



Researchstudie (Anno)

CR Capital AG

CR CAPITAL

**- NAV je Aktie legt deutlich auf 69,43 € zu -
- NAV-Bewertung zeigt hohes Kurspotenzial auf -**

Kursziel: 62,08 €

Rating: KAUFEN

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 07.06.2023 (11:29 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 12.06.2023 (08:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

CR Capital AG*5a,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 62,08 €

aktueller Kurs: 30,80
06.06.23 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2GS625
WKN: A2GS62
Börsenkürzel: CRZK
Aktienanzahl³: 4,53
Marketcap³: 139,52
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 41,2 %

Transparenzlevel:
Open Market
Marktsegment:
Basic Board
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Schaffer
schaffer@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Beteiligungen

Fokus: Nachhaltige Technologien und Unternehmen

Mitarbeiter: 7 Stand: 31.12.2022

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Stefan Demske



CR Capital ist eine Investmentgesellschaft, die in innovative und wachstumsstarke Technologieunternehmen investiert. Sie unterstützt diese als strategischer Partner bei der Weiterentwicklung ihres Angebots, Skalierung ihres Geschäftsmodells und der Erschließung neuer Märkte. Nachhaltigkeit, Qualität und Kostenoptimierung stehen dabei im Zentrum der Investitionsstrategie.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Betriebserträge	107,43	64,53	69,86	79,41
EBITDA	91,23	61,39	66,49	76,30
Jahresüberschuss	92,47	51,27	65,39	75,31

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	24,69*	13,69*	16,14	16,64
Dividende je Aktie	0,75	1,50	2,50	2,50
Aktienanzahl	3,76	3,75	4,05	4,53

Kennzahlen				
Eigenkapital	125,09	177,98	240,78	314,23
EK-Quote	91,4%	94,4%	97,1%	97,6%
Beteiligungen (IFRS-Wert)	100,53	169,47	245,56	305,16
NAV je Aktie (ausgehend vom EK)	33,30	47,46	59,44	69,43

*Auf Basis gewichteter Aktienanzahl ohne eigene Aktien

Finanztermine

Juli 2023: Hauptversammlung
September 2023: Halbjahresbericht 2023
15.-16.11.2023: MKK
27.-29.11.2023: EK-Forum 2022

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
02.05.2022: RS / 58,82 / KAUFEN
24.06.2021: RS / 58,54 / KAUFEN
21.06.2019: RS / 48,30* / KAUFEN

* vor Aktiensplit

** 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

- Seit dem Geschäftsjahr 2019 agiert die CR Capital AG als Investmentgesellschaft mit Fokus auf wachstumsstarke und innovative Technologieunternehmen. Aktuell liegt der Fokus insbesondere auf den drei Beteiligungen Solartec GmbH, TERRABAU GmbH und CR Opportunities GmbH.
- Von der Ende 2021 gegründeten Solartec GmbH werden Anlagen zur klimaneutralen Energieerzeugung vermarktet. Gemäß Unternehmensbeschreibung konzipiert und stellt die Gesellschaft nachhaltige Systeme der Energieversorgung für Ein- und Mehrfamilienhäuser her. Dabei wird eine Kombination aus Photovoltaik-Anlagen und emissionsfreien Speichersystemen eingesetzt. Die Kunden der Gesellschaft sind derzeit vornehmlich institutionelle Investoren und Bestandhalter mit einer größeren Anzahl an Wohnimmobilien. Unserem Verständnis nach liegen derzeit hohe Synergien mit der Tochtergesellschaft TERRABAU GmbH vor, da vor allen bei den Terrabau-Projekten die Solartec-Technologie zum Einsatz kommt. Künftig sollen auch Photovoltaik-Großanlagen installiert werden, mit besonderem Fokus auf den Bereich der so genannten Agri-PV.
- Die Terrabau GmbH ist ein Generalunternehmen im Bereich des Wohnimmobilienbaus und steht dabei insbesondere für die Errichtung preiswerter Häuser, wobei die Gesellschaft zuletzt den Nachhaltigkeits-Aspekt stärker in den Mittelpunkt gerückt hat. Als Generalunternehmer konzentriert sich die Terrabau auf der Errichtung von innovativen und nachhaltigen Einfamilien-, Doppel- und Reihenhäusern sowie auf die energetische Optimierung von Bestandsgebäuden im B2B-Geschäft. Zu den Kunden der Gesellschaft gehören Publikumsfonds, Stiftungen, Versicherungen, Investoren, Projektentwickler und Makler.
- Die CR Opportunities GmbH ist die dritte wichtige Beteiligung der CR Capital AG. Als Private Equity-Gesellschaft hat die 50 %ige Beteiligung CR Opportunities die Finanzierung von innovativen Technologien und Projekten im Fokus, jeweils mit der Maßgabe, dass es sich dabei um unterbewertete und kapitalertragsstarke Unternehmen handelt.
- Das GuV-Bild der CR Capital AG setzt sich insbesondere aus Marktwertveränderungen und den Ausschüttungen der Beteiligungen zusammen und weist gleichzeitig eine sehr schlanke Kostenstruktur auf. Aufgrund hoher liquiditätswirksamer Beteiligungserträge (16,70 Mio. €) und signifikanter Marktwertveränderungen (61,03 Mio. €) der drei Hauptbeteiligungen legten die Gesamterträge in 2022 auf 79,41 Mio. € (VJ: 69,86 Mio. €) weiter zu. Das EBITDA erhöhte sich analog dazu auf 76,30 Mio. € (VJ: 66,49 Mio. €). Aufgrund der sehr guten Ertragslage legte das Eigenkapital zudem auf 314,23 Mio. € (31.12.21: 240,78 Mio. €) zu und die EK-Quote verblieb mit 97,6 % (31.12.21: 97,1 %) auf hohem Niveau.
- Aufgrund der Bilanzierung als Investment Entity nach IFRS 10 ziehen wir zur Bewertung der CR Capital AG einen NAV-Ansatz heran. Die finanziellen Vermögenswerte der CR Capital AG sind der mit Abstand wichtigste Aktivposten der Bilanz und belaufen sich zum 31.12.2022 auf 305,16 Mio. €. Dieser Wert dürfte derzeit maßgeblich den Wert der Beteiligungen Terrabau GmbH, CR Opportunities GmbH und Solartec wiedergeben. Abzüglich des fairen Wertes der Overheadkosten und zuzüglich der Nettoliquidität ergibt sich ein fairer NAV je Aktie in Höhe von 62,08 €. Ausgehend vom aktuellen CR-Aktienkurs in Höhe von 30,80 € liegt ein hohes Kurspotenzial vor und wir vergeben das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
ESG	4
Unternehmen	6
Aktionärsstruktur	6
Geschäftstätigkeit der CR Capital AG	6
Solartec GmbH.....	6
TERRABAU GmbH	6
CR Opportunities GmbH	7
Markt und Marktumfeld	8
Marktumfeld Vermögensaufbau	8
Marktumfeld Wohnimmobilien in Berlin und Leipzig.....	8
Marktumfeld Solar-Wasserstoffsystem der Solartec	9
Unternehmensentwicklung.....	10
Geschäftsentwicklung zum 31.12.2021	10
Bilanzierung nach IFRS 10 als Investmenthaus	10
Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2022	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
Bewertung	13
Anhang	14

ESG

Neben den zunehmenden regulatorischen Aspekten (Stichwort: EU-Taxonomie, Offenlegungsverordnung etc.) hat das Thema Nachhaltigkeit für börsennotierte Unternehmen eine weitere, nicht minder wichtige Dimension: Nachhaltigkeit und Transparenz spielen heute eine tragende Rolle für die Bewertung eines Unternehmens am Kapitalmarkt und sind ausschlaggebend für die Anlageentscheidungen institutioneller Investoren – sowohl bei Aktien als auch bei Bonds. Vor diesem Hintergrund haben wir die CR Capital AG einem Nachhaltigkeits-Check auf Basis unseres standardisierten und proprietären Nachhaltigkeitsfragebogens unterzogen, um ein unternehmensspezifisches ESG-Profil zu erstellen und konkrete nachhaltigkeitsorientierte Unternehmensaktivitäten zu durchleuchten.

ESG-Profil: Nachhaltigkeitsorientierte Aktivitäten des Unternehmens (auf Basis der Beantwortung des GBC-Nachhaltigkeitsfragebogens)

E - Beitrag zum Umwelt- und Klimaschutz (Umweltmanagement)

- ❖ Beteiligung an Unternehmen mit Fokus auf nachhaltige Technologien wie erneuerbare Energien oder Green Steel im Immobiliensektor (Green Buildings). Dadurch leistet die CR Capital AG einen positiven Beitrag zur Umwelt, Klima und Kreislaufwirtschaft (**nachhaltigkeitsorientierter Investmentansatz**)
- ❖ Aktive Beteiligung an Aufforstungsprojekten zur Kompensation nicht vermeidbarer CO₂-Emissionen
- ❖ Anwendung von Energieeffizienzsystemen sowie Strombezug aus Ökostrom
- ❖ Backoffice-Tätigkeiten werden papierlos durchgeführt (Stichwort: Müllvermeidung)
- ❖ Umstellung des Firmen-Fuhrparks auf E-Mobilität (Elektroautos + E-Bikes)
- ❖ Aktives Engagement bei Umweltorganisationen
- ❖ Konzepte und Technologien zur Energieeinsparung, Energieerzeugung sowie Energiespeicherung durch Unternehmensbeteiligungen/Beteiligungsunternehmen



S – Maßnahmen für ein nachhaltiges Arbeitsumfeld und Personalförderung

- ❖ Breites Angebot kostenfreier Trainings- und Schulungsmöglichkeiten wie IT-Fortbildungen, Fachvorträge oder duale Studienangebote für die Mitarbeiter
- ❖ Gleitzeit/ Flexible Arbeitszeitgestaltung
- ❖ Gesundheitsangebote wie beispielsweise Rückenschulungsprogramme oder Stressseminare
- ❖ Zusätzliche Sozialleistungen wie beispielsweise Treueprämien oder Vermögenswirksame Leistungen (VwL)



G – Unternehmensführung (Nachhaltige Corporate Governance)

- ❖ CR Capital AG bekennt sich uneingeschränkt zu den zehn Prinzipien des **UN Global Compact**
- ❖ Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten als integraler Bestandteil bei der strategischen Ausrichtung der Investitionsentscheidungen
- ❖ Umwelt- und Klimaschutz ist in der Unternehmensphilosophie verankert: Verringerung von CO₂-Emissionen und gezielter Umgang mit Ressourcen wie Wasser und Strom, wodurch die CR Capital AG gezielt und nachhaltig zur Verbesserung des Umwelt- und Klimaschutzes beiträgt.
- ❖ Kontinuierliche Investitionen in Technologien/Digitalisierung, Mitarbeiter, Verbesserung von Energieeffizienzsystemen
- ❖ Umsetzung einer nachhaltigen Corporate Governance



Die CR Capital AG fungiert als Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf nachhaltigkeitsorientierte- sowie wachstumsorientierte Unternehmen (Stichwort: Green Tech Investments). Der Investmentfokus liegt dabei konkret auf Unternehmen, die zur Steigerung von Energieeffizienzen beitragen und somit CO₂-Emissionen reduzieren oder ressourcenschonende Technologien entlang der Immobilienwertschöpfungskette entwickeln. Zu den

nachhaltigen Technologien zählen insbesondere erneuerbare Energien oder Green Steel. Durch die Beteiligung an Unternehmen aus nachhaltigen Branchen ermöglicht die CR Capital AG einen positiven Beitrag (IMPACT) zum Umwelt- und Klimaschutz. Insbesondere die Förderung von energieeffizienten Technologien im Immobiliensektor (Stichwort: Green Buildings) oder der Einsatz innovativer Technologien zur Stärkung der Ressourcenschonung im Sinne der Nachhaltigkeit, zählt zu den elementaren Handlungsfeldern der Unternehmensbeteiligungen der CR Capital AG.

SDG-Referenz: Unternehmensspezifischer Beitrag zu den 17 UN-Nachhaltigkeitszielen (Auszug)

Die CR Capital AG leistet einen wesentlichen Beitrag zu den Zielen: 3, 7, 8, 9, 11, 12, 13 und 15. Dadurch trägt die Gesellschaft zur Zielerfüllung zu 8 von 17 UN-Nachhaltigkeitszielen aktiv bei. Somit wird deutlich, dass die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten ein essenzieller Bestandteil des Geschäftsmodells respektive der Unternehmensstrategie darstellen und das Thema Nachhaltigkeit einen immanenten Stellenwert bei der Ausrichtung der Investitionsentscheidungen der CR Capital einnimmt.



GBC Nachhaltigkeitsfazit:

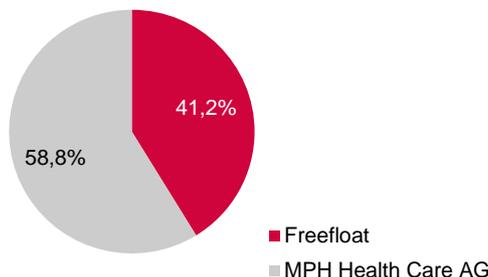
Zusammenfassend adressiert die CR Capital AG insgesamt **8 der 17** UNESCO Nachhaltigkeitszielen und leistet somit einen aktiven Beitrag zu deren Erreichung. Dadurch ist unseres Erachtens ein Investment in ein nachhaltig agierendes Unternehmen sichergestellt und eignet sich somit gut für ein nachhaltigkeitsorientiertes (ESG-konformes) Portfolio. Die CR Capital AG bietet potenziellen Investoren die Möglichkeit, in eine Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf nachhaltige und innovative Geschäftsmodelle entlang der gesamten Immobilienwertschöpfungskette zu investieren. In diesem Zusammenhang stellt ein verstärktes Umweltbewusstsein im Rahmen eines nachhaltigkeitsorientierten Investmentansatzes der CR Capital AG ein **gutes ESG/Impact-Investment** dar.

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

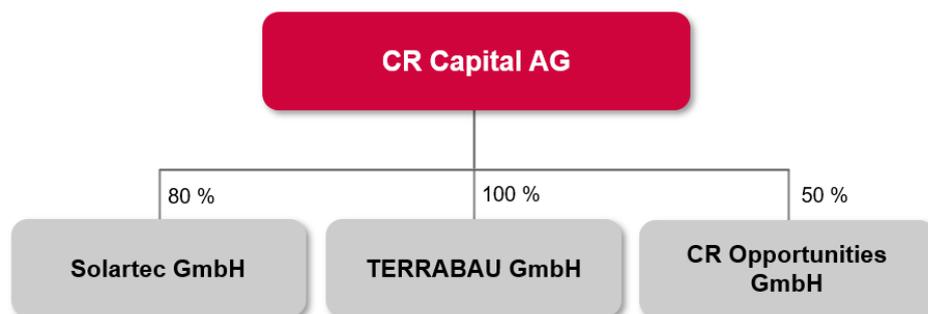
Aktionär	in %
MPH Health Care AG	58,8%
Streubesitz	41,2%

Quelle: MPH Health Care AG (Stand: 31.12.2022)
 GBC AG



Geschäftstätigkeit der CR Capital AG

Seit dem Geschäftsjahr 2019 agiert die CR Capital AG als Investmentgesellschaft mit Fokus auf wachstumsstarke und innovative Technologieunternehmen. Per 31.12.2022 hält die Gesellschaft zwar Anteile an insgesamt 14 Gesellschaften, im Fokus der Unternehmensstrategie stehen aber insbesondere drei Beteiligungen:



Quelle: CR Capital AG; GBC AG

Solartec GmbH

Von der Ende 2021 gegründeten Solartec GmbH werden Anlagen zur klimaneutralen Energieerzeugung vermarktet. Gemäß Unternehmensbeschreibung konzipiert und stellt die Gesellschaft nachhaltige Systeme der Energieversorgung für Ein- und Mehrfamilienhäuser her. Dabei wird eine Kombination aus Photovoltaik-Anlagen und emissionsfreien Speichersystemen eingesetzt. Die Kunden der Gesellschaft sind derzeit vornehmlich institutionelle Investoren und Bestandshalter mit einer größeren Anzahl an Wohnimmobilien.

Unserem Verständnis nach liegen derzeit hohe Synergien mit der Tochtergesellschaft TERRABAU GmbH vor, da bei allen Terrabau-Projekten die Solartec-Technologie zum Einsatz kommt. Daher ist der aktuelle regionale Fokus der Solartec deckungsgleich mit der Terrabau und liegt also auf den Speckgürteln Berlins und Leipzig.

Künftig sollen auch Photovoltaik-Großanlagen installiert werden, mit besonderem Fokus auf den Bereich der so genannten Agri-PV.

TERRABAU GmbH

Die Terrabau GmbH ist ein Generalunternehmer im Bereich des Wohnimmobilienbaus und steht dabei insbesondere für die Errichtung preiswerter Häuser, wobei die Gesellschaft zuletzt den Nachhaltigkeits-Aspekt stärker in den Mittelpunkt gerückt hat. Als Generalunternehmer konzentriert sich die Terrabau auf der Errichtung von innovativen und nachhaltigen Einfamilien-, Doppel- und Reihenhäusern sowie auf die energetische

Optimierung von Bestandsgebäuden im B2B-Gechäft. Zu den Kunden der Gesellschaft gehören Publikumsfonds, Stiftungen, Versicherungen, Investoren, Projektentwickler und Makler.

Der Nachhaltigkeits-Aspekt wird durch die Nutzung schadstofffreier Baustoffe, von nachhaltiger Energieversorgung sowie durch den Einsatz moderner Technologien abgedeckt. Die Komponenten produziert die Terrabau nicht selbst sondern bezieht diese von externen Herstellern. In der Projektentwicklung deckt die Terrabau GmbH alle Wertschöpfungsstufen ab, von der Planung über den Bau bis hin zur schlüsselfertigen Übergabe.

CR Opportunities GmbH

Die CR Opportunities GmbH ist die dritte wichtige Beteiligung der CR Capital AG. Als Private Equity-Gesellschaft hat die 50 %ige Beteiligung CR Opportunities die Finanzierung von innovativen Technologien und Projekten im Fokus, jeweils mit der Maßgabe, dass es sich dabei um unterbewertete und kapitalertragsstarke Unternehmen handelt.

Adressiert werden dabei sowohl Vermögensverwalter, Family Offices als auch Einzelkapitalanleger, die über einen einfachen Weg Private Equity-Investitionen eingehen wollen. Gemäß Angaben der CR Capital AG wird die Anlageklasse Private Equity damit zum ersten Mal einer breiten Zielgruppe zugänglich gemacht.

Als Investment-Vehikel dient eine endlos laufende Private Equity-Anleihe, die mit einer jährlichen Festverzinsung von 9,5 % ausgestattet ist und Investitionen gemäß dem dargestellten Fokus vornimmt. Der Gesamtnennbetrag liegt bei 8,00 Mio. €. Die Unternehmensanleihe ist zudem mit einer Wandlungsoption ausgestattet. Sofern die CR Opportunities GmbH in eine Aktiengesellschaft umgewandelt wird, sind die Anleger verpflichtet, dem Umtausch der Anleihe in eine Wandelschuldverschreibung zuzustimmen und sofern ein Börsengang stattfindet, kann ein Umtausch in Aktien erfolgen.

Weitere Instrumente mit unterschiedlichem Risiko-Rendite-Profil werden, gemäß Unternehmensangaben, derzeit vorbereitet. Typischerweise setzen sich die Erträge der CR Opportunities GmbH aus Management- und erfolgsabhängigen Fees zusammen.

MARKT UND MARKTUMFELD

Auf die drei wichtigsten Beteiligungen heruntergebrochen lassen sich für die CR Capital AG unterschiedliche Markeinflüsse ableiten. Mit ihrem Fokus auf Kapitalanlagen im Private Equity-Bereich ist die CR Opportunities im Bereich der Vermögensanlage tätig. Die Beteiligung Solartec profitiert beispielsweise von der aktuellen Förderung nach ihren Produkten und für die Beteiligung Terrabau dürfte insbesondere das Immobilienmarktumfeld, hier mit dem Fokus auf Berlin und Leipzig, eine wichtige Rolle spielen.

Marktumfeld Vermögensaufbau

Die CR Capital-Beteiligung CR Opportunities verschafft Privatinvestoren, über die Zeichnung einer Unternehmensanleihe bzw. weiteren in Vorbereitung befindlichen Produkten, die Möglichkeit, in Private Equity zu investieren. Dies mit einem niederschweligen Angebot, da sich die Mindestanlage in die aktuell vermarktete Anleihe der CR Opportunities auf 100 € beläuft. Private Equity bezeichnet in der Regel noch junge Unternehmen, die sich in der Aufbauphase befinden und in der Regel den Investoren keinen Zugang über geregelte Märkte bieten. Zugang zu diesen Unternehmen haben lediglich professionelle Anleger und Private-Equity-Gesellschaften, wohingegen private Anleger meist außen vor bleiben.

Gemäß Statistiken von PWC hatten die in 2021 in Europa erfassten 3.146 Privat Equity-Deals ein Volumen von rund 217 Mrd. € (VJ: 141 Mrd. €). Zwischen 2019 und 2021 liegt im Private Equity-Markt, trotz der noch vorherrschenden Auswirkungen der Corona-Pandemie, ein Volumenwachstum in Höhe von etwa 37 % vor. Schon alleine anhand dieser Zahlen wird ersichtlich, dass Privatinvestoren von einem Markt mit einem nennenswerten Volumen und hohem Wachstum weitestgehend ausgeschlossen sind.

Denn auf der Nachfrageseite liegt ein tendenzieller Anstieg des Geldvermögens vor. Zwar hatte sich das Nettogeldvermögen der Deutschen im Laufe des Jahres 2022, insbesondere aufgrund von Bewertungsverlusten, zum dritten Quartal 2022 auf 5.357 Mrd. € (Q3 2021: 5.437 Mio. €) rückläufig entwickelt, langfristig betrachtet liegt dieses aber auf hohem Niveau. Ende 2012, also vor rund 10 Jahren, belief sich das Nettogeld-Vermögen der privaten Haushalte bei 3.373 Mrd. € und damit noch deutlich unter dem aktuellen Niveau. Als ein wichtiger Faktor dieser Entwicklung gilt der konjunkturelle Aufschwung nach der Finanzkrise, verbunden mit einer hohen Beschäftigungsquote sowie einer steigenden Einkommensentwicklung.

In diesem Umfeld könnte die CR Opportunities von einer steigenden Nachfrage nach Anlagemöglichkeiten profitieren. Zumal die CR-Beteiligung in Zukunft noch weitere Anlageprodukte unter Berücksichtigung unterschiedlicher Risikopräferenzen auflegen könnte.

Marktumfeld Wohnimmobilien in Berlin und Leipzig

Als Generalunternehmer im Bereich energieeffizientes Bauen hängt die Entwicklung der Terrabau GmbH grundsätzlich vom Marktumfeld für Wohnungsbau ab.

Die Marktvorgaben für den Wohnungsneubau waren in den vergangenen Monaten deutlich eingetrübt. Dabei trafen die hohen Energie- und Materialkosten auf verteuerte Bauzinsen, was zu einer insgesamt rückläufigen Entwicklung beim Wohnungsneubau geführt hat. Darüber hinaus kam es aufgrund einer nur eingeschränkten Materialverfügbarkeit zu erheblichen Verzögerungen. Die Summe aus diesen Marktvorgaben lässt sich insbesondere gut anhand der Anzahl der Baugenehmigungen ablesen. Nach Daten des

Statistischen Bundesamtes wurden in 2022 insgesamt 354,4 Tausend Wohnungen (VJ: 380,7 Tausend Wohnungen) in neu zu errichtenden Wohngebäuden genehmigt, was gegenüber dem Vorjahreszeitraum einem Rückgang von 6,9 % gleichkommt. Gegenüber den von der Bundesregierung geplanten 400 Tausend neuen Wohnungen wird hier eine erhebliche Angebotslücke sichtbar.

Von einer Angebotslücke ist, trotz der aktuellen bestehenden Belastungen, auch in den von der Terrabau adressierten Regionen auszugehen. In Leipzig steht einem Anstieg der Einwohnerzahl in Höhe von 18,2 % (Zeitraum 2012 – 2022) lediglich ein Ausbau bei der Anzahl der Wohnungen in Höhe von 4,7 % gegenüber. Diese nicht nachfragegerechte Entwicklung hat einen deutlichen Rückgang des Leerstandes zur Folge. Ende 2021 belief sich der Leipziger Wohnungsleerstand auf 2,5 % und damit deutlich niedriger als Ende 2012, als dieser bei 8,3 % lag. Ein ähnliches Bild liegt für Berlin vor. Während im zehnjährigen Zeitraum (2012 – 2022) ein Einwohneranstieg von 14,1 % verzeichnet wurde, stieg die Anzahl der Wohnungen in einem ebenfalls zehnjährigen Zeitraum (2011 – 2021) lediglich um 6,8 % an.

Mit dem Fokus auf der Errichtung bezahlbaren Wohnraums als Generalunternehmer steht die Beteiligungsgesellschaft Terrabau GmbH dieser Entwicklung entgegen und beabsichtigt dabei über das Konzept der standardisierten Bauweise insbesondere die Nachfrage-lücke bei kostengünstigeren Objekten zu schließen.

Marktumfeld Solar-Wasserstoffsystem der Solartec

Kunden, die das Solar-Wasserstoffsystem von Solartec GmbH installieren, können einerseits von zinsgünstigen KfW-Darlehen sowie auf der anderen Seite von staatlichen Förderungen profitieren. Die effektiven Installationskosten lassen sich demnach erheblich mindern, so dass hier von einem insgesamt hohen Interesse ausgegangen werden kann. Zumal mit diesem System eine weitestgehende Unabhängigkeit von der öffentlichen Energie- und Wärmeversorgung erreicht werden kann, was angesichts der steigenden Kosten ein gutes Verkaufsargument darstellen sollte. Die Solarsysteme von Solartec sollten im ersten Schritt Bestandteil der Terrabau-Projekte werden.

Wichtige Nachfrageimpulse könnten insbesondere vor dem Hintergrund der zuletzt stark gestiegenen Preise für die Strom- und Wärmeerzeugung vorliegen. Gemäß Daten des Vergleichsportals Verivox lag zum 31.12.2022 der Strompreisindex bei einem Jahresverbrauch von 4.000 kWh (Arbeitspreis pro kWh zuzüglich Steuern und Abgaben sowie mtl. Grundpreis) bei 43,3 Cent/kWh und damit deutlich höher als zum Vorjahreszeitpunkt (Dezember 2021: 34,64 Cent/kWh). Im langfristigen Vergleich fällt der Anstieg noch stärker aus. Vor zehn Jahren, also im Dezember 2012 lag der Strompreisindex bei 25,56 Cent/kWh. Demgegenüber müssen die privaten Haushalte aktuell nahezu 70 % mehr für die Stromversorgung bezahlen. Gleiches gilt auch für die Gaspreise. Bezogen auf einen Musterhaushalt mit einem Jahresverbrauch von 20.000 kWh lag der Gaspreisindex per Ende Dezember 2022 bei 16,43 Cent/kWh und damit nahezu doppelt so hoch als noch vor einem Jahr. Ende Dezember 2021 lag dieser bei 8,52 Cent/kWh.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Geschäftsentwicklung zum 31.12.2021

In Mio. €	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Betriebserträge	107,43	64,53	69,86	79,41
EBITDA	91,23	61,39	66,49	76,30
Nachsteuerergebnis	92,47	51,27	65,39	75,31

Quelle: CR Capital AG; GBC AG;

Bilanzierung nach IFRS 10 als Investmenthaus

Die CR Capital AG wendet als Investmenthaus die Bilanzierung nach IFRS 10 an. Dabei ist das GuV-Bild der CR Capital AG einerseits von Marktwertveränderungen der gehaltenen Beteiligungen geprägt. Auf der anderen Seite umfassen die Betriebserträge auch Beteiligungserträge aus der Gewinnausschüttung der gehaltenen Beteiligungen.

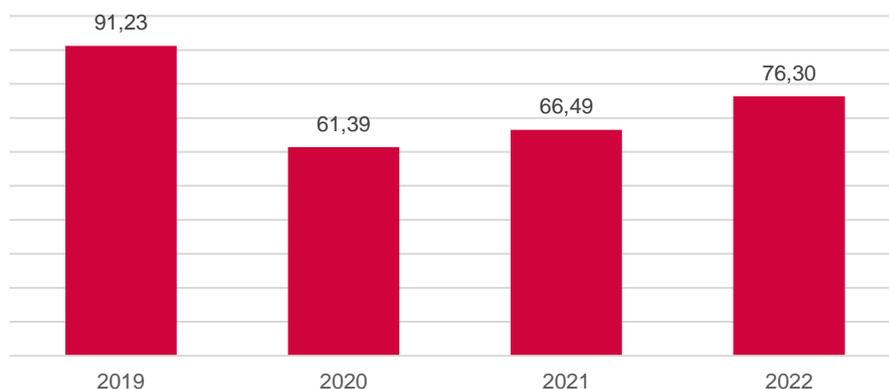
Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2022

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 weist die CR Capital AG einen Anstieg der Betriebserträge auf 79,41 Mio. € (VJ: 69,86 Mio. €) aus. Hierbei handelt es sich in erster Linie um Marktwertveränderungen in Höhe von 61,03 Mio. € (VJ: 64,99 Mio. €), die den Großteil der Betriebserträge beigesteuert haben. Eine konkrete Aufteilung der Marktwertveränderungen der einzelnen Beteiligungsgesellschaften liegt uns nicht vor, jedoch berichtet die CR Capital AG, dass sowohl die Terrabau als auch die Solartec und die CR Opportunities hierzu beigetragen haben. Alle drei Beteiligungen haben deutliche Umsatz- und Ergebniszuwächse verzeichnet.

Begleitet waren die Marktwertveränderungen von zahlungswirksamen Erträgen, die unserer Ansicht nach Gewinnabführungen der Beteiligungsgesellschaften darstellen, in Höhe von 16,70 Mio. € (VJ: 9,99 Mio. €). Auch hierfür liegt keine konkrete Zuordnung zu den Portfoliogesellschaften vor.

Wie für Beteiligungsgesellschaften üblich, weist die CR Capital AG eine im Verhältnis zu den Erträgen schlanke Kostenstruktur auf, die sich vornehmlich aus Personal- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen zusammensetzt. Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg lagen die operativen Kosten jeweils knapp oberhalb von 3,00 Mio. €. Im abgelaufenen Geschäftsjahr beliefen sich diese auf 3,10 Mio. € (VJ: 3,37 Mio. €) und damit geringfügig unterhalb des Vorjahreswertes.

EBITDA (in Mio. €)



Quelle: CR Capital AG; GBC AG

Daher weist die Gesellschaft mit 76,30 Mio. € (VJ: 66,49 Mio. €) ein EBITDA auf, welches sehr nah an den Betriebserträgen liegt. Da die CR Capital AG nur im geringen Umfang auf externe Finanzmittel zugreift (finanzielle Verbindlichkeiten: 4,27 Mio. €) spielt der Finanzaufwand in Höhe von 0,13 Mio. € (VJ: 0,18 Mio. €) eine untergeordnete Rolle. Zudem liegt mit 0,83 Mio. € (VJ: 1,03 Mio. €) ein nur niedriger Steueraufwand vor, was darauf zurückzuführen ist, dass der überwiegende Teil der Erträge aus nicht realisierten Marktwertveränderungen besteht. Damit verbleibt auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses mit 75,31 Mio. € (VJ: 65,39 Mio. €) ein hoher Wert.

Bilanzielle und finanzielle Situation

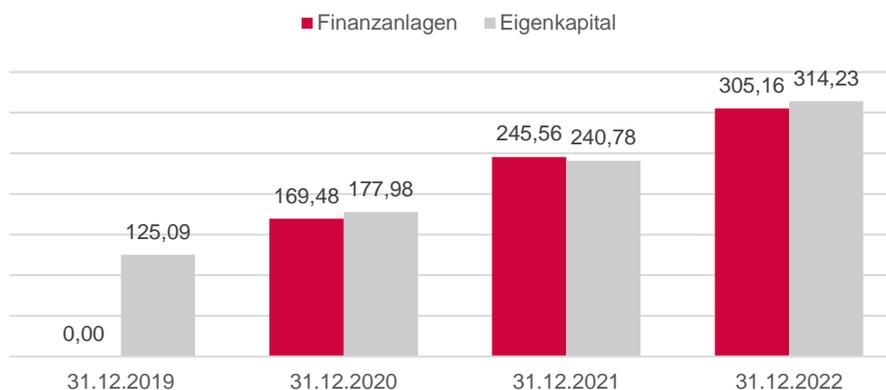
In Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Eigenkapital	125,09	177,98	240,78	314,23
EK-Quote	91,4%	94,4%	97,1%	97,6%
Beteiligungen nach IFRS 10	100,53	169,48	245,56	305,16
Liquide Mittel	1,07	0,84	1,49	16,03
Cashflow (operativ)	-2,76	-0,25	14,43	16,49
Cashflow (Investition)	-0,37	0,37	-11,30	-0,22
Cashflow (Finanzierung)	0,59	0,00	-2,48	-1,73

Quelle: CR Capital AG; GBC AG

Auch beim Bilanzbild herrschen für Beteiligungsgesellschaften typische Relationen vor. Dabei ist die Aktivseite von den Finanzanlagen dominiert, in denen der Marktwert der Beteiligungsgesellschaften erfasst ist. Bei einem Anstieg des Marktwertes in Höhe von 61,03 Mio. € (VJ: 64,99 Mio. €) legten diese zum 31.12.22 auf 305,16 Mio. € (31.12.21: 245,56 Mio. €) sichtbar zu. Da keine extern Marktdaten für die drei Beteiligungen vorliegen, dürfte der Marktwert im Rahmen von Multiplikator- oder DCF-Verfahren ermittelt worden sein. Der deutliche Anstieg reflektiert hier die über den Erwartungen liegende operative Entwicklung der drei Beteiligungsgesellschaften.

Zum 31.12.22 ist die Aktivseite zudem von einem starken Anstieg der liquiden Mittel auf 16,03 Mio. € (31.12.21: 1,49 Mio. €) geprägt. Dies liegt insbesondere an den Gewinnausschüttungen der Beteiligungen, wodurch der operative Cashflow mit 16,49 Mio. € (VJ: 14,43 Mio. €) einen hohen Liquiditätszufluss darstellt. Da keine nennenswerten Investitionen erfolgt sind und zudem die Dividendenausschüttung in Höhe von 2,50 € je Aktie liquiditätsschonend vornehmlich in Form von Aktiendividenden erfolgt ist, findet sich der hohe operative Cashflow im deutlichen Anstieg der liquiden Mittel wieder.

Eigenkapital und Finanzanlagen (in Mio. €)



Quelle: CR Capital AG; GBC AG

Infolge des hohen Nachsteuerergebnisses legte das Eigenkapital in nahezu gleicher Höhe auf 314,23 Mio. € (31.12.21: 240,78 Mio. €) zu und die EK-Quote verblieb mit 97,6 % (31.12.21: 97,1 %) auf dem gewohnt hohen Niveau. Dies ist unter anderem auch dem sehr niedrigen Niveau des Fremdkapitals zu verdanken, welches Finanzverbindlichkeiten in Höhe von lediglich 4,27 Mio. € (VJ: 4,65 Mio. €) aufweist.

BEWERTUNG

Aufgrund der Bilanzierung als Investment Entity nach IFRS 10 ziehen wir zur Bewertung der CR Capital AG einen NAV-Ansatz heran. Im Net Asset Value oder Substanzwert wird das wirtschaftliche Eigenkapital dargestellt, als Resultat aus den Marktwerten der Vermögenswerte abzüglich des Fremdkapitals. Bei der CR Capital AG findet dabei bereits im Rahmen der IFRS 10-Bilanzierung eine Marktwert- bzw. faire Wertermittlung der Vermögenswerte statt, womit der Bilanzausweis des Eigenkapitals als Net Asset Value herangezogen werden kann.

Die finanziellen Vermögenswerte der CR Capital AG sind der mit Abstand wichtigste Aktivposten der Bilanz und belaufen sich zum 31.12.2022 auf 305,16 Mio. €. Dieser Wert dürfte derzeit maßgeblich den Wert drei Beteiligungen Terrabau GmbH, CR Opportunitites GmbH und Solartec wiedergeben.

Herleitung des fairen Wertes je Aktie der CR Capital AG

	Fairer Wert gemäß GBC-Berechnung
Terrabau GmbH / CR Opportunities GmbH/Solartec	305,16 Mio. €
Overhead-Kosten (abdiskontiert)	-35,93 Mio. €
Nettoliquidität	11,77 Mio. €
Gesamt-NAV	280,99 Mio. €
Aktienzahl	4,53 Mio.
NAV je Aktie	62,08 €

Quelle: GBC AG

Der somit von uns ermittelte faire NAV je Aktie beläuft sich auf 62,08 €. Dieser Wert setzt sich maßgeblich aus dem gutachterlich ermittelten fairen Wert der Finanzanlagen in Höhe von 305,16 Mio. € zusammen. Abzüglich der von uns abdiskontierten Overhead-Kosten in Höhe von 35,93 Mio. € und zuzüglich der Nettoliquidität in Höhe von 11,77 Mio. € ergibt sich ein Gesamt-NAV in Höhe von 280,99 Mio. € bzw. 62,08 € je Aktie.

Ausgehend vom aktuellen CR-Aktienkurs in Höhe von 30,80 € liegt ein hohes Kurspotenzial vor und wir vergeben das Rating KAUFEN.

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:

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 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, Kristina Heinzlbecker, Email: heinzlbecker@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), Stellv. Chefanalyst

Marcel Schaffer, B.A., 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