*bezogen auf den Verkehrswert

Unter Einbezug der Marktwerte ist der LTV (Loan-to-Value) mit 47,9 % im Marktvergleich sehr niedrig. Neben klassischer Bankfinanzierungen sind ETP-Anleihemittel in Höhe von 2,98 Mio. €, also rund 15 % des gesamten ETP-Volumens, als eigenkapitalersetzendes Fremdkapital im Bestandsportfolio gebunden.

## OPERATIVE KENNZAHLEN DER EMITTENTIN

In Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
<i>Aktiva</i>				
Wertpapiere des Anlagevermögens	0,00	16,65	16,75	18,22
Kasse	0,00	1,14	1,09	0,22
<i>Passiva</i>				
Eigenkapital	-0,04	-0,10	-0,32	-0,92
Genussrechtskapital	0,00	18,57	18,85	19,93
<i>GuV</i>				
Umsatzerlöse	0,00	0,00	0,00	0,00
sonstige Aufwendungen	-0,04	-0,05	-0,23	-0,39
Bewertungserträge	0,00	-0,12	-0,13	-0,13
Finanzerträge	0,00	0,46	0,69	0,68
Finanzaufwendungen	0,00	-0,38	-0,55	-0,75
Ergebnis nach Steuern	-0,04	-0,10	-0,22	-0,60

Quelle: German Real Estate S.A.; GBC AG

Die Emittentin des ETP betreibt selbst kein operatives Geschäft, sondern wurde ausschließlich zum Zwecke der ETP-Emission in 2017 gegründet. Der eingeworbene Emissionserlös wird an die German Real Estate Immobilien GmbH in der Form weitergeleitet, indem Genussscheine von dieser gezeichnet werden. Auf der Aktivseite der Bilanz der ETP-Emittentin finden sich die gezeichneten Genussscheine als Wertpapiere des Anlagevermögens in Höhe von 18,22 Mio. € (31.12.19: 16,75 Mio. €) wieder. Die Passivseite wird nahezu ausschließlich vom emittierten ETP dominiert, welches zum Bilanzstichtag 31.12.2020 inklusive angelaufener Zinsen ein ausstehendes Volumen in Höhe von 19,93 Mio. € (31.12.19: 18,85 Mio. €) hatte. Anhand der Bilanz wird es demnach ersichtlich, dass die Gesellschaft die ETP-Mittel nahezu vollständig für den Erwerb von Genussrechten der Zwischengesellschaft German Real Estate Immobilien GmbH verwendet.

Für die ETP-Investoren ist die GuV der Emittentin insofern von Bedeutung, da, neben der fixen Verzinsung in Höhe von 3,0 %, auch eine variable Verzinsung in Höhe von maximal 7,0 % ausgeschüttet werden kann. Ob überhaupt über den fixen Zinsanteil hinausgehend Ausschüttungen erfolgen, hängt davon ab, ob die Emittentin einen positiven Jahresüberschuss erwirtschaften kann. In den vergangenen vier Geschäftsjahren war dies allerdings nicht der Fall. Dies liegt vor allem darin begründet, dass die Genussrechtseinnahmen in der Regel in etwa auf gleichem Niveau zu den ETP-Zinszahlungen liegen. In 2020 standen den Finanzerträgen in Höhe von 0,68 Mio. € Finanzaufwendungen in Höhe von 0,75 Mio. € gegenüber. Werden die sonstigen Aufwendungen in Höhe von 0,39 Mio. € hinzugerechnet, ergibt sich ein negativer Jahresüberschuss in Höhe von -0,60 Mio. €.

Künftig könnte das Nachsteuerergebnis der Emittentin vor allem aufgrund des sukzessiven Wegfalls und rückläufigen Amortisation der Gründungskosten ansteigen. Zudem könnten die Konditionen der angekauften Genussrechte so ausgestaltet werden, dass diese niedriger liegen als der derzeitige Mindestzinssatz des ETP, so dass auch hieraus positive Ergebnisimpulse vorliegen könnten.

## PROGNOSEN

Aufgrund der vorliegenden Struktur liegt für die Gläubiger/Zeichner des ETP der German Real Estate Capital S.A., über die German Real Estate Immobilien GmbH und den Objektgesellschaften, eine mittelbare Abhängigkeit zur Entwicklung der Objektgesellschaften vor. Dabei bildet das aktuelle, in den Objektgesellschaften gebündelte Bestands- und Handelsportfolio der German Real Estate-Gruppe, die Grundlage für die Zahlungen der fixen und variablen Zinsbestandteile an die ETP-Gläubiger.

Um das mittelbare Engagement der Anleihegläubiger in dem Bereich der Wohnimmobilien realistisch abzubilden, haben wir die nachfolgenden Prognosen auf Ebene der Projektgesellschaften, also auf Basis der Mittelverwendung des ETP, ausformuliert. Wir unterstellen dabei eine quasi-Konsolidierung aller Objektgesellschaften und illustrieren damit die Summe der Umsatz- und Ergebnisbeiträge aus der Immobilienbewirtschaftung, dem Objekthandel sowie aus der Errichtung und Sanierung von Wohnungen. Wir stellen dabei die Fähigkeit des Geschäftsmodells bzw. des aktuellen Portfolios auf den Prüfstand, insbesondere im Hinblick auf die Erwirtschaftung eines ausreichenden Gewinns zur Bedienung der ausgegebenen Schuldverschreibungen und Genussrechte.

In Mio. €	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	15,11	46,43	70,60	83,79
davon Mieterlöse	0,91	0,96	0,98	1,00
davon Verkaufserlöse	14,20	45,47	69,61	82,79
EBITDA	2,88	11,66	17,54	26,77
Jahresüberschuss	0,69	6,55	10,61	17,47

Quelle: GBC AG

Unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für den Zeitraum 2021 – 2024 haben einerseits das aktuelle Bestandsportfolio als Grundlage. Auf der anderen Seite beziehen wir die aktuell gesicherten Projekte des Handelsportfolios, die sich zum Teil in einem fortgeschrittenen Stadium befinden, in unsere Prognosen ein. Demzufolge setzen sich unsere Umsatzzuschätzungen sowohl aus Mieterlösen (Bestandsportfolio) als auch aus Verkaufserlösen (Handelsportfolio) zusammen und sind als ein Mix aus stabilen Erträgen und hohen Renditen aus der Immobilienentwicklung zu betrachten.

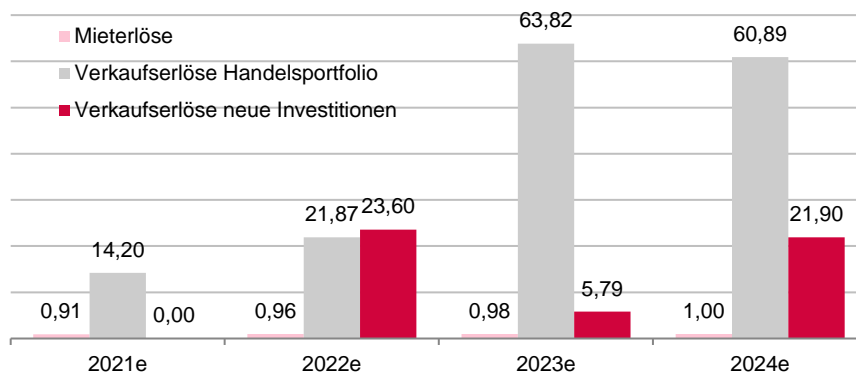
Beim **Bestandsportfolio**, welches sich aus 17 Objekten zusammensetzt und aktuell eine Sollmiete in Höhe von 1,08 Mio. € aufweist, unterstellen wir eine solide Entwicklung. Dies bedeutet, dass hier, mit einem zunehmenden Abbau des Leerstandes von derzeit 24,2 % über die kommenden Geschäftsjahre mit einer sukzessiven Steigerung der Mieteinnahmen zu rechnen ist. Da hier keine IFRS-Bilanzierung vorliegt, dürften Wertzuschreibungen, wie diese bei Bestandshaltern üblich sind, keine Rolle spielen. Demnach sind unsere Schätzungen für das Bestandsportfolio als konservativ zu betrachten.

Parallel dazu haben wir die möglichen Verkaufserlöse des **Handelsportfolios** in Abhängigkeit zu den unterstellten Veräußerungszeitpunkten einbezogen. Seit Aufnahme unseres Research-Coverage, haben wir festgestellt, dass die von der Gesellschaft kommunizierten Projektlaufzeiten realistisch sind, so dass die erwarteten Veräußerungen größtenteils planmäßig erfolgt sind. Besonders hohe Umsatzerlöse erwarten wir ab dem Geschäftsjahr 2023. Für das Geschäftsjahr 2023 unterstellen wir die Übergabe von vier Bauabschnitten des größten Projektes in Leipzig (Ostheimstraße), des Großprojektes in Erfurt (Stollberghöfe) sowie für 2024 des Projektes in Zwickau (Georgengymnasium).

Mit der Realisierung des Handelsportfolios und daraus resultierend der erfolgten Veräußerung der fertiggestellten Objekte ist eine Freigabe der gebundenen Finanzmittel verbunden. Die Finanzierungsstruktur des Handelsportfolios umfasst neben Bankkrediten

auch Mittel aus einem Schuldscheindarlehen (ausgegeben an eine Pensionskasse) sowie weitergeleitete Mittel des German Real Estate Capital ETP's. Mit der sukzessiven Fertigstellung und Veräußerung von Projekten werden Finanzierungsmittel frei, welche wir als Grundlage für **neue Investitionen** heranziehen. Für den Prognosezeitraum 2021 bis 2024 gehen wir davon aus, dass neue Handelsprojekte in einem Gesamtvolumen von 36,58 Mio. € erworben werden. Da diese Projekte unbekannt sind, haben wir, mit für die German Real Estate-Gruppe, üblichen Durchschnittswerten kalkuliert.

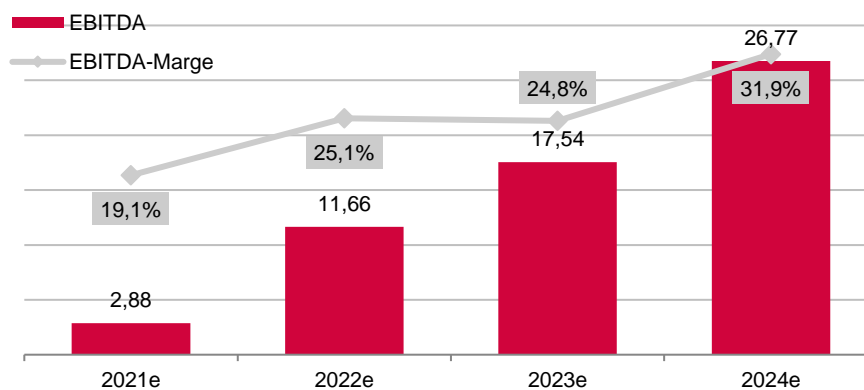
### Umsatzprognosen 2021 – 2024 (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Analog zum erwarteten sukzessiven Umsatzzanstieg würde das EBITDA in einer Konzerndarstellung ebenfalls sichtbar ansteigen. Die von uns kalkulierte EBITDA-Marge pendelt sich in einem Bereich zwischen 19,1 % und 31,9 % ein und ist als ein Mix aus attraktiver Entwicklerrendite und der stabilen Rendite aus der Bestandshaltung zu betrachten.

### EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Das von uns simulierte EBITDA auf „Als Ob“-Konzernbasis liefert die Grundlage für die Zinszahlungen und ist damit für die ETP-Gläubiger eine zentrale Kennzahl. Wir haben dabei sowohl die Bankfinanzierungen auf Objektebene als auch die ausstehenden Schuldscheindarlehen sowie das ausstehende Volumen des ETP in unseren Prognosen des Finanzaufwands einbezogen (siehe Bonitätskennzahlen).

## BEWERTUNG

### Bonitätskennzahlen

Kennzahlenblock		GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e	Median	GDV-Grenzwert (Investment-Grade)
Zinsdeckungsgrad	EBITDA-Zinsdeckung	1,63	5,36	7,77	15,89	6,57	>3,00
Verschuldung	Total Debt/EBITDA	15,72	5,04	3,02	1,12	4,03	< 2,75
Kapitalstruktur	Risk Bearing Capital	29,4%	30,2%	40,5%	64,0%	35,4%	> 25%
Rentabilität	FFO/Total Debt	1,8%	11,4%	20,3%	58,5%	15,8%	> 15%

Quelle: GBC AG

Auf Basis unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen haben wir die Entwicklung der Bonitätskennzahlen prognostiziert. Wir haben uns bei der Auswahl der Bonitätskennzahlen an dem Kreditleitfaden des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV; Stand: August 2018) orientiert. Zur Erreichung eines Quasi-Investmentgrade-Ratings liegen vom GDV entsprechende Mindestvorgaben vor. Diese haben wir ins Verhältnis zum Median der von uns prognostizierten Bonitätskennzahlen der kommenden Geschäftsjahre 2021 – 2024 gesetzt. Als Ergebnis lässt sich dabei festhalten, dass unsere Simulation der konsolidierten Ergebnisse der Objektgesellschaften bei drei von vier Kennzahlenblöcken im Bereich eines BBB und A-Ratings liegen. Lediglich bei der Verschuldungskennzahl Total Debt/EBITDA haben wir einen Wert ermittelt, welcher im BB-Bereich liegt. Auf Basis der GDV-Grenzwerte liegen die von uns prognostizierten Bonitätskennzahlen zwischen den Rating-Bereichen „Single-A“ (A+ bis A-) und „Tripple-B“ (BBB+ bis BBB-).

Einen besonders guten Bonitätswert liefert der von uns errechnete „quasi“-konsolidierte EBITDA-Zinsdeckungsgrad, der über unsere Planungsperiode hinweg im Median bei 6,6 und damit im Bereich eines vergleichbaren Ratings von A- bis A+ liegt. Wie in den vorstehend dargestellten Prognosen erläutert, ist dies insbesondere eine Folge der hohen Ergebnisbeiträge aus der Vermietung der Objekte sowie aus dem erwarteten Fortschritt bei den Handelsobjekten.

Im gleichen Rating-Bereich reihen sich die beiden Kennzahlen Risk Bearing Capital (gleichzusetzen mit der EK-Quote) sowie FFO/Total Debt. Beim Risk Bearing Capital in Höhe von durchschnittlich 35,4 % unterstellen wir eine Thesaurierung der Jahresergebnisse. Zudem haben wir die Mittel des ETP auf Ebene der Projektgesellschaft als Eigenkapital klassifiziert und damit einen externen Blickwinkel eingenommen. Lediglich das Total Debt/EBITDA liegt mit durchschnittlich 4,0 im Bereich BB+ bis BB-, was von der GDV als ausreichend eingestuft wird.

**Insgesamt sind die Bonitätskennzahlen unserer Pro Forma-Prognose, ausgehend von einer konsolidierten Darstellung der Objektgesellschaften, als „Gut“ bis „Sehr Gut“ einzustufen, was dem Ratingbereich A- bis A+ und BBB+ bis BBB- entspricht. Unverändert liegt damit eine gute Bonitätsqualität vor, die besagt, dass die Objektgesellschaften eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit aufweisen, ihre finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen.**

## Anleihevergleich

Die sehr guten Bonitätskennzahlen der German Real Estate-Gruppe lassen in Verbindung mit den Ausstattungsmerkmalen des German Real Estate ETP eine Aussage zur Attraktivität des Wertpapiers zu. Für den Anleihevergleich haben wir alle derzeit im Mittelstandsbereich notierten Anleihen, die eine gültige Bonitätsnote vorweisen, zusammengefasst:

Emittent	Laufzeit	Beginn	Ende	Rating	Kupon	Effektivverzinsung	Volumen in Mio. €
Schalke 04 e.V.	5	05.07.2021	05.07.2026	B-	6,080%	5,888%	15,89
Metalcorp Group SA	5	28.06.2021	28.06.2026	B	8,514%	8,395%	250,00
Metalcorp Group SA	5	02.10.2017	02.10.2022	B	7,336%	6,432%	71,62
Homann Holzwerkstoffe GmbH	6	12.03.2021	12.09.2026	BB-	3,359%	3,204%	78,00
EUROBODEN GmbH (2020/2025)	5	18.11.2020	18.11.2025	B+	5,494%	5,492%	75,00
ZWL Zahnradwerk Leipzig (2021/2026)	5	15.11.2021	15.11.2026	B-	5,577%	6,000%	15,00
Karlsberg Brauerei GmbH	5	29.09.2020	29.09.2025	BB-	2,023%	2,148%	50,00
FCR Immobilien AG	5	01.04.2020	01.04.2025	B+	4,234%	4,250%	30,00
ZWL Zahnradwerk Leipzig (2020/2022)	2	17.11.2020	17.11.2022	B-	3,566%	3,820%	15,00
ZWL Zahnradwerk Leipzig (2019/2025)	6	18.12.2019	18.12.2025	B-	5,588%	5,612%	15,00
ZWL Zahnradwerk Leipzig (2018/2024)	6	15.11.2018	15.11.2024	B-	6,067%	4,731%	12,50
ZWL Zahnradwerk Leipzig (2018/2024)	6	08.12.2017	08.12.2023	B-	5,327%	4,594%	15,00
Semper Idem Underberg AG (2019/2026)	6	18.11.2019	18.11.2025	B+	2,706%	2,112%	60,00
Semper Idem Underberg AG (2018/2024)	6	04.07.2018	04.07.2024	B+	2,693%	2,246%	25,00
EUROBODEN GmbH (2019/2024)	5	01.10.2019	01.10.2024	B+	5,308%	4,972%	40,00
HÖRMANN Industries GmbH	5	06.06.2019	06.06.2024	BB	3,205%	1,722%	50,00
physible GmbH	5	15.10.2018	15.10.2023	BBB	3,552%	2,733%	30,00
PNE AG	5	02.05.2018	02.05.2023	BB	2,162%	2,217%	50,00
Mittelwert					4,599%	4,254%	
Median					4,771%	4,422%	
German Real Estate ETP		20.04.2018	20.04.2023	-	3,000% + variabel	20,102%	30

Quelle: Bondguide; Unternehmenshomepage; GBC AG

Die im Rahmen dieses Anleihevergleiches ausgewählten Anleihen sind mit einem durchschnittlichen Kupon in Höhe von 5,42 % ausgestattet. Die durchschnittliche Effektivverzinsung liegt, aufgrund der mehrheitlichen Anleihenotierungen „über pari“, mit 4,60 % sogar unterhalb des Nominalzinssatzes.

Die Anleihe der German Real Estate Capital S.A. notiert derzeit bei 77,3 % und damit deutlich „unter pari“. Auf dieser Kursbasis errechnet sich, unter Berücksichtigung des ersten möglichen Kündigungstermins (20.04.2023) eine Effektivverzinsung von 23,64 %. In Verbindung mit dem von uns ermittelten Risikoprofil des Wertpapiers lässt sich hier eine überdurchschnittliche Attraktivität des ETP's erkennen. In einer Bewertungs-Regressionsanalyse haben wir sogar die Risikobewertung ausschließlich auf den erwarteten 2021 Bonitätskennzahlen (Ratingnote: BB+ bis BB) herangezogen und dennoch ein deutlich überdurchschnittliches Rating/Risikoprofil ermittelt. Im Rahmen dieser Analyse liegt das German Real Estate ETP sichtbar oberhalb der Regressionsgeraden (+34,6 %) und ist damit unserer Einschätzung nach **stark überdurchschnittlich attraktiv**.

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### **§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 § 85 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:**

stark überdurchschnittlich attraktiv (5 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als stark überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
überdurchschnittlich attraktiv (4 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
attraktiv (3 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als attraktiv einzustufen.
unterdurchschnittlich attraktiv (2 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
stark unterdurchschnittlich attraktiv (1 GBC Falke)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als stark unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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,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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im



Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent

(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.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds 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, Karin Jägg, Email: jaegg@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), Marie-Curie-Str. 24-28, 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**

**Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst**

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®**  
**- 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)