



Credit Researchstudie (Anno)



- Verkäufe plangemäß umgesetzt
- Weitere Objekte in das Handelsportfolio aufgenommen
- 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: 80,20 %
01.12.2022 / MUC / 08:04
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

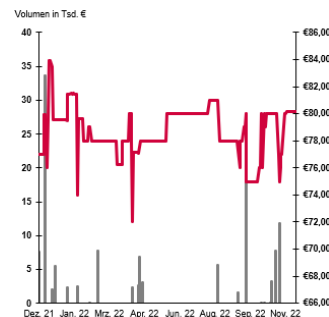
Branche: Finanzierung von Immobilien

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 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	18,21	64,07	67,49	71,34
davon Mietererlöse	1,03	1,05	0,98	0,85
davon Verkaufserlöse	17,18	63,01	66,50	70,49
EBITDA	4,03	12,66	14,27	22,19
Jahresüberschuss	1,12	6,69	8,00	14,43
<i>* Pro-Forma Konsolidierung der Objektgesellschaften</i>				
Bonitätskennzahlen				
EBITDA-Zinsdeckung	1,74	4,23	5,22	15,20
Total Debt/EBITDA	12,75	6,16	3,73	1,49
Risk Bearing Capital	27,3%	25,0%	39,0%	59,5%
FFO/Total Debt	2,4%	8,7%	15,2%	44,1%

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

19.11.2021: RS / stark überdurchschnittlich attraktiv

** oben aufgeführte Researchstudien können unter 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 S.A. ist ein Emittent eines börsennotierten festverzinslichen Wertpapiers (ETP = Exchange Traded Product). Das Wertpapier weist dabei die für Anleihen typischen Merkmale auf, wie etwa ein jährlicher fester Zinskupon von 3,0 %. Darüber hinaus weist das Wertpapier mit einer unbefristeten Laufzeit (Kündigung durch Inhaber mit 18 Monate Vorlaufzeit erstmals zum 20.04.2023 möglich) sowie einer gewinnabhängigen variablen Verzinsungskomponente von bis zu 7,0 % (Gesamtverzinsung von bis 10,0 % möglich) die Charakterzüge eines Genussrechtes auf.
- 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 Objektgesellschaften haben die aus dem ETP erhaltenen Mittel zum Aufbau eines 35 Objekte umfassenden Immobilienportfolios eingesetzt. Auf der einen Seite handelt es sich dabei um ein Handelsportfolio, welches 23 Projekte umfasst und nach einer für die Gesellschaft typischen Entwicklungs- und Haltedauer bis spätestens 2024 verkauft werden soll. Nach aktuellen Erwartungen könnte sich mit der geplanten Veräußerung aller Objekte bis Ende 2024 ein Verkaufsvolumen von rund 180 Mio. € und ein Rohertrag von rund 45 Mio. € erwirtschaften lassen.
- Flankierend hierzu umfasst das Bestandsportfolio insgesamt 12 Liegenschaften mit einem gutachterlich ermittelten Verkehrswert von 17,86 Mio. €. Bezogen auf diesen Wert liegt die Mietrendite durchschnittlich bei 5,1 %. Diese im Marktvergleich attraktive Mietrendite ergibt sich aus dem Investitionsfokus, welcher auf Standorten mit einem hohen Aufholpotenzial (bspw. Chemnitz, Zwickau, Leipzig) liegt. Unter Einbezug der Marktwerte ist der LTV (Loan-to-Value) mit 50,3 % im Marktvergleich sehr niedrig. Neben klassischen Bankfinanzierungen sind ETP-Anleihemittel in Höhe von 2,50 Mio. €, also rund 13 % des gesamten ETP-Volumens, als eigenkapital-ersetzendes Fremdkapital im Bestandsportfolio gebunden.
- 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 2023 – 2025 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 (+51,6 %) und ist damit unserer Einschätzung nach stark überdurchschnittlich attraktiv.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Bedingungen der Anleihe (ETP).....	4
Struktur der German Real Estate - Gruppe zum 31.12.2021	5
Aktuelle Entwicklung des Handels- und Bestandsportfolios	6
Handelsportfolio	6
Bestandsportfolio	8
Operative Kennzahlen der Emittentin	9
Prognosen.....	10
Bewertung.....	12
Bonitätskennzahlen.....	12
Anleihevergleich.....	13
Anhang	14

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 Informationen	https://www.gre-etp.de/

Quelle: German Real Estate Capital S.A.

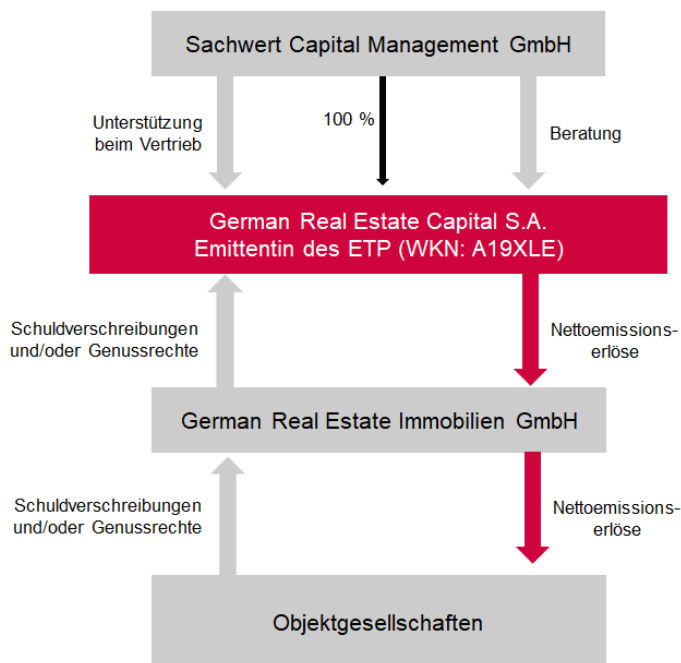
Bei der zum 20.04.2018 von der German Real Estate Capital S.A. begebenen Schuldverschreibung handelt es sich um ein börsennotiertes festverzinsliches Wertpapier. Grundsätzlich ist dieses aufgrund der typischen Ausgestaltungsmerkmale sowie des festen Zinskupons von jährlich 3,0 % mit einer klassischen 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. 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 31.12.2021



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 35 Objekte umfassendes Portfolio, welche entweder als Handels- oder als Bestandsimmobilien klassifiziert sind.

Handelsportfolio

Der überwiegende Teil der in den Objektgesellschaften enthaltenen Projekte sind dem Handelsportfolio zuzuordnen. Dieses umfasst derzeit 23 Projekte, wovon 7 ehemals dem Bestandsportfolio zugeordnet waren. Das geplante Veräußerungsvolumen, welches bis Ende 2024 realisiert werden soll, beläuft sich insgesamt auf 179,35 Mio. €. Mit Bezug zu den geplanten Gesamtkosten der Handelsobjekte in Höhe von 134,39 Mio. € ergibt sich daraus ein Rohertrag in Höhe von insgesamt 44,97 Mio. €. Die Errichtungskosten beziehen sich dabei ausschließlich auf die Neubauprojekte sowie auf die Denkmalsanierung bestehender Objekte. Die ehemals zum Bestand gehörenden Objekte erwirtschaften bis zum Verkaufszeitpunkt Mieterlöse. Diese belaufen sich bei Vollvermietung auf insgesamt 0,29 Mio. €.

Gegenüber unserer letzten Researchstudie (siehe Researchstudie Anno vom 22.11.2021) war das Handelsportfolio der German Real Estate Gruppe von Zugängen aus dem ehemaligen Bestandsportfolio sowie insbesondere von Neuzugängen von drei Projekten in Halle, Leipzig und Jena/Erfurt geprägt. Nachfolgend werden diese konkreter dargestellt.

Standort	Art	Fläche in qm	Investitionsvolumen in Mio. €	Geplanter Verkaufszeitpunkt
Görlitz	Bestandsobjekt	542	0,84	Mitte 2023
Weißenfels (Beuditzstr.)	Bestandsobjekt	633	1,98	Ende 2024
Chemnitz (Neefestr. 81)	Bestandsobjekt	540	0,90	Ende 2022
Chemnitz (Haydnstr.1)	Bestandsobjekt	601	1,05	Mitte 2023
Chemnitz (Deulichstr. 10)	Bestandsobjekt	652	0,61	Ende 2024
Bad Dürrenberg (R.-Breitscheid-Str. 2)	Bestandsobjekt	401	0,52	Ende 2023
Chemnitz (Platner Str. 7+9)	Bestandsobjekt	905	3,06	Ende 2024
Basel (Oberwill; CH)	Neubau	700	6,50	Ende 2023
Santa Ponsa (Mallorca, ES)	Neubau	350	2,90	Ende 2022
Santa Ponsa (Mallorca, ES)	Sanierung	450	3,50	Ende 2024
Leipzig (Ostheimstr.)	Denkmal	8.284	17,75	Ende 2022-Ende 2023
Erfurt (Feldstr./Stollbergstr.)	Denkmal	6.440	24,33	Ende 2023
Zwickau (Georgengymnasium)	Denkmal	3.167	9,69	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
Halle, Magdeburger Str. 11-13	Bestandsobjekt	1.576	6,46	Ende 2023
Leipzig, Hirzelstr. 20	Neubau	1.526	7,68	Ende 2024
Jena-Erfurt Paket	Bestandsobjekt	5.334	14,51	Ende 2024
Gesamt			130,89	

Quelle: German Real Estate Capital S.A.; GBC AG; *gegenüber unserer letzten Researchstudie (Anno) vom 22.11.2021 neue hinzugekommene Projekte

Zwar kam es gegenüber den Annahmen bezüglich dem Realisierungszeitpunkt bei den in der Sanierung oder im Bau befindlichen Projekten teilweise zu Verzögerungen, die

Objektgesellschaften haben jedoch auch den Beweis einer erfolgreichen Projektrealisierung erbracht.

In den vergangenen 12 Monaten wurden dabei plangemäß das Denkmalobjekt in Chemnitz (Uhlandstraße) und die ersten Abschnitte der Denkmalsanierung innerhalb des Großprojektes in Leipzig (Ostheimstr.) übergeben. Nach unseren Berechnungen dürfte sich der eingenommene Verkaufspreis auf insgesamt nahezu 13,00 Mio. € belaufen haben. Bei den veräußerten Objekten waren insgesamt ETP-Mittel in Höhe von 0,99 Mio. € gebunden, die damit für die Finanzierung nachfolgender Projekte frei geworden sind. Hier gilt es zu beachten, dass die ETP-Mittel auf Ebene der Objektgesellschaft als Eigenkapital eingesetzt werden, mit dem entsprechenden Potenzial weitere Bankverbindlichkeiten aufzunehmen.

Neuinvestition Wohnungspaket Jena-Erfurt

Die Gesellschaft steht kurz vor dem Erwerb eines Bestandsimmobilienportfolios, bestehend aus 100 Eigentumswohnungen in Jena und in Erfurt. Der Gesamtkaufpreis soll sich auf 14,51 Mio. € belaufen und die Gesellschaft beabsichtigt die Objekte innerhalb einer üblichen Haltedauer von rund 18 Monaten zu entwickeln und zu veräußern. Als Entwicklungsmaßnahme ist es geplant, Leerstände zu renovieren und hierdurch entsprechende Wertsteigerungen zu erzielen.



Neuinvestition Beispiel Halle (Magdeburger Str. 11-13)

Bei diesem Projekt handelt es sich um die geplante Sanierung eines 16 Wohneinheiten umfassenden Mehrfamilienhauses in Halle (Sachsen-Anhalt). Das zentral gelegene Objekt wurde Mitte des laufenden Jahres erworben und soll bis Ende 2023 saniert und veräußert werden. Bei einem Gesamtinvestitionsvolumen von 6,46 Mio. € wird mit einem Verkaufspreis von über 7,70 Mio. € kalkuliert, was einer branchenüblichen Rohertragsmarge von rund 16 % entspricht.



Quelle: German Real Estate Capital S.A

Neuinvestition Beispiel Leipzig (Hirzelstraße 20)

Bei dem Projekt in der Leipziger Hirzelstraße handelt es sich um ein Neubauprojekt. Zwischen 2022 und 2024 soll hier ein Mehrfamilienhaus mit 20 Wohneinheiten und einer Gesamtnutzfläche von etwas über 1.500 qm entstehen. Hierfür liegt die Baugenehmigung bereits vor. Das Investitionsvolumen beläuft sich nach aktueller Kalkulation auf insgesamt 7,68 Mio. € und die erwartete Rohertragsmarge liegt auch bei diesem Projekt auf branchenüblichem Niveau von rund 20 %.

Bestandsportfolio

Da für einen Teil der Bestandsobjekte eine Verkaufsabsicht vorliegt, wurden diese in das Handelsportfolio überführt, was zu einer Verkleinerung des Bestandsportfolios geführt hat. Aktuell umfasst dieses 12 Liegenschaften mit einer vermietbaren Fläche von 11.512 qm. Bei einer Soll-Miete von 0,92 Mio. € jährlich entspricht dies über das gesamte Portfolio hinweg einer Miete von 6,65 €/qm pro Monat.

Teilweise liegen für das Bestandsportfolio aktualisierte gutachterlich ermittelte Verkehrswerte in Höhe von insgesamt 17,86 Mio. € vor. Bezogen auf diesen Wert liegt die Mietrendite durchschnittlich bei 5,1 % und geht im Umkehrschluss mit einem Verkehrswertmultiplikator von durchschnittlich 19,6 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%
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%
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%
Gesamt	144	11.512	918.381 €	Ø 5,1%

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

Unter Einbezug der Marktwerte ist der LTV (Loan-to-Value) mit 50,3 % im Marktvergleich sehr niedrig. Neben klassischer Bankfinanzierungen sind ETP-Anleihemittel in Höhe von 2,50 Mio. €, also rund 13 % des gesamten ETP-Volumens, als eigenkapitalersetzendes Fremdkapital im Bestandsportfolio gebunden.

OPERATIVE KENNZAHLEN DER EMITTENTIN

In Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
<i>Aktiva</i>				
Wertpapiere des Anlagevermögens	16,65	16,75	18,22	18,65
Kasse	1,14	1,09	0,22	0,10
<i>Passiva</i>				
Eigenkapital	-0,10	-0,32	-0,92	-0,97
Genussrechtskapital	18,57	18,85	19,93	20,17
<i>GuV</i>				
Umsatzerlöse	0,00	0,00	0,00	0,00
operative Aufwendungen	-0,05	-0,23	-0,39	-0,31
Bewertungserträge	-0,12	-0,13	-0,13	-0,01
Finanzerträge	0,46	0,69	0,68	0,99
Finanzaufwendungen	-0,38	-0,55	-0,61	-0,59
Ergebnis nach Steuern	-0,10	-0,22	-0,60	-0,05

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.

Dies findet sich auch in der Bilanz der Emittentin wieder, die auf der Aktivseite nahezu ausschließlich von den Wertpapieren des Anlagevermögens (gezeichnete Genussscheine der German Real Estate Immobilien GmbH) geprägt ist. Die Passivseite wird hingegen vom Volumen des emittierten ETP zuzüglich angelaufener Zinsen dominiert. Zum 31.12.2021 kletterten dabei sowohl die Wertpapiere des Anlagevermögens leicht auf 18,65 Mio. € (31.12.2020: 18,22 Mio. €) als auch das Volumen des ausgegebenen ETP auf 20,17 Mio. € (31.12.2020: 19,93 Mio. €). Auch zum Ende des Geschäftsjahres 2021 wird demnach ersichtlich, dass die von der Emittentin eingeworbenen ETP-Mittel vollständig an die Zwischengesellschaft zum Zwecke der Weitergabe an die Objektgesellschaften weitergeleitet wurden.

Der Blick auf die GuV ist für die ETP-Investoren insofern wichtig, da einerseits damit ein Indiz vorliegt, inwiefern die Objektgesellschaften genug erwirtschaften, um Zinsen an die Zwischengesellschaft zu entrichten, welche diese wiederum an die Emittentin genusscheinvertragsgemäß weiterleitet. Darüber hinaus hängt der variable Zinsanteil von der Gewinnentwicklung der Emittentin ab. Wie auch schon in den vergangenen Jahren, hat die GRE im Geschäftsjahr 2021 ein negatives Nachsteuerergebnis ausgewiesen, wenngleich sich dieses auf -0,05 Mio. € (VJ: -0,60 Mio. €) sichtbar verbessert hatte. Dies ist insbesondere auf die deutliche Steigerung der Zinserträge auf 0,99 Mio. € (VJ: 0,68 Mio. €) zurückzuführen, denen weitestgehend unveränderte Finanzierungskosten sowie leicht rückläufige operative Aufwendungen gegenüberstanden. In dem Zinsanstieg wird die tendenzielle Verbesserung bei den Kupons der gezeichneten Schuldscheine ersichtlich. Neue Schuldscheine sind mit höheren Kupons ausgestattet, so dass künftig von einem noch stärkeren Anstieg der Zinserträge gegenüber den Zinsaufwendungen zu rechnen ist. Damit würde auch auf Nachsteuerergebnisebene der Break-Even erreicht werden, als eine wichtige Voraussetzung zur Anhebung des variablen ETP-Zinssatzes.

Künftig könnte das Nachsteuerergebnis der Emittentin auch aufgrund des sukzessiven Wegfalls und rückläufigen Amortisation der Gründungskosten ansteigen.

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 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	18,21	64,07	67,49	71,34
davon Mieterlöse	1,03	1,05	0,98	0,85
davon Verkaufserlöse	17,18	63,01	66,50	70,49
EBITDA	4,03	12,66	14,27	22,19
Jahresüberschuss	1,12	6,69	8,00	14,43

Quelle: GBC AG; „Quasi-Konsolidierung“

Unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen haben als Grundlage, analog zum Geschäftsmodell der „Gruppe“, das Bestandsportfolio und das Handelsportfolio. Hieraus ergeben sich zwei unterschiedliche Erlösströme, einerseits die Verkaufserlöse des Handelsportfolios sowie auf der anderen Seite die Mieterlöse des Bestandsportfolios. Da jedoch das Handelsportfolio auch vermietete Objekte enthält, generieren diese auch Mieterlöse.

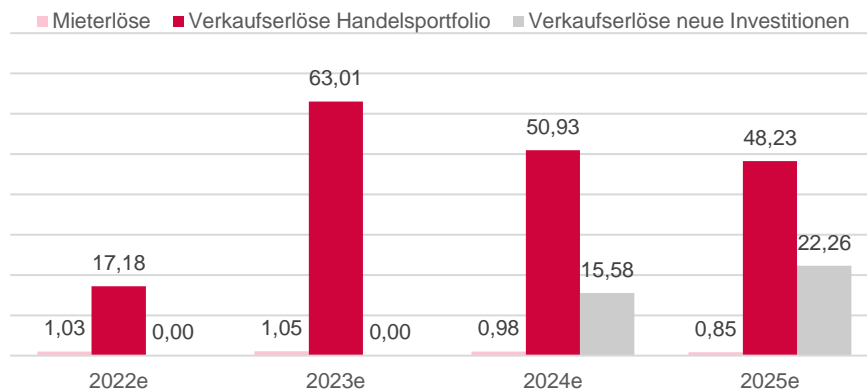
Das **Bestandsportfolio** umfasst derzeit 12 Objekte und weist eine Ziel-Miete von 0,92 Mio. € auf. In den kommenden Geschäftsjahren sollten sich die tatsächlich erreichten Mieterlöse mit dem sukzessiven Abbau der aktuellen Leerstandsquote von 18 Wohneinheiten an das Zielniveau annähern. Darüber hinaus erwirtschaften auch Objekte des Handelsportfolios Mieterlöse in Höhe von 0,29 Mio. €, diese werden jedoch mit dem geplanten Verkauf der Objekte wegfallen. Da wir keine Wertzuschreibungen unterstellen, wie es bei IFRS-bilanzierenden Bestandshaltern üblich ist, sind unsere Annahmen als konservativ einzustufen.

Parallel dazu haben wir die potenziellen Umsätze und Erträge aus der geplanten Veräußerung der Objekte des **Handelsportfolios** einkalkuliert. Die 23 Objekte des Handelsportfolios sollen plangemäß bis Ende 2024 veräußert werden. Dies steht im Einklang mit der Unternehmensstrategie, die eine Haltedauer von Handelsobjekten von bis zu 24 Monaten vorsieht. Wir gehen hier sogar konservativer vor und unterstellen bei den großvolumigen Projekten (Jena-Erfurt; Palla, Glauchau) eine Übergabe erst im Geschäftsjahr 2025.

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. Mit den freigewordenen Mitteln im Zusammenhang mit der Realisierung der Handelsobjekte sollte die German Real Estate-Gruppe bis 2025 in der Lage sein, neue Investitionen in einem Volumen von nahezu 40 Mio. € (konkret: 39,49 Mio. €) stemmen zu können.

Umsatzprognosen (in Mio. €)

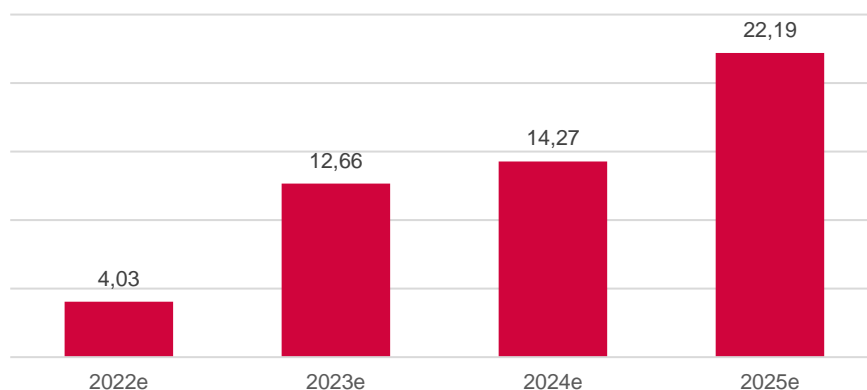


Quelle: GBC AG

Es wird also ersichtlich, dass die ab dem Geschäftsjahr 2024 rückläufigen Veräußerungserlöse des aktuellen Handelsportfolios sukzessive durch Veräußerungserlöse der neuen Investitionen ersetzt werden könnten.

Wie für Immobilien-Handelsunternehmen üblich, würde die German Real Estate-Gruppe in einer Pro Forma-Darstellung ein hohes Rentabilitätsniveau aufweisen. Entscheidend für die Entwicklung des EBITDA ist auf der einen Seite unsere Annahme eines branchenüblichen Rohertrages in Höhe von 20 % bis 25 %. Diese Größenordnung bietet dabei auch einen ausreichenden Puffer, um etwaige marktbedingte Kostensteigerungen abzufangen. Zusammen mit niedrigen Overhead-Kosten unterstellen wir für unseren Prognosezeitraum 2022 – 2025 eine EBITDA-Marge von durchschnittlich 23,5 %.

EBITDA (in Mio. €)



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 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e	Median 23e-25e	GDV-Grenzwert (Investment-Grade)
Zinsdeckungsgrad	EBITDA-Zinsdeckung	1,74	4,23	5,22	15,20	5,22	>3,00
Verschuldung	Total Debt/EBITDA	12,75	6,16	3,73	1,49	3,73	< 3,75
Kapitalstruktur	Risk Bearing Capital	27,3%	25,0%	39,0%	59,5%	39,0%	> 25%
Rentabilität	FFO/Total Debt	2,4%	8,7%	15,2%	44,1%	15,2%	> 15%

Quelle: GBC AG

Auf Basis der dargestellten Prognosen haben wir die Bonitätskennzahlen für den Schätzzeitraum prognostiziert. Wie auch in den bisherigen Studien zur German Real Estate Capital S.A. orientieren wir uns bei der Auswahl der Bonitätskennzahlen an dem Kreditleitfaden des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. Für die einzelnen Kennzahlenblöcke sind dabei Grenzwerte für den Investment-Grade-Bereich festgelegt. Für die Bonitätsbewertung haben wir dabei den Median der von uns prognostizierten künftigen Entwicklung der Bonitätskennzahlen (2023 bis 2025) ins Verhältnis zu den GDV-Grenzwerten gesetzt. Dabei liegen alle vier Bonitätskennzahlen im Investment-Grade-Bereich, also mindestens innerhalb der Ratingnote BBB- bis BBB+.

Beim EBITDA-Zinsdeckungsgrad wird auf Basis unserer Prognosen eine tendenzielle Verbesserung ersichtlich. Dies liegt unter anderem auch daran, dass in den kommenden Geschäftsjahren der erwartete Verkauf volumenstarker und renditestarker Objekte einkalkuliert ist, was mit hohen Ergebniseffekten einhergeht. Gleichzeitig wird mit der Veräußerung der Objekte auch die Zinslast gedrückt, da dadurch entsprechende objektbezogene Bankverbindlichkeiten wegfallen. Als Finanzaufwand haben wir sowohl die Aufwendungen für das ETP als auch die Aufwendungen für Bankverbindlichkeiten berücksichtigt, wobei wir auf Objektebene eine Bankfinanzierung in Höhe von 80 % unterstellt haben. Gegenüber unserer bisherigen Studie haben wir eine marktbedingte Anhebung der Finanzierungskosten unterstellt. Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad liegt im Ratingbereich von A- bis A+.

Dieser Effekt wird auch bei der dynamischen Verschuldungskennzahl Total Debt/EBITDA sichtbar. Der aus den geplanten Veräußerungen tendenzielle Ergebnisanstieg und damit zusammenhängend der Rückgang der Bankverbindlichkeiten sollte zu einer tendenziellen Verbesserung dieser Kennzahl führen. Im Median für den Zeitraum 2023 bis 2025 würde diese im Bereich BBB- bis BBB+ liegen.

Im Ratingbereich A- bis A+ liegt hingegen das Risk Bearing Capital. Bei einem Risk Bearing Capital in Höhe von im Median 39,0 % 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. Der FFO/Total Debt liegt mit 15,2 % im Ratingbereich BBB- und BBB+.

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. Gegenüber unserem letzten Vergleich hat sich die Marktauswahl deutlich verkleinert, da immer weniger Anleihen bzw. Emittenten eine Ratingnote aufweisen.

Emittent	Laufzeit	Beginn	Ende	Rating	Kupon	Effektivverzinsung	Volumen in Mio. €
Schalke 04 e.V. (21/26)	5	05.07.2021	05.07.2026	B-	5,750%	6,229%	15,90
Schalke 04 e.V. (22/27)	5	14.04.2022	05.07.2027	B-	5,500%	7,047%	34,10
Neue ZWL GmbH (2017/2023)	6	08.12.2017	08.12.2023	B-	7,250%	6,700%	15,00
Neue ZWL GmbH (2018/2024)	6	15.11.2018	15.11.2024	B-	6,500%	6,788%	17,50
Neue ZWL GmbH (2019/2025)	6	18.12.2019	18.12.2025	B-	6,500%	7,595%	15,00
Neue ZWL GmbH (2021/2026)	5	15.11.2021	15.11.2026	B-	6,000%	7,981%	15,00
Underberg (2018/2024)	6	04.07.2018	04.07.2024	BB-	4,000%	6,741%	18,94
Underberg (2019/2025)	6	18.11.2019	18.11.2025	BB-	4,000%	4,945%	33,75
Underberg (2022/2028)	6	07.10.2022	07.10.2028	BB-	5,500%	5,444%	45,00
EUROBODEN GMBH (2019/2024)	5	01.10.2019	01.10.2024	B+	5,500%	27,817%	40,00
EUROBODEN GMBH (2020/2025)	5	18.11.2020	18.11.2025	B+	5,500%	20,540%	50,00
physible GmbH & KGAL	5	15.10.2018	15.10.2023	BB+	3,000%	4,821%	30,00
Mittelwert					5,417%	9,387%	
Median					5,500%	6,764%	
German Real Estate ETP		20.04.2018	20.04.2023*	-	3,000% + variabel	19,764%	30

Quelle: Bondguide; Unternehmenshomepage; GBC AG; *Kündigung mit einer Frist von 18 Monaten, erstmals zum 20.04.2023

Im Durchschnitt liegt der Anleihekupon der in dieser Auswahl enthaltenen Wertpapiere bei 5,42 % und die durchschnittliche Effektivverzinsung liegt bei 9,39 %. Marktbedingt haben die höheren Zinsniveaus zu einem Rückgang der Anleihekurse geführt, was die Diskrepanz zwischen Effektivverzinsung und Nominalverzinsung erklärt.

Wir haben das ETP der German Real Estate Capital S.A. im Rahmen einer Regressionsanalyse bewertet. Als Effektivverzinsung haben wir 19,76 % herangezogen. Als Rückzahlungsdatum haben wir die Kündigungsfrist von 18 Monaten berücksichtigt. In Verbindung mit dem von uns ermittelten Risikoprofil des Wertpapiers lässt sich hier eine überdurchschnittliche Attraktivität des ETP's erkennen. Im Rahmen dieser Analyse liegt das German Real Estate ETP sichtbar oberhalb der Regressionsgeraden (+51,6 %) 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>

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>

§ 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>

§ 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



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