



## **Credit Researchstudie (Anno)**



**Handels- und Bestandportfolio umfasst 28 Objekte  
Verkäufe planmäßig umgesetzt  
Bonitätskennzahlen besser als die Peer-Group**

**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 15

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: 73,00 %  
13.05.2024 / 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 31.12 mit 18monatiger Kündigungsfrist)  
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

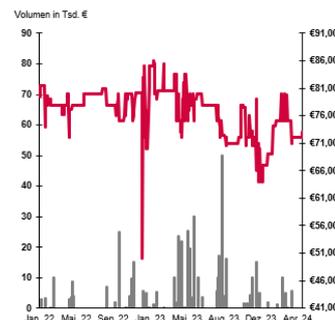
Branche: Finanzierung von Immobilien

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 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatzerlöse	30,89	35,90	40,17	27,73
davon Mietererlöse	0,95	0,81	0,73	0,74
davon Verkaufserlöse	29,94	35,08	39,44	26,99
EBITDA	6,47	8,62	9,57	10,61
Jahresüberschuss	3,48	4,46	5,30	6,23

### Bonitätskennzahlen

EBITDA-Zinsdeckung	4,6	4,0	5,0	6,5
Total Debt/EBITDA	5,7	6,0	3,7	2,8
Risk Bearing Capital	37,0%	33,6%	47,1%	56,0%
FFO/Total Debt	9,6%	8,8%	15,3%	21,3%

### Finanztermine

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

02.12.2022: RS / stark überdurchschnittlich attraktiv

19.11.2021: RS / stark überdurchschnittlich attraktiv

\*\* 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 16

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die German Real Estate Capital S.A. ist Emittent eines ETP (Exchange Traded Product). Dabei handelt es sich um ein festverzinsliches Wertpapier, das grundsätzlich mit einer klassischen Anleihe vergleichbar ist. Das ETP ist mit einem jährlichen Kupon in Höhe von 3,0 % ausgestattet und enthält darüber hinaus eine variable Zinskomponente, die vom Ergebnis des Einzelabschlusses der Emittentin abhängt. Zusammen mit dem Fixkupon kann die Gesamtverzinsung maximal 10,0 % p.a. betragen. Es ist jedoch zu beachten, dass seit Begebung der Anleihe (April 2018) bisher nur der Fixkupon ausgeschüttet wurde. Auf Basis des aktuellen Anleihenkurses in Höhe von 73,0 % beträgt die Effektivverzinsung jedoch 25,1 % und liegt damit deutlich über der Nominalverzinsung.
- Gemäß der Mittelverwendung werden die aus der Begebung des Wertpapiers zufließenden Mittel in Form von Genussrechten bzw. Schuldverschreibungen in die German Real Estate Immobilien GmbH investiert, die diese Mittel in gleicher Form an Immobilienobjektgesellschaften der German Real Estate Gruppe weitergibt. Indirekt erfolgt somit eine Investition in den Wohnimmobilienmarkt in Deutschland, wobei der Fokus insbesondere auf Wohnimmobilien in B- und C-Standorten in Ost- und Süddeutschland liegt.
- Auf dieser Basis wurde mit den Mitteln des ETP ein Handelsportfolio mit 17 Objekten und ein Bestandsportfolio mit 11 Objekten aufgebaut. Das Handelsportfolio enthält Objekte bzw. Projekte, für die eine Veräußerungsabsicht besteht. Es soll bis Ende 2029 vollständig veräußert werden, wobei der Schwerpunkt der Verkaufsaktivitäten in den Jahren 2024 und 2025 liegen soll. Insgesamt beläuft sich das geplante Veräußerungsvolumen auf 110,35 Mio. €, woraus ein Rohertrag von 31,45 Mio. € erwartet wird. Als Proof of Concept können die geplanten Veräußerungen der letzten Jahre herangezogen werden, die im Rahmen der Erwartungen lagen.
- Das Bestandsportfolio umfasst im Wesentlichen Wohnimmobilien mit einer vermietbaren Fläche von rund 11.500 qm. Bei einer erzielbaren Jahresmiete von 0,77 Mio. € ergibt sich eine Soll-Mietrendite von 5,1 %. Umgekehrt entsprechen die Marktwerte dem 19,6-fachen der Jahressollmiete, was gegenüber unserer letzten Studie ein unveränderter Wert ist. Die Marktwerte der Bestandsimmobilien haben sich gegenüber unserer letzten Studie ohnehin nicht verändert.
- Um die Attraktivität des ETP zu ermitteln, haben wir es mit aktuell notierten Anleihen verglichen und eine Regressionsanalyse auf Basis der von uns ermittelten Bonitätskennzahlen durchgeführt. Gleichzeitig haben wir die Umsatz- und Ertragspotenziale der Objektgesellschaften „quasikonsolidiert“, um eine Entwicklung der Bonitätskennzahlen zu simulieren. Auf Basis der vom GDV (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V.) vorgegebenen Bonitätsgrenzen haben wir für den Schätzzeitraum 2023 - 2025 ein durchschnittliches Rating von „gut“ (BBB+ bis BBB-) bis „sehr gut“ (A- bis A+) ermittelt.
- In allen Fällen liegen die von uns ermittelten Bonitätskennzahlen jeweils deutlich oberhalb der Erwartungswerte bzw. der Regressionsgeraden. Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad liegt 107 %, der Verschuldungsgrad 371 % und das Risk Bearing Capital 75 % über der Regressionsgeraden. Wir halten das German Real Estate ETP daher weiterhin für 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 31.12.2023 .....</b>	<b>5</b>
<b>Aktuelle Entwicklung des Handels- und Bestandsportfolios .....</b>	<b>6</b>
Handelsportfolio .....	6
Projekt Palla in Glauchau .....	7
Projekt Jena-Erfurt .....	7
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>15</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, Kündigungsrecht mit Frist von 18 Monaten jeweils zum 31.12
Zinszahlung:	jährlich am 20.04.
Ausgabekurs:	100 %
Börsennotierung:	Freiverkehr der Börse München
Weitere Informationen	<a href="https://www.gre-etp.de/">https://www.gre-etp.de/</a>

Quelle: German Real Estate Capital S.A.

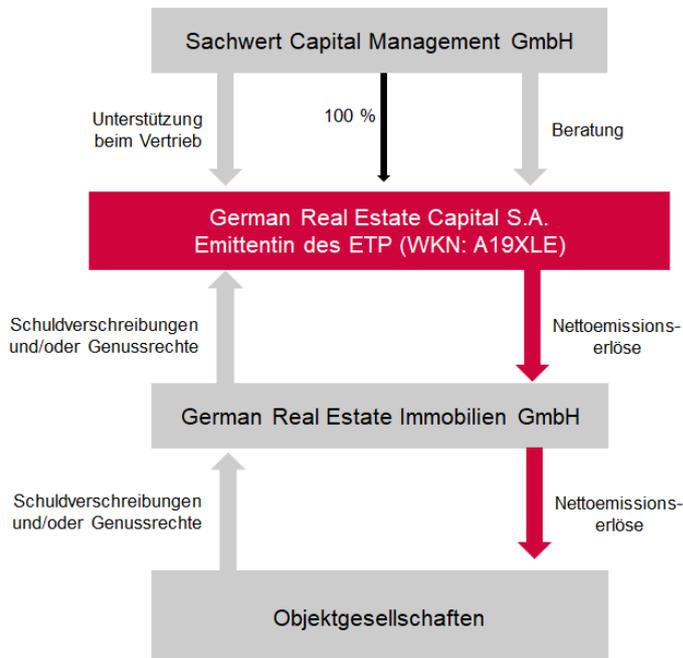
Bei der zum 20.04.2018 von der German Real Estate Capital S.A. begebenen Schuldverschreibung handelt es sich um ein börsennotiertes festverzinsliches Wertpapier. Grundsätzlich ist dieses aufgrund der typischen Ausgestaltungsmerkmale sowie des festen Zinskupons von jährlich 3,0 % mit einer klassischen 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 19,7 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 und Berlin statt. Die Schuldverschreibungen sind zudem mit einem ordentlichen Kündigungsrecht durch die Gläubiger ausgestattet. Die Kündigungsfrist beträgt 18 Monate zum Ablauf des 31. Dezember eines jeden Jahres.

## STRUKTUR DER GERMAN REAL ESTATE - GRUPPE ZUM 31.12.2023



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. Alleingeschafter der GRE ist dabei die Sachwert Capital Management GmbH, die zu 100 % deren Alleingeschafter Dr. h.c. Albrecht Spindler ist. 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 der German Real Estate-Gruppe befindet sich derzeit ein 35 Objekte umfassendes Portfolio, welche entweder als Handels- oder als Bestandsimmobilien klassifiziert sind.

### Handelsportfolio

Wie in den Vorjahren ist der überwiegende Teil des Immobilienvermögens der GRE dem Handelsportfolio zugeordnet. Im Handelsportfolio werden die Immobilien ausgewiesen, für die eine Veräußerungsabsicht besteht, unabhängig davon, ob es sich um bereits fertig gestellte Objekte oder um Neubauprojekte handelt. In den vergangenen Jahren erfolgte eine sukzessive Überführung von ertragsstarken Bestandsobjekten in den Handelsbestand.

Aktuell umfasst dieses 17 Objekte, die planmäßig bis Ende 2029 veräußert werden sollen. Aufgrund des überwiegenden Anteils an mietgenerierenden Bestandsobjekten besteht für den Großteil des Handelsportfolios kein einzuhaltender Fertigstellungstermin und damit eine hohe Flexibilität hinsichtlich des möglichen Veräußerungszeitpunktes. Das geplante Veräußerungsvolumen beläuft sich bis Ende 2029 auf 113,05 Mio. € und unter Berücksichtigung der Erstellungskosten bzw. der gutachterlich ermittelten Verkehrswerte sollte sich nach unseren Berechnungen ein Rohertrag von 32,25 Mio. € ergeben. Dieser wird entsprechend dem geplanten Verkaufszeitpunkt sukzessive in den kommenden Geschäftsjahren realisiert.

Standort	Art	Fläche in qm	Investitionsvolumen in Mio. €	Geplanter Verkaufszeitpunkt
Görlitz	Bestandsobjekt	542	0,84	Ende 2024
Weißenfels (Beuditzstr.)	Bestandsobjekt	633	1,98	Ende 2024
Chemnitz (Haydnstr.1)	Bestandsobjekt	601	1,05	Ende 2024
Chemnitz (Deulichstr. 10)	Bestandsobjekt	652	2,54	Ende 2024
Bad Dürrenberg (R.-Breitscheid-Str. 2)	Bestandsobjekt	401	0,18	Mitte 2025
Glauchau (Lichtensteiner Str.30-30b)	Bestandsobjekt	1.939	2,25	Mitte 2025
Chemnitz (Platner Str. 7+9)	Denkmal	905	2,07	Anfang 2026
Chemnitz (Platner Str. 3+5)	Denkmal	756	2,08	Ende 2024
Basel (Oberwill; CH)	Neubau	700	4,95	Anfang 2026
Santa Ponsa (Mallorca, ES)	Sanierung	450	3,50	Ende 2024
Glauchau (Palla)	Denkmal	9.300	16,65	Anfang 2027 – Mitte 2029
Nürnberg (Sonnengarten)	Neubau	924	4,98	Mitte 2024
Bayreuth (Lisztstraße 4 + 6)	Neubau	1.660	8,75	Mitte 2024
Leipzig, Hirzelstr. 20	Neubau	1.526	7,68	Anfang 2025
Jena-Erfurt Paket	Bestandsobjekt	5.334	14,51	Anfang 2025
Biel-Benken (Stegmattenweg 46)*	Neubau	436	3,90	Anfang 2026
Zwickau (Poetenweg 1)	Denkmal	645	1,90	Ende 2025
<b>Gesamt</b>			<b>80,79</b>	

Quelle: German Real Estate Capital S.A.; GBC AG; \*gegenüber unserer letzten Researchstudie (Anno) vom 05.12.2022 neue hinzugekommenes Projekt

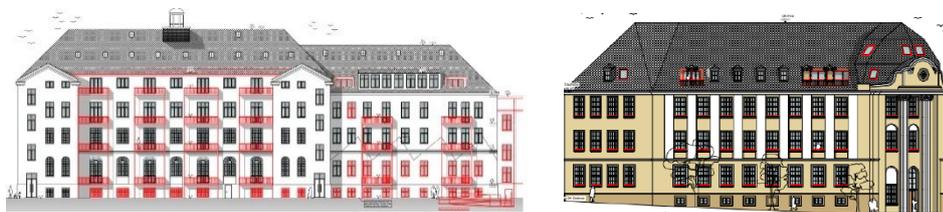
Im Vergleich zu unserer letzten Researchstudie (siehe Studie vom 05.12.2022) hat sich das Handelsportfolio im Wesentlichen durch erfolgreiche und planmäßige Veräußerungen reduziert. Hervorzuheben ist hierbei der Verkauf des Projektes Leipzig Ostheimstraße (5a+b,7a+b,15a+b,17a+b), das nach Angaben des Unternehmens planmäßig veräu-

ßert wurde. In unseren bisherigen Planungen hatten wir für dieses Projekt einen Gesamtverkaufspreis von rund 21,5 Mio. € unterstellt. Darüber hinaus wurden Bestandsimmobilien in Chemnitz und Halle sowie Denkmal-Immobilien in Leipzig, Erfurt und Zwickau veräußert.

Ein weiterer Aspekt des geschrumpften Handelsportfolios ist der im Vergleich zu den Vorjahren geringe Zugang an neuen Projekten. Neben dem geplanten Neubau eines Doppelfamilienhauses in Biel-Benken ist ein Denkmalprojekt in Zwickau neu hinzugekommen.

### **Projekt Palla in Glauchau**

Das derzeit größte Projekt im Handelsportfolio ist eine Denkmalimmobilie in der sächsischen Kreisstadt Glauchau. In drei Bauabschnitten sollen bis Mitte 2029 insgesamt 113 Wohneinheiten mit einer Gesamtmietfläche von 9.300 Quadratmetern saniert werden. Die Baugenehmigung für alle drei Bauabschnitte liegt bereits vor. Das denkmalgeschützte Objekt „Die Palla“ gehört zum Glauchauer Städtebaufördergebiet „Scherberg - nördliche Innenstadt“, das 2016 in das Bund-Länder-Programm „Soziale Stadt“ aufgenommen wurde. Zur Stärkung des bürgerschaftlichen Engagements hat die Stadt Glauchau einen Verfügungsfonds aufgelegt, der durch ein Quartiersmanagement gesteuert wird, das als Bindeglied zwischen Bewohnern, lokalen Akteuren und der Stadtverwaltung im Gebiet agiert. Das Gesamtprojektvolumen beträgt 16,65 Mio. €, aufgeteilt in Bauabschnitte zu je 5,55 Mio. €.



Quelle: German Real Estate Capital S.A.

### **Projekt Jena-Erfurt**

Das zweite große Projekt im Handelsportfolio ist ein Bestandsportfolio mit 100 Eigentumswohnungen in Jena und Erfurt. Mit einer üblichen Haltedauer von ca. 18 Monaten werden die Wohnungen entwickelt (Leerstandssanierung) und veräußert.



## Bestandsportfolio

Gegenüber unserer letzten Researchstudie (siehe Studie vom 05.12.2022) hat sich das Bestandsportfolio der GRE um ein Objekt reduziert. Hierbei handelt es sich um das Objekt in Glauchau (Lichtensteiner Str.), welches bis Mitte 2025 veräußert werden soll. Bis zum geplanten Verkaufszeitpunkt wird dieses Objekt noch jährliche Mieteinnahmen in Höhe von ca. 0,15 Mio. € erwirtschaften.

Insgesamt verfügt die GRE über 11 Objekte, die als Bestandsobjekte klassifiziert sind. Bei einer vermietbaren Fläche von rd. 11.500 m<sup>2</sup> beläuft sich die erzielbare Jahresmiete auf 0,77 Mio. €, was bezogen auf die teilweise gutachterlich ermittelten Verkehrswerte von insgesamt 14,95 Mio. € einer Soll-Mietrendite von 5,1 % entspricht. Umgekehrt entsprechen die Marktwerte dem 19,6-fachen der Jahressollmiete, was gegenüber unserer letzten Studie ein unveränderter Wert ist. Die Marktwerte der Bestandsimmobilien haben sich gegenüber unserer letzten Studie u.E. nicht verändert.

Standort	Einheiten	Fläche in qm	Soll Miete	Mietrendite*
Treuen (Schillerstr./Marienstr.)	21	1.353	81.229 €	5,6%
Treuen (Dr. Wilhelm-Külz-Str.)	11	660	35.365 €	5,6%
Halle (Sonnenblumenweg)	4	487	44.404 €	4,2%
Chemnitz (Paul-Gerhard-Str.)	11	664	42.122 €	4,5%
Chemnitz (Lichtenwalderstr.)	10	660	38.215 €	4,8%
Glauchau (Fritz-Reuter-Str.)	4	384	24.840 €	5,3%
Glauchau (Gerhart-Hauptmann-Weg)	16	1.058	66.933 €	4,4%
Kulmbach (Feuerwache)	8	1.481	167.634 €	5,6%
Zwickau (Dürerstr.3)	12	803	56.600 €	5,6%
Zwickau (Dürerstr. 9)	15	991	69.118 €	6,3%
Feuerwache Bayreuth	2	1.032	142.468 €	5,1%
<b>Gesamt</b>	<b>144</b>	<b>11.512</b>	<b>768.931 €</b>	<b>Ø 5,1%</b>

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

Das Bestandsportfolio besteht dabei nahezu ausschließlich (Ausnahme Feuerwache Kulmbach und Bayreuth) aus Wohnimmobilien. Bezogen auf den Verkehrswert machen die Bankdarlehen 47,0 % aus, was als ein niedriger LTV (Loan-to-Value) interpretiert werden kann. Im Bestandsportfolio sind derzeit 2,02 Mio. € ETP-Mittel gebunden. Der regionale Investitionsfokus liegt dabei unverändert auf so genannte Ober- und Mittelzentren oder auf Kommunen ab 20.000 Einwohner. Das Bundesland Sachsen steht mit den Standorten Glauchau, Chemnitz, Zwickau und Treuen im Fokus.

## OPERATIVE KENNZAHLEN DER EMITTENTIN

In Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
<i>Aktiva</i>					
Wertpapiere des Anlagevermögens	16,65	16,75	18,22	18,65	18,63
Kasse	1,14	1,09	0,22	0,10	0,02
<i>Passiva</i>					
Eigenkapital	-0,10	-0,32	-0,92	-0,97	-1,13
Genussrechtskapital (ETP)	18,57	18,85	19,93	20,17	20,15
<i>GuV</i>					
Umsatzerlöse	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzerträge	0,46	0,69	0,68	0,99	0,82
Finanzaufwendungen	-0,38	-0,55	-0,61	-0,59	-0,59
Ergebnis nach Steuern	-0,10	-0,22	-0,60	-0,05	-0,17

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

Die Emittentin der Vermögensanlage betreibt selbst kein operatives Geschäft, sondern wurde ausschließlich zum Zwecke der Emission der Vermögensanlage im Jahr 2017 gegründet. Der eingeworbene Emissionserlös wird an die German Real Estate Immobilien GmbH in Form der Zeichnung von Genussscheinen durch diese weitergeleitet.

Dementsprechend ist die Bilanz der GRE auf der Passivseite durch die eingeworbenen ETP-Mittel in Höhe von 20,15 Mio. € (31.12.21: 20,17 Mio. €) zuzüglich aufgelaufener Zinsen geprägt. Da keine Vollkonsolidierung der Objektgesellschaften erfolgt, enthält die Bilanz der GRE keine objektbezogenen Verbindlichkeiten. Mit den ETP-Mitteln wurden Genussscheine erworben, die sich zum 31.12.22 auf 18,63 Mio. € (31.12.21: 18,65 Mio. €) beliefen. Die Genussscheine werden von der German Real Estate Immobilien GmbH emittiert, die ihrerseits die Mittel an die Objektgesellschaften weiterleitet. Sowohl beim ausstehenden Volumen des ETP als auch bei den gezeichneten Genussscheinen haben sich keine nennenswerten Veränderungen ergeben.

Das fehlende operative Geschäft der GRE spiegelt sich auch in der Gewinn- und Verlustrechnung wider. Diese wird maßgeblich von den Finanzerträgen (Genussscheine) und den Finanzaufwendungen (ETP) geprägt. In den vergangenen Jahren hielten sich beide nahezu die Waage, ein Bild, das auch im Geschäftsjahr 2022 Bestand hatte. Die Finanzerträge lagen mit 0,82 Mio. € leicht über den Finanzaufwendungen in Höhe von 0,59 Mio. €, so dass sich insgesamt ein positiver Finanzsaldo ergibt. Für die Gläubiger des ETP ist dies von zentraler Bedeutung, da es zeigt, dass ausreichend Erträge erwirtschaftet werden, um den laufenden Zinsaufwand des ETP zu decken.

Nach Abzug der operativen Kosten (0,27 Mio. €) sowie der Bewertungsaufwendungen (0,13 Mio. €) weist die GRE insgesamt ein negatives Ergebnis nach Steuern in Höhe von -0,17 Mio. (VJ: -0,05 Mio. €). Das Nachsteuerergebnis ist für die Gläubiger des ETP insofern von Bedeutung, als erst mit Erreichen des Break-Even eine Voraussetzung für die Erhöhung der variablen Verzinsung des ETP erfüllt ist. Diese Voraussetzung war in den vergangenen Jahren nicht erfüllt. Für Neuzeichner der Anleihe ergibt sich eine marktgerechte Verzinsung aus dem aktuellen Anleihenkurs unterhalb des Nennwertes, was mit einer Effektivverzinsung oberhalb des Kupons einhergeht.

## PROGNOSEN

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

Um das mittelbare Engagement der Anleihegläubiger im Wohnimmobilienbereich realitätsnah abzubilden, haben wir die nachfolgenden Prognosen auf Ebene der Projektgesellschaften, d. h. auf Basis der Mittelverwendung des ETP, formuliert. Dabei unterstellen wir eine Quasikonsolidierung aller Objektgesellschaften und bilden damit die Summe der Umsatz- und Ergebnisbeiträge aus der Immobilienbewirtschaftung, dem Objekthandel sowie dem Neubau und der Sanierung von Wohnungen ab. Dabei prüfen wir die Tragfähigkeit des Geschäftsmodells bzw. des aktuellen Portfolios, insbesondere im Hinblick auf die Erwirtschaftung eines ausreichenden Gewinns zur Bedienung der begebenen Anleihen und Genussrechte.

In Mio. €	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatzerlöse	30,89	35,90	40,17	27,73
davon Mieterlöse	0,95	0,81	0,73	0,74
davon Verkaufserlöse	29,94	35,08	39,44	26,99
EBITDA	6,47	8,62	9,57	10,61
Jahresüberschuss	3,48	4,46	5,30	6,23

Quelle: GBC AG; „Quasi-Konsolidierung“

Wie in den bisherigen Studien unterteilen wir unsere Umsatzprognose in die beiden Erlösströme Mieteinnahmen und Veräußerungserlöse. Als Basis für beide Umsatzarten verwenden wir den von der Gesellschaft kommunizierten Objekt- bzw. Projektbestand.

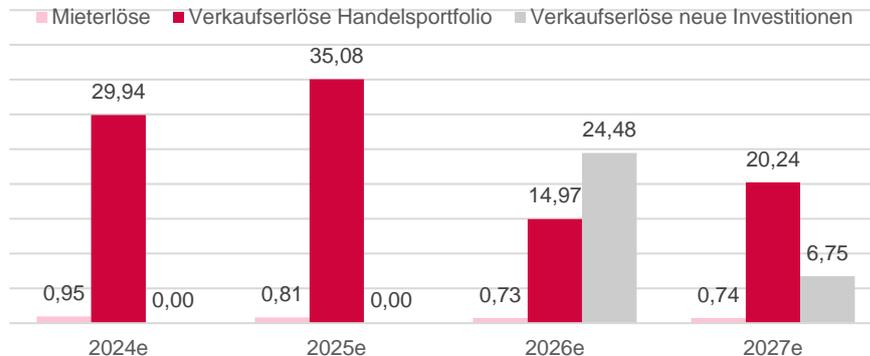
Die Sollmieten des Bestandsportfolios belaufen sich derzeit auf insgesamt 1,12 Mio. € p.a.. Unter Berücksichtigung einer aktuellen Leerstandsquote von rd. 15 % erwarten wir für das laufende Jahr 2024 Mieteinnahmen in Höhe von 0,95 Mio. €. Für die Folgejahre unterstellen wir zwar einen Leerstandsabbau, der zu einem Anstieg der jährlichen Mieterlöse führt, jedoch wird das Mietniveau aufgrund des Verkaufs der dem Handelsportfolio zugeordneten Bestandsobjekte insgesamt sinken. Für das Jahr 2027 rechnen wir bei einer Leerstandsquote von 4,0 % mit Mieteinnahmen in Höhe von 0,74 Mio. €.

Ein deutlich höheres Umsatzvolumen ergibt sich naturgemäß aus dem Verkauf von Objekten. Insgesamt umfasst das Handelsportfolio 17 Objekte mit einem erwarteten Verkaufspreis von 113,05 Mio. €. Der überwiegende Teil der Veräußerungen der größtenteils bereits fertiggestellten bzw. fertig sanierten Immobilien soll in den Jahren 2024 und 2025 erfolgen. Die Jahre 2026 und 2027 dürften nach unserer Einschätzung durch den Verkauf der Neubauprojekte in der Schweiz sowie den Verkauf der ersten beiden Bauabschnitte des größten Projekts in Glauchau (Palla) geprägt sein. Der dritte Bauabschnitt dieses Projekts könnte nach unserer Einschätzung erst im Jahr 2029 und damit außerhalb unseres Prognosezeitraums veräußert werden.

Mit dem Objektverkauf geht auch eine Freisetzung der gebundenen ETP-Mittel einher. Nach unseren Erkenntnissen dürften im Jahr 2024 ETP-Mittel in Höhe von insgesamt 5,80 Mio. € und im Jahr 2025 in Höhe von 1,60 Mio. € frei werden, die bisher in Objekten des Handelsportfolios gebunden waren. Diese Mittel könnten die Grundlage für neue Investitionen bilden. Für 2025 gehen wir von einem neuen Projektvolumen in Höhe von 17,50 Mio. € und für 2026 in Höhe von ca. 4,80 Mio. € aus, abgeleitet aus den bisherigen

Durchschnittswerten der GRE. Die Verkaufserlöse der Neuinvestitionen sollten in den Jahren 2026 und 2027 zu den Gesamtverkaufserlösen beitragen:

### Zusammensetzung der prognostizierten Umsatzerlöse (in Mio. €)

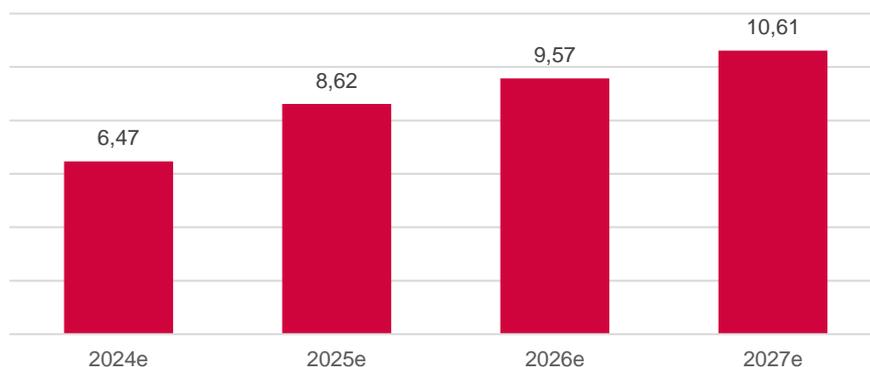


Quelle: GBC AG

Nach unseren Pro-forma-Schätzungen werden die Gesamtumsätze in den Geschäftsjahren 2024 bis 2025 kontinuierlich ansteigen, bevor sie im Jahr 2027 rückläufig sein werden. Dies ist auf den zu diesem Zeitpunkt mehrheitlichen Verkauf des Handelsportfolios zurückzuführen. In der Realität würde die Gesellschaft auch die freiwerdenden Mittel aus den dann veräußerten Neuinvestitionen reinvestieren und damit revolvierend neue Projekte akquirieren.

Die von uns prognostizierte Ergebnisentwicklung zeigt über unseren Schätzzeitraum hinweg einen durchgehend positiven Trend. Dies liegt vor allem daran, dass wir beispielsweise für das Jahr 2027 den Verkauf der ersten beiden Bauabschnitte in Glauchau (Palla) unterstellen, die besonders margenstark sind. Ohnehin weist das gesamte Handelsportfolio nach den uns vorliegenden Informationen mit einer erwarteten Rohertragsmarge (Verkaufspreis abzüglich Baukosten) von 28,5 % einen hohen Wert auf. Der gesamte Rohertrag des aktuell bestehenden Handelsportfolios in Höhe von 31,45 Mio. € wird das EBITDA der kommenden Geschäftsjahre prägen.

### Prognostiziertes EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Das von uns simulierte EBITDA auf „als ob“-Basis bildet die Basis für die Zinszahlungen und ist damit eine zentrale Kennzahl für die ETP-Gläubiger. Wir haben sowohl die Bankfinanzierungen auf Objektebene als auch die ausstehenden Schuldscheindarlehen sowie das ausstehende ETP-Volumen in unsere Finanzaufwandsprognose einbezogen (siehe Bonitätskennzahlen).

## BEWERTUNG

### Bonitätskennzahlen

Kennzahlenblock		GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e	Median 24e-27e	GDV-Grenzwert (Investment-Grade)
Zinsdeckungsgrad	EBITDA-Zinsdeckung	4,6	4,0	5,0	6,5	5,0	>3,00
Verschuldung	Total Debt/EBITDA	5,7	6,0	3,7	2,8	3,7	< 3,75
Kapitalstruktur	Risk Bearing Capital	37,0%	33,6%	47,1%	56,0%	47,1%	> 25%
Rentabilität	FFO/Total Debt	9,6%	8,8%	15,3%	21,3%	15,3%	> 15%

Quelle: GBC AG

Auf Basis der dargestellten Prognosen haben wir die Bonitätskennzahlen für den Prognosezeitraum prognostiziert. Wie in den bisherigen Studien zur German Real Estate Capital S.A. haben wir uns bei der Auswahl der Bonitätskennzahlen an dem Kreditleitfaden des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. orientiert. Für die Bonitätseinschätzung haben wir den Median der von uns prognostizierten zukünftigen Entwicklung der Bonitätskennzahlen (2024 bis 2027) ins Verhältnis zu den GDV-Grenzwerten gesetzt.

Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad zeigt über unseren Schätzzeitraum eine sukzessive Verbesserung und liegt im Median mit 5,0 deutlich über dem GDV-Grenzwert für ein Investment-Grade-Rating und damit im Ratingbereich A- bis A+. Die Finanzierungskosten haben wir zum einen aus den bestehenden Bankverbindlichkeiten des Bestandsportfolios abgeleitet. Zum anderen haben wir die Aufnahme von Bankverbindlichkeiten auf Ebene der Objektgesellschaften bei der Errichtung der Neubauprojekte (Handelsportfolio und Neuinvestitionen) unterstellt. Hier gehen wir von einer Fremdfinanzierungsquote von 80 % aus. Die Finanzaufwendungen enthalten natürlich auch die Verbindlichkeiten des ETP und der Schuldscheindarlehen.

Die dynamische Verschuldungskennzahl Total Debt/EBITDA wird sich nach unseren Annahmen rückläufig entwickeln. Einerseits profitiert diese Kennzahl von dem erwarteten Anstieg des EBITDA, andererseits von der Rückführung der Verbindlichkeiten durch den fortschreitenden Verkauf der Objekte des Trading-Portfolios. Diese Kennzahl liegt im Median knapp oberhalb der GDV-Grenze für ein Investmentgrade-Rating im Bereich BBB- bis BBB+.

Für die kommenden Jahre unterstellen wir in der Pro-forma-Betrachtung eine Thesaurierung des Jahresüberschusses, was zu einem Anstieg des Risk Bearing Capital führen sollte. Zudem profitiert diese Kennzahl von einem tendenziellen Abbau des Fremdkapitals und liegt im Median mit 47,1 % im Ratingbereich A+. Die Rentabilitätskennzahl FFO/Total Debt liegt ebenfalls im Investmentgrade-Bereich (BBB- bis BBB+). Die erwartete Ergebnisverbesserung in Verbindung mit der prognostizierten Reduzierung des Verschuldungsgrades sind die wesentlichen Treiber dieser Entwicklung.

Insgesamt sind die Bonitätskennzahlen unserer Pro Forma-Prognose auf Basis einer konsolidierten Darstellung der Objektgesellschaften als „gut“ bis „sehr gut“ einzustufen, was vergleichsweise dem Ratingbereich A- bis A+ und BBB+ bis BBB- entspricht. Damit liegt unverändert eine gute Bonität vor, die besagt, dass die Objektgesellschaften mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit ihren finanziellen Verpflichtungen nachkommen werden.

## Anleihevergleich

Die Bewertung des ETP der German Real Estate Capital S.A. erfolgt im Rahmen eines Marktvergleichs. Als Peergroup ziehen wir den Großteil der aktuell notierten Anleihen mittelständischer Emittenten heran. Der Gesamtmarkt umfasst insgesamt 49 Anleihen:

Wertpapier/Emittent	Kupon	Effektivzins	Volumen bis (in Mio. €)	Laufzeitbeginn	Laufzeitende
ACCENTRO Real Estate AG (2020/2026)	5,63%	37,67%	225	13.02.2020	13.02.2026
AOC I DIE STADTENTWICKLER GmbH	7,50%	68,65%	30	08.04.2022	08.04.2027
BDT Media Automation GmbH (2023/2028)	11,50%	11,63%	15	30.11.2023	30.11.2028
BDT Media Automation GmbH (2017/2024)	8,00%	21,72%	1,663	14.07.2017	14.07.2024
BENO Holding AG	5,30%	19,47%	30	22.11.2020	22.11.2027
DEAG AG	8,00%	6,43%	50	12.07.2023	12.07.2026
Deutsche Rohstoff AG (2019/2024)	5,25%	4,03%	100	06.12.2019	06.12.2024
Deutsche Rohstoff AG (2023/2028)	7,50%	4,99%	100	27.09.2023	27.09.2028
DEWB	8,00%	9,52%	10	15.06.2023	14.06.2028
FCR Immobilien AG (2023/2028)	7,25%	8,50%	60	27.11.2023	27.11.2028
Greencells GmbH	6,50%	6,27%	25	09.12.2020	08.12.2025
Groß & Partner mbH	5,00%	12,70%	100	21.02.2020	21.02.2025
hep global GmbH	6,50%	7,66%	25	18.05.2021	18.05.2026
HÖRMANN Industries GmbH	7,00%	4,98%	50	11.07.2023	11.07.2028
Homann Holzwerkstoffe GmbH	4,50%	6,89%	78	12.03.2021	12.09.2026
JES.GREEN Invest GmbH (2023/2028)	7,00%	13,91%	10	17.05.2023	17.05.2028
JES.GREEN Invest GmbH (2021/2026)	5,00%	13,09%	10	15.10.2021	15.10.2026
Jung, DMS & Cie. Pool GmbH	7,00%	6,04%	25	01.11.2023	01.11.2028
Karlsberg Brauerei GmbH	4,25%	3,74%	50	29.09.2020	29.09.2025
Katjes International GmbH & Co. KG	6,75%	5,05%	115	21.09.2023	21.09.2028
Katjesgreenfood GmbH & Co. KG	8,00%	5,69%	25	29.11.2022	29.11.2027
MS Industrie AG	6,25%	6,37%	20	18.10.2022	18.10.2027
Neue ZWL GmbH (2018/2024)	6,50%	6,74%	12,5	15.11.2018	15.11.2024
Neue ZWL GmbH (2019/2025)	6,50%	6,92%	15	18.12.2019	18.12.2025
Neue ZWL GmbH (2021/2026)	6,00%	9,15%	14	15.11.2021	15.11.2026
Neue ZWL GmbH (2022/2027)	7,75%	8,75%	15	14.12.2022	14.12.2027
Neue ZWL GmbH (2023/2028)	9,50%	9,31%	15	15.11.2023	15.11.2028
Noratis AG	5,50%	15,24%	50	11.11.2020	11.11.2025
Pandion AG	5,50%	15,16%	45	05.02.2021	05.02.2026
PNE AG	5,00%	5,26%	55	23.06.2022	23.06.2027
reconcept GmbH (2020/2025)	6,75%	8,11%	13,5	24.08.2020	24.08.2025
reconcept GmbH (2022/2028)	6,25%	6,75%	17,5	25.01.2022	25.01.2028
reconcept II GmbH (2022/2027)	4,25%	8,81%	9	28.06.2022	28.06.2027
Schalke 04 e.V. (2022/2027)	5,50%	8,49%	34,1	14.04.2022	05.07.2027
Schalke 04 e.V. (2021/2026)	5,75%	6,62%	15,9	05.07.2021	05.07.2026
Semper Idem Underberg AG (2019/2025)	4,00%	3,50%	60	18.11.2019	18.11.2025
Semper Idem Underberg AG (2022/2028)	5,50%	4,17%	45	07.10.2022	07.10.2028
SOWITEC group GmbH	8,00%	12,02%	25	30.03.2023	30.03.2028
Stern Immobilien AG	9,25%	76,96%	15	24.05.2018	31.12.2024
StudierendenGesellschaft Witten/H. e.V.	4,25%	4,99%	12	07.10.2022	06.10.2032
SUNfarming GmbH (2020/2025)	5,50%	5,37%	10	16.11.2020	16.11.2025
SUNfarming GmbH (2022/2027)	5,00%	7,46%	8	14.03.2022	14.03.2027
UBM Development AG (2019/2025)	2,75%	6,42%	120	13.11.2019	13.11.2025
UBM Development AG (2023/2027)	7,00%	6,01%	50	10.07.2023	10.07.2027
UBM Development AG (2021/2026)	3,13%	9,54%	75	21.05.2021	21.05.2026
Vedes AG	3,50%	21,30%	25	17.11.2017	17.11.2026
Veganz Group AG	7,50%	148,40%	4	24.02.2020	24.02.2025
SV Werder Bremen GmbH & Co. KGaA	6,50%	2,95%	17	08.06.2021	31.07.2026
Zeitfracht Logistik Holding GmbH	5,00%	6,40%	30,5	05.05.2021	04.05.2026
<b>Median</b>	<b>6,25%</b>	<b>7,46%</b>			
<b>German Real Estate ETP</b>	<b>3,00%</b>	<b>25,10%</b>	30	20.04.2018	31.12.2025*

Quelle: Bondguide; Unternehmenshomepage; GBC AG; \*Kündigung mit einer Frist von 18 Monaten zum 31. Dezember eines jeden Jahres möglich

Die Effektivverzinsung der Peergroup liegt derzeit (Stand 30.04.2024) bei 7,46 % und damit aufgrund der insgesamt unter pari liegenden Anleihekurse leicht über dem Nomi-

nalzins von 6,25 %. Die Effektivverzinsung des German Real Estate ETP liegt mit 25,10 % deutlich über dem Marktmedian. Wir haben die Effektivverzinsung auf Basis des aktuellen Anleihekurses in Höhe von 73,00 % berechnet und als Rückzahlungsdatum den nächsten Kündigungstermin 31.12.2025 angenommen. Die Anleihe ist mit einer Frist von 18 Monaten zum 31.12. eines jeden Jahres kündbar.

Auf Basis der Bonitätskennzahlen der Emittenten der in den Marktvergleich einbezogenen Anleihen haben wir einen quantitativen Anleihenvergleich durchgeführt. Hierzu haben wir für alle Anleihen des Marktvergleichs die Bonitätskennzahlen EBITDA-Zinsdeckungsgrad, Gesamtverschuldung/EBITDA sowie Risk Bearing Capital ermittelt. Den Marktmedian haben wir ins Verhältnis zum Median der von uns ermittelten Bonitätskennzahlen für German Real Estate gesetzt:

	<b>EBITDA- Zinsdeckungsgrad</b>	<b>Total Debt/ EBITDA</b>	<b>Risk Bearing Capital</b>
Markt-Median	2,3	6,8	25,2%
German Real Estate	5,0	3,7	47,1%

*Quelle: GBC-Berechnungen*

Auf den ersten Blick fallen die jeweils höheren Bonitätswerte der German Real Estate auf. Bezogen auf den Effektivzins haben wir für alle drei Bonitätswerte eine Regressionsanalyse durchgeführt und so den Erwartungswert für die German Real Estate ermittelt. In allen drei Fällen liegen die von uns ermittelten Bonitätskennzahlen jeweils deutlich oberhalb der Erwartungswerte bzw. der Regressionsgeraden. Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad liegt um 107 %, der Verschuldungsgrad um 371 % und das Risk Bearing Capital um 75 % über der Regressionsgeraden. Wir halten das German Real Estate ETP damit weiterhin für 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:

<https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### **§ 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:

<https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

**§ 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](mailto: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)