



## Researchstudie (Anno)



**„Strategische Neuausrichtung soll in den kommenden Jahren Früchte tragen“**

**Kursziel: 0,70 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

## CR Capital Real Estate AG <sup>\*5</sup>

### Kaufen

**Kursziel: 0,70**

aktueller Kurs: 0,40

8.12.2011 / FFM

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0WMQ53

WKN: A0WMQ5

Börsenkürzel: CRZ

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 15,000

Marketcap<sup>3</sup>: 6,00

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 11,40

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 100,0 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

CBS

### Analysten:

Cosmin Filker

[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

Felix Gode

[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Wohnimmobilien

Mitarbeiter: 4 Stand: 30.6.2011

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Laura Elaine Reimer, Axel Eggers



Kerngeschäft der CR Capital Real Estate AG ist die Entwicklung von Wohn- und Gewerbeimmobilien im Großraum Berlin/Potsdam. Ende 2010 lag die vermietbare Immobilienfläche bei rund 15.000 m<sup>2</sup>. Das Immobilienportfolio soll in den kommenden Monaten und Jahren deutlich größer werden. Wesentliche Anforderungen an die Bestandsimmobilien sind ein guter Mikrostandort und eine gute Bausubstanz. Der Wohnimmobilienanteil im Gesamtportfolio lag im Dezember 2010 bei rund 18 Prozent. Es ist vorgesehen, die Wohnquote in den kommenden Jahren deutlich zu erhöhen. In diesem Zusammenhang wird sich die Gesellschaft in den Bereichen Projektentwicklung für Wohnungsneubau und Revitalisierung/ Kernsanierung von Altbauten engagieren. Voll vermietete Gewerbeimmobilien werden ein Standbein bleiben, da aus diesen Objekten aufgrund der guten Mikrolage und der Mieterstruktur stabile Cashflows generiert werden können.

### Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	1.HJ 2011
Gesamtleistung	3,60	7,76	3,80	0,97
EBITDA	3,20	0,92	-0,94	0,44
EBIT	3,19	0,87	-1,98	0,43
Jahresüberschuss	3,30	0,61	-2,39	0,01

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,22	0,04	-0,16	0,00
Dividende je Aktie	0,10	0,06	-	-

Kennzahlen			
EV/Gesamtleistung	3,17	1,47	3,00
EV/EBITDA	3,56	12,39	neg.
EV/EBIT	3,57	13,10	neg.
KGV	1,82	10,00	neg.
KBV		0,43	

### Finanztermine:

Datum: Ereignis

### \*\*letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

14.2.2011: RS / 1,68 / KAUFEN

7.12.2010: RG / 1,68 / KAUFEN

19.11.2010: RS / 1,68 / KAUFEN

13.10.2010: RG / 1,68 / KAUFEN

23.8.2010: RS / 1,68 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

Konsolidierungskreis der CR Capital Real Estate AG.....	1
Aktionärsstruktur.....	1

## Markt und Marktumfeld

Wirtschaftsentwicklung Berlin.....	2
Immobilienmarkt Berlin.....	2

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	3
Geschäftsentwicklung 2010.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Kosten-/Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle Situation 2010.....	6
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2011.....	7
Immobilienportfolio zum 30.06.2011.....	8

## Bewertung/ Fazit

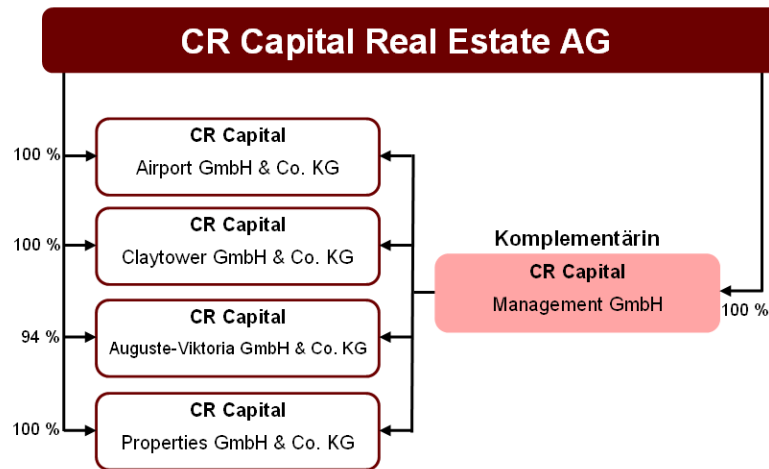
Strategie.....	9
Bewertung.....	10
Fazit .....	11

## Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	II
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	IV

## Unternehmen

### Konsolidierungskreis der CR Capital Real Estate AG



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Die Unternehmensstruktur der CR Capital Real Estate zeigt eine Konzernobergesellschaft, die jeweils zu 100 % an den operativen Objektgesellschaften CR Capital Airport GmbH & Co. KG (Gewerbeimmobilien in der Nähe des Flughafens Berlin Schönefeld) der CR Capital Claytower GmbH & Co. KG (Wohn- und Gewerbeimmobilie in Berlin-Zehlendorf) sowie der CR Capital Properties GmbH & Co. KG (Wohnungs-neubauvorhaben in der Czarnikauer Str. 9/10) beteiligt ist. Zugleich ist in der 94 %igen Tochtergesellschaft CR Capital Auguste-Viktoria GmbH & Co. KG eine Gewerbeimmobilie in Berlin-Grunewald (Auguste-Viktoria-Str. 18) gebündelt. Als Komplementärin aller Tochtergesellschaften fungiert die CR Capital Management GmbH.

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner (in %)	zum 31.12.2008	zum 01.12.2011
WINDSOR AG, Berlin	52,97 %	-
MAGNUM AG, Berlin	46,3 %	-
sonstiger Streubesitz	0,7 %	100,0 %
<b>Summe</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Quelle: CR Capital Real Estate AG

## Markt und Marktumfeld

### Wirtschaftsentwicklung Berlin - Dynamische Entwicklung hält an

Die Berliner Wirtschaft befindet sich insbesondere aufgrund einer guten Entwicklung in den Branchen Industrie und Bau sowie Handel und Gastgewerbe auf einem stabilen Kurs. Gemäß dem von der Senatsverwaltung für Wirtschaft, Technologie und Frauen veröffentlichten Konjunkturbericht zum zweiten Quartal 2011 profitiert Berlin aufgrund der positiven Wirtschaftsentwicklung von einem Beschäftigungszuwachs.

Demnach lag die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten im Juni 2011 um rund 29.000 bzw. +2,6 % oberhalb des Vorjahreswertes. Zu dieser Entwicklung hatten in erster Linie die produzierenden Bereiche (Industrie und Bau) beigetragen. Darüber hinaus haben aber auch die traditionell starken Dienstleistungsbereiche zu einem Beschäftigungsanstieg beigetragen.

Diese Entwicklung, jedoch auch die allgemeine Bevölkerungsentwicklung Berlins, welche unverändert von einem Bevölkerungswachstum geprägt ist, liefern eine gute Grundlage einer soliden Entwicklung der Immobilienmärkte. Darüber hinaus erachten wir die Zunahme der Privathaushalte als entscheidenden Faktor von Nachfrage nach Wohnraum. Zwischen den Jahren 1998 und 2009 ist dabei die Zahl der Privathaushalte um etwa +7,6 % (Quelle: Statistisches Landesamt Berlin) angestiegen.

### Immobilienmarkt Berlin - Leerstandsabbau und steigende Preise erwartet

Hinter diesen guten Vorgaben steht ein Berliner Immobilienmarkt, welcher branchenübergreifend von einer anhaltend niedrigen Neubautätigkeit geprägt ist. Gemäß „Residential City Profile Berlin“ von Jones Lang LaSalle wurden im Jahr 2010 in Berlin rund 4.300 neue Wohnungen fertiggestellt. Verglichen mit der Vorjahresperiode wurden dabei lediglich 500 Wohnungen mehr errichtet und damit liegen die Neubauaktivitäten in Berlin auf einem sehr niedrigen Niveau.

Die sowohl demografisch als auch konjunkturell bedingte gesteigerte Nachfrage nach Wohnraum in Berlin, der jedoch der Immobilienmarkt mit einem verhältnismäßig starren Angebot begegnet, bewirkt in erster Linie sowohl einen Rückgang der Leerstände als auch einen Anstieg der Mietpreise. Mit einer im ersten Halbjahr 2011 ermittelten Medianmiete von 6,55 €/qm (1.HJ 09: 5,90 €/qm) liegen dabei die Berliner Angebotsmieten auf einem Allzeithoch. Damit zusammenhängend hat sich auch das Kaufpreiswachstum für Eigentumswohnungen beschleunigt und dementsprechend stiegen sowohl die Durchschnitts- als auch die Mediankaufpreise im Vergleich zu den Vorjahreswerten um nahezu +10,0 % an. Im Median erhöhten sich die Kaufpreise im Vorjahresvergleich um etwa 165 €/qm auf 1.840 €/qm.

Im Gewerbebereich, welchen wir anhand der Büroimmobilienentwicklung darstellen, lässt sich ebenfalls ein Rückgang der Flächen im Bau feststellen. In den ersten drei Quartalen befand sich eine Größenordnung von rund 217.000 qm im Bau und damit rund -8,0 % unterhalb des Vorjahresniveaus. (Quelle: Q3 2011 City News Berlin; BNP Paribas Real Estate). Diesem steht jedoch eine unverändert hohe Nachfrage gegenüber und damit registrierte Berlin einen Abbau der Leerstände um rund 8,0 %.

Flankierend hierzu verzeichnete die Spitzenmiete in den vergangenen zwölf Monaten deutliche Zuwächse und steigerte sich auf bis zu 22 €/qm. Diese Entwicklung sollte sich vor allem vor dem Hintergrund eines erwarteten anhaltenden Nachfragebooms und eines erwarteten Leerstandabbaus fortsetzen (Quelle: Q3 2011 City News Berlin; BNP Paribas Real Estate).

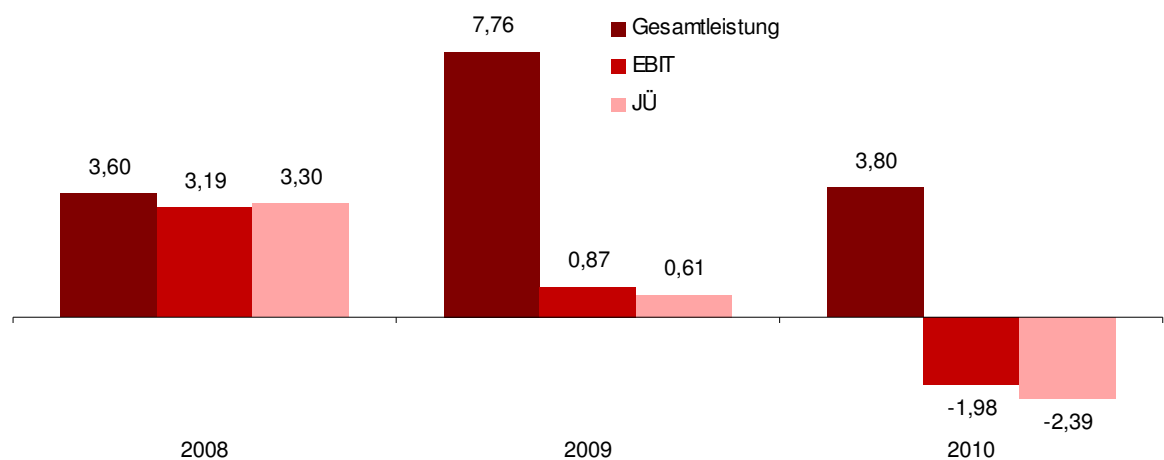
Insgesamt ist der Berliner Immobilienmarkt von positiven Tendenzen geprägt und wird gemäß Erkenntnissen unterschiedlicher Studien sowohl von einer dynamischen Preisentwicklung (Mietpreise und Kaufpreise) als auch von weiteren Leerstandsrückgängen geprägt sein.

## Zahlen im Überblick

in Mio. €	2008	2009	2010	1. HJ 2011
Mieterlöse	0,004	0,486	1,019	0,972
Sonstige betriebliche Erträge	3,595	1,344	0,039	0,061
Verkaufserlöse	-	5,180	2,250	-
Bestandsveränderung	-	0,748	0,492	2,796
<b>Gesamtleistung</b>	<b>3,599</b>	<b>7,759</b>	<b>3,800</b>	<b>3,829</b>
Bewertungsergebnis	-	-	-0,663	-
Materialaufwand	-0,004	-6,017	-3,112	-2,976
<b>Rohertrag</b>	<b>3,595</b>	<b>1,742</b>	<b>0,025</b>	<b>0,853</b>
Personalaufwand	-0,045	-0,169	-0,220	-0,138
Abschreibungen	-0,012	-0,049	-1,039	-0,008
Sonst. betrieblicher Aufwand	-0,350	-0,651	-0,744	-0,272
<b>EBIT</b>	<b>3,188</b>	<b>0,872</b>	<b>-1,978</b>	<b>0,434</b>
Zinserträge	0,113	0,108	0,058	-
Zinsaufwendungen	-0,004	-0,073	-0,361	-0,379
<b>EBT</b>	<b>3,297</b>	<b>0,907</b>	<b>-2,281</b>	<b>0,055</b>
Steuern	0,006	-0,293	-0,110	-0,045
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,303</b>	<b>0,614</b>	<b>-2,392</b>	<b>0,010</b>
EBITDA	3,200	0,921	-0,939	0,443
EBIT	3,188	0,872	-1,978	0,434
Anzahl Aktien in Mio.	15,000	15,000	15,000	15,000
Ergebnis je Aktie	0,22	0,04	-0,16	0,00
Dividende je Aktie	0,10	0,06	-	-

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

### Zahlen im Überblick 2008-2010 (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Geschäftsentwicklung 2010 - Negativer als erwartet ausgefallen

in Mio. €	GJ 2009	Δ2009/2010	GJ 2010
Mieterlöse und Verkaufserlöse	5,67	-42,3 %	3,27
Gesamtleistung	7,76	-59,6 %	3,14
EBITDA	0,92	-202,0 %	-0,94
EBIT	0,87	-327,0 %	-1,98
Konzernergebnis	0,61	-489,3 %	-2,39
EPS	0,04	-0,20 €	-0,16

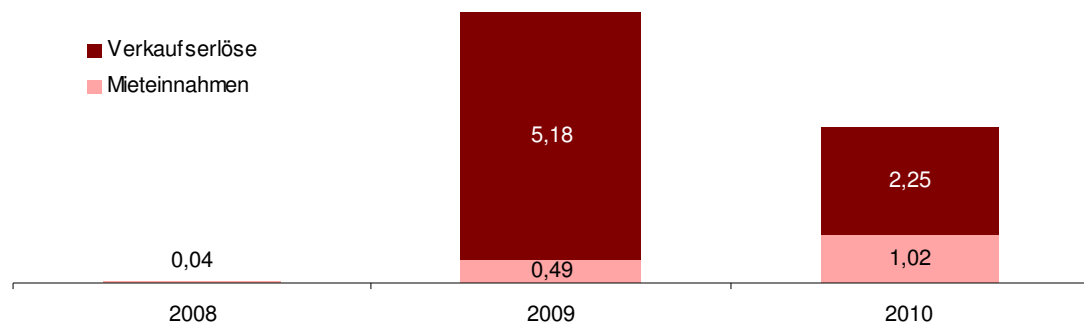
Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung - Fehlende Verkaufserlöse und Bewertungsverluste

Insgesamt durchlebte die CR Capital Real Estate AG ein schwieriges Geschäftsjahr 2010. Belegt wird dies in erster Linie von einem deutlichen Rückgang der Gesamtumsätze, welche sich gegenüber der Vorjahresperiode um -42,3 % auf 3,27 Mio. € (VJ: 5,67 Mio. €) deutlich minderten. Zwei wesentliche Umsatzpositionen sind für diese Entwicklung verantwortlich.

So konnten einerseits die Mieterlöse, insbesondere vor dem Hintergrund der im Vergleich zum Vorjahr ausgeteilterten Vermietflächen, angehoben werden. Analog zum Flächenanstieg auf rund 15.000 qm (VJ: 7.750 qm) erhöhten sich die entsprechenden Mietumsätze auf 1,02 Mio. € (VJ: 0,49 Mio. €). Dieser positiven Entwicklung steht jedoch andererseits die Erzielung deutlich geringerer Verkaufsumsätze entgegen. Demnach wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 zwei Wohneinheiten (583 qm) des in der Lassenstraße 32 befindlichen Objektes veräußert und aus dieser Transaktion Umsätze in Höhe von 2,25 Mio. € generiert. Dies entspricht einem Verkaufspreis von rund 3.900 €/qm. Im Vergleich dazu wurden im Geschäftsjahr 2009 zwei Stadtvillen an ausländische Institutionen zu einem Verkaufspreis von 5,18 Mio. € veräußert.

### Entwicklung der Umsatzpositionen (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

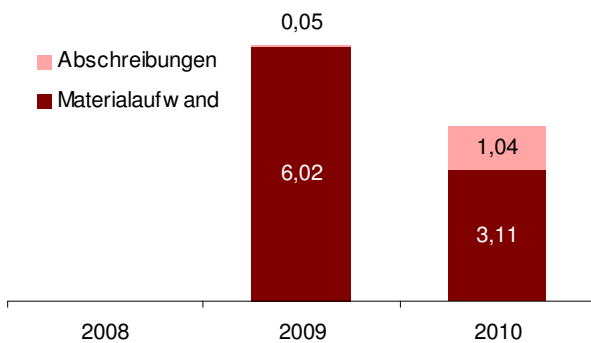
Die Entwicklung der Gesamtleistung, welche gemäß eigener Berechnungsgrundlage die sonstigen betrieblichen Erträge, die Bestandsveränderungen sowie das Bewertungsergebnis berücksichtigt, war von einem überproportionalen Rückgang in Höhe von -59,6 % auf 3,14 Mio. € (VJ: 7,76 Mio. €) geprägt. In erster Linie hierfür verantwortlich zeichnet sich das negative Bewertungsergebnis von -0,66 Mio. €. Die Notwendigkeit zu einer Abwertung ist dabei durch die Veräußerung der zwei Wohneinheiten, welche unterhalb ihrer bilanziellen Buchwerte getätigt wurden, entstanden. Dies hat eine Anpassung der im CR-Bestand befindlichen Restflächen des Villenobjektes Lassenstraße 32 nach sich gezogen. Im Vergleich hierzu wurde im Vorjahr eine Zuschreibung auf Renditeigenschaften in Höhe von 1,34 Mio. € vorgenommen.

### Kosten-/Ergebnisentwicklung - EBIT erstmalig negativ

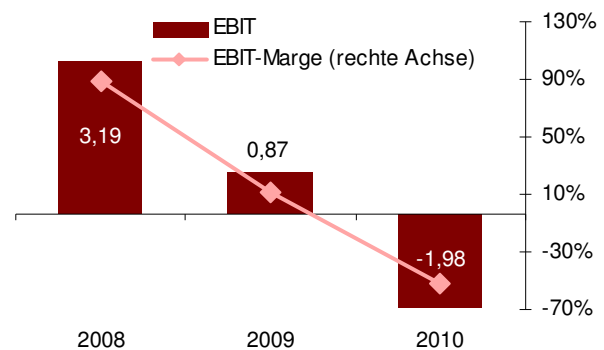
Der Materialaufwand war in den abgelaufenen zwei Geschäftsjahren die dominierende Kostenposition der CR Capital Real Estate AG. Neben den Bewirtschaftungskosten der bestehenden Immobilienobjekte finden sich in diesem Kostenblock zudem die Buchwertabgänge der Renditeliegenschaften (langfristiges Anlagevermögen) als auch der Ankauf von Baugrundstücken und die Bauleistungen. Im Geschäftsjahr 2009 waren dabei die Materialaufwendungen in Höhe von 5,19 Mio. € vom Buchwertabgang der veräußerten Immobilien geprägt. Im Wesentlichen war der Materialaufwand im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 in Höhe von 2,99 Mio. € vom Neubau von Wohneinheiten inklusive Grund und Boden determiniert. Da in 2010 keine Objekte aus dem langfristigen Anlagevermögen veräußert wurden, sondern lediglich zwei Wohneinheiten, die bereits im Vorfeld als zur Veräußerung bestimmt waren (kurzfristiges Anlagevermögen löst Bestandsveränderungen aus), reduzierten sich somit die gesamten Materialaufwendungen auf 3,11 Mio. € (GJ 09: 6,02 Mio. €).

Ergänzend hierzu muss der deutliche Anstieg der Abschreibungen auf 1,04 Mio. € (GJ 09: 0,05 Mio. €) erwähnt werden. Diese signifikante Erhöhung resultiert hauptsächlich aus einer Minderung der Buchwerte von zur Veräußerung bestimmten Immobilien, welche gemäß Niederstwertprinzip zu einem niedrigeren Veräußerungswert bilanziell berücksichtigt wurden. Somit reduzierte sich das EBIT auf -1,98 Mio. € (GJ 09: 0,87 Mio. €).

**Wesentliche Kostenpositionen (in Mio. €)**



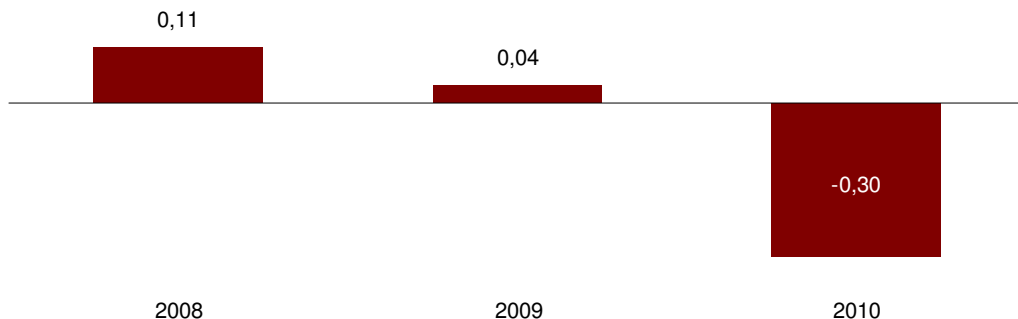
**EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)**



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

In Folge des signifikanten Ausbaus des Immobilienvermögens, welcher zum Teil auch über Bankdarlehen finanziert wurde, wurden speziell im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 die Bankverbindlichkeiten ausgeweitet. Hiermit zusammenhängend erhöhten sich auch die Zinsbelastungen der CR Capital Real Estate AG und damit reduzierte sich das Finanzergebnis in 2010 auf -0,30 Mio. € (GJ 09: 0,04 Mio. €).

**Finanzergebnis (in Mio. €)**



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Unterm Strich reduzierte sich somit das Periodenergebnis auf -2,39 Mio. € (GJ 09: 0,61 Mio. €). Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie (EPS) von -0,16 € (GJ 09: 0,04 €).



## Bilanzielle Situation 2010 - Investitionen haben Spuren hinterlassen

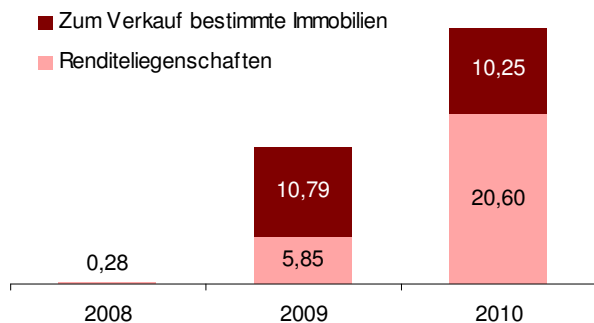
in Mio. €	31.12.2009	31.12.2010
Eigenkapital	17,32	13,99
EK-Quote	81,9 %	41,5 %
Bankverbindlichkeiten	2,95	17,41
Immobilienvermögen	16,64	30,85
LTV	17,7 %	56,4 %

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Die bilanzielle Entwicklung der CR Capital Real Estate AG stand im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 im Zeichen der Ausweitung des Immobilienvermögens. Insgesamt wurde der Großteil der Neuinvestitionen über die Aufnahme von Bankdarlehen gestemmt, so dass im Vergleich zur Vorjahresbilanz auch ein deutlicher Anstieg des Fremdkapitals ersichtlich wird. In Summe erhöhten sich die Bankverbindlichkeiten signifikant von 2,95 Mio. € (31.12.09) auf 17,41 Mio. € (31.12.10). Aktivseitig wird dieser Anstieg von einer Erhöhung des Immobilienvermögens auf 30,85 Mio. € (31.12.09: 16,64 Mio. €) flankiert.

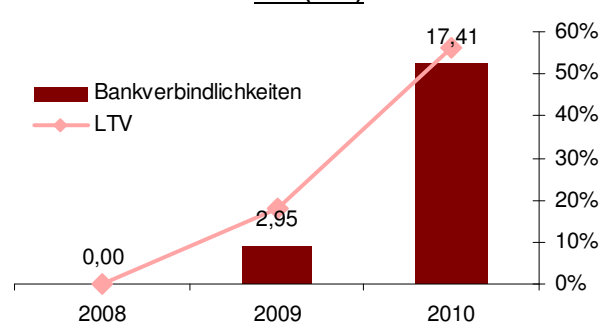
Dieser Anstieg, welcher sich hauptsächlich in den Renditeliegenschaften (langfristiges Anlagevermögen) wiederfindet, wird durch den Zugang zweier Immobilienobjekte mit einer gesamten vermietbaren Fläche von 7.414 qm dargestellt. Dabei handelt es sich um eine Gewerbeimmobilie in der Auguste-Viktoria-Str. 118 (3.665 qm) sowie um eine Wohn- und Gewerbeimmobilie in der Clayallee 336 (3.749 qm). Somit erhöhten sich die Renditeliegenschaften von 5,85 Mio. € (31.12.09) auf 20,60 Mio. € (31.12.10). In Verbindung mit dem Anstieg der Bankverbindlichkeiten ergibt sich ein LTV (Loan-to-Value) von 56,4 % (31.12.09: 17,7 %).

### Immobilienentwicklung (in Mio. €)



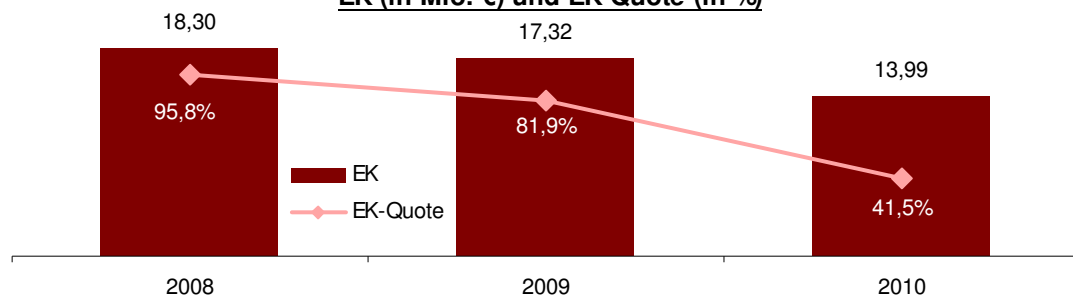
Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

### Bankverbindlichkeiten (in Mio. €) und LTV (in %)



Infolge des negativen Jahresüberschusses sowie von Dividendenauszahlungen hat sich das Eigenkapital auf 13,99 Mio. € (31.12.09: 17,32 Mio. €) reduziert. In Verbindung mit einer erhöhten Bilanzsumme minderte sich die EK-Quote ebenfalls auf 41,5 % (31.12.09: 81,9 %).

### EK (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

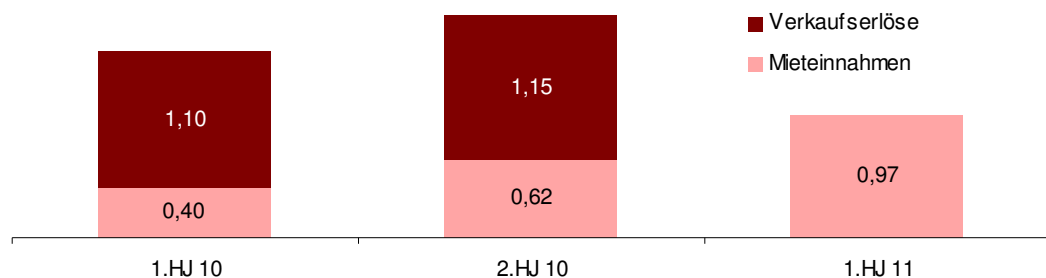
## Geschäftsentwicklung 1.HJ 2011 - Sonderaufwendungen prägen das erste Halbjahr

in Mio. €	1.HJ 2010	Δ2010/2011	1. HJ 2011
Mieterlöse und Verkaufserlöse	1,50	-35,0 %	0,97
Gesamtleistung	1,47	+160,9 %	3,83
EBITDA	-0,15	k.A.	0,44
EBIT	-0,16	k.A.	0,43
Konzernergebnis	-0,15	k.A.	0,01
EPS	-0,01	+0,01 €	0,00

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Im ersten Halbjahr 2011 reduzierten sich die Umsatzerlöse der CR Capital Real Estate AG um -35,0 % auf 0,97 Mio. € (1.HJ 10: 1,50 Mio. €). Zwar konnten auf Grundlage ausgeweiteter Mietflächen die Mieterlöse auf 0,97 Mio. € (1.HJ 10: 0,62 Mio. €) gesteigert werden, jedoch führten fehlende Verkaufsumsätze (1.HJ 10: 1,15 Mio. €) zum oben dargestellten Rückgang der Gesamtumsätze. Insgesamt verfügte die Gesellschaft zum Stichtag 30.06.2011 über einen Flächenbestand von 14.853 qm (30.06.10: ca. 7.500 qm).

### Entwicklung der Umsatzpositionen (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG




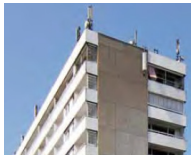




Im Wesentlichen war die Geschäftsentwicklung der Gesellschaft im ersten Halbjahr 2011 von hohen Instandhaltungs- und Sanierungsmaßnahmen für das Objekt in der Clayallee geprägt. Zugleich traten gemäß Angaben des Unternehmens bei dem Neubauvorhaben in der Czarnikauer Straße 9/10 massive Projektsteuerungsprobleme ergebnisbelastend auf. Diese werden dabei in erster in einem deutlichen Anstieg der Materialaufwendungen auf 2,98 Mio. € (1.HJ 10: 1,21 Mio. €) sichtbar. Da der Großteil des Materialaufwandes den Fortschritt der Vorratsimmobilien (Immobilien, welche zur Veräußerung klassifiziert wurden) darstellt, bewirkten diese Investitionen einen Anstieg der bilanziellen Immobilienwerte sowie parallel hierzu einen ergebniswirksame positive Veränderung der Bestände. Somit weist die Gesellschaft gegenüber der Vorjahresperiode einen deutlichen Anstieg des GuV-Postens „Bestandsveränderungen“ auf 2,80 Mio. € (1.HJ 10: -0,03 Mio. €) auf.

Infolge dessen konnte sich das operative Ergebnis (EBIT), entgegen der Mehrbelastungen aus dem Anstieg der Materialaufwandes, positiv entwickeln. Dieses erhöhte sich von -0,16 Mio. € (1.HJ 10) auf 0,43 Mio. €.

Die Zinsaufwendungen kletterten als Folge des ausgeweiteten Fremdmittelbestandes deutlich von 0,08 Mio. € (1.HJ 10) auf 0,38 Mio. €. Im Bilanzvergleich zum jeweiligen 30.06 lässt sich diese Entwicklung gut anhand der gesteigerten Bankverbindlichkeiten auf 18,07 Mio. € (30.06.2010: 3,31 Mio. €) erkennen.

Abzüglich der Steueraufwendungen von 0,05 Mio. € konnte CR Capital Real Estate AG das erste Halbjahr 2011 mit einem positiven Periodenüberschuss von 0,01 Mio. € (1.HJ 10: -0,15 Mio. €) beenden.

**Immobilienportfolio zum 30.06.2011**

Immobilienart	Nutzungsart		Standort	Vermietbare Fläche in qm
Stadtvilla	Wohnen/Büro		Hubertusallee 73	1.087
Stadtvilla	Wohnen/Büro		Lassenstraße 32	681
Gewerbeimmobilie	Büro		Auguste-Viktoria-Str. 118	3.665
Wohn & Gewerbe	Wohnen/Gewerbe		Clayallee 336	3.749
Gewerbeimmobilie	Retail/Büro		Lilienthalstraße 3a-d	3.921
Gewerbeimmobilie	Pharma/Büro		Lilienthalstraße 5b	740
Gewerbeimmobilie	Pharma/Büro		Lilienthalstraße 5c	740
<b>Bauträgergeschäft</b>				
Mehrfamilienhaus	Wohnen		Czarnikauer Strasse 9/10	3.912

Quelle: CR Capital Real Estate AG

## Bewertung

### Strategie - Neuer Vorstand und Aufgabe der REIT-Strategie

Das laufende Geschäftsjahr 2011 war für die CR Capital Real Estate AG insbesondere hinsichtlich ihrer Strategie aber auch im Hinblick auf die Unternehmensorganisation ein sehr unruhiges Halbjahr. Erwähnenswert ist hierbei das Ausscheiden des bisherigen Alleinvorstands Thomas Ehrich, welcher zum 30.03.2011 aus dem Unternehmen ausgetreten ist. Bis zum 09.06.2011 wurde die CR Capital Real Estate AG von Laura Elaine Reimer als Alleinvorstand vertreten. Seit dem genannten Datum verfügt die Gesellschaft mit Axel Eggers über einen zweiten Vorstand.

Ein weiterer wichtiger Einschnitt, welcher ebenfalls im laufenden Geschäftsjahr 2011 umgesetzt wurde, ist die Aufgabe der REIT-Strategie. Die Gesellschaft hatte bereits den Vor-REIT-Status inne, welcher mit der Strategie einherging, ein REIT-fähiges Immobilienportfolio aufzubauen. Das ursprünglich kommunizierte Ziel war dabei der Aufbau des Immobilienbestandes auf eine Größenordnung von 50.000 qm, welches bis Ende des laufenden Geschäftsjahres 2011 umgesetzt werden sollte.

Der neue Vorstand der Gesellschaft sieht dieses Ziel als unrealistisch an, zumal sich die derzeitige Unternehmensgröße für eine REIT-Strategie nicht eignet. Denn die REIT-Gesetzgebung schränkt die Gesellschaft nicht nur bei der Investition und Veräußerung von Immobilienobjekten ein, sondern sieht auch verhältnismäßig hohe Ausschüttungsquoten (90 % des HGB-Ergebnisses) vor. Verbunden mit der Vorgabe einer relativ hohen Mindesteigenkapitalquote (Eigenkapital darf 45 % der Immobilienmarktwerte nicht unterschreiten) ergibt sich für die Größe der Gesellschaft ein eng gestecktes Korsett an gesetzlichen Vorgaben. Vor diesem Hintergrund ist die Aufgabe der REIT-Strategie begrüßenswert.

Das Kerngeschäft der CR Capital Real Estate AG wird gemäß Angaben der Gesellschaft weiterhin die Bestandshaltung bleiben. Flankiert werden soll die Immobilienbestandshaltung vom Bereich Wohnungsneubau, wodurch die Gesellschaft opportunistisch von den attraktiven Vorgaben des Immobilienmarktes profitieren soll. Erwähnenswert ist hierbei die im Jahr 2011 realisierte Veräußerung von vier weiteren Wohneinheiten des Projektes Czarnikauer Str. 9/10 (Verkaufserlös: 1,38 Mio. €), welche jedoch erst im vierten Quartal 2011 ergebniswirksam werden. Ähnlich verhält es sich mit der Veräußerung von zwei weiteren Einheiten in der Lassenstr. 32 (Verkaufserlös: 1,80 Mio. €), die ebenfalls im Jahresschlussquartal 2011 ergebniswirksam werden.

Flankierend hierzu wurde gleichfalls im Rahmen des Konsolidierungskurses gemäß Corporate News vom 02.12.2011 die Büroimmobilie in der Auguste-Viktoria-Str. 118 an einen ausländischen Investor veräußert. Beide Parteien haben über den Verkaufspreis, welcher im Q4 2011 der Gesellschaft zufließen sollte, Stillschweigen vereinbart. Wir gehen jedoch davon aus, dass ein Verkaufspreis mindestens auf Höhe des Buchwertes (ca. 8,7 Mio. €) erzielt wurde und somit dürfte diese Transaktion einen positiven Ergebnisbeitrag beisteuern.

Die jüngsten Transaktionen verdeutlichen die künftige Strategie der Gesellschaft, wonach das Bauträgergeschäft im Vordergrund stehen soll. Im Vergleich zum klassischen Bestandshaltergeschäft lassen sich hieraus kurzfristig höhere Renditen erzielen. Damit sollen im kommenden Geschäftsjahr 2012 die Verluste wieder ausgeglichen und somit das Ziel der Wiederherstellung der Dividendenfähigkeit erreicht werden. Aufgrund der Unternehmensstrategie, wonach der Großteil der Projekte vorab veräußert werden soll, sind die Finanzierungserfordernisse zudem geringer als im Vergleich hierzu bei der Bestandshaltung der Immobilien.

Die Annahmen des Vorstandes, wonach auf Gesamtjahresbasis 2011 ein ausgeglichenes Ergebnis erzielt werden dürfte, stufen wir als realistisch ein. In den ersten 9-Monaten konnte dabei die CR Capital Real Estate AG die Mietumsätze deutlich auf 1,5 Mio. € (VJ: 0,7 Mio. €) steigern. Aufgrund noch fehlender Verkaufsumsätze (VJ: 1,4 Mio. €), sowie gestiegener Zinsaufwendungen, fiel das Periodenergebnis mit -0,1 Mio. € (VJ: 0,04 Mio. €) leicht negativ aus. Wie bereits beschrieben, werden die oben genannten Verkaufsumsätze erst

im Q4 2011 ertrags- und liquiditätswirksam.

**Bewertung - Verlässliche Prognosen nicht möglich, Kursziel nach Peer-Group: 0,70 €**

Insgesamt bergen derart massive Strategieänderungen hinsichtlich der künftigen Unternehmensentwicklung ein hohes Maß an Unsicherheit. Auch wurde der Kapitalmarkt nach der Umstrukturierung in der Vorstandschaft der CR Capital Real Estate AG nur noch sehr eingeschränkt über die einschneidenden Veränderungen informiert, ein Umstand, welcher sich zugleich im deutlichen Rückgang des CR-Aktienkurses niederschlug. Demzufolge sehen wir uns derzeit nicht in der Lage verlässliche Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre auszuformulieren. Um dennoch eine indikative Bewertung zu bekommen, werden wir im Folgenden einen Peer-Group-Vergleich auf Basis der NAV-Abschläge erstellen.

Der Net Asset Value oder Substanzwert spiegelt dabei das wirtschaftliche Eigenkapital eines Unternehmens wider. Er bestimmt sich aus den Marktwerten der Vermögenswerte einer Gesellschaft abzüglich des Fremdkapitals zu Marktwerten. Die Vermögenswerte bei Immobiliengesellschaften bestehen im Wesentlichen aus Grundstücken und Gebäuden.

Für den Peer-Group-Vergleich haben wir Unternehmen ausgewählt, welche in der Immobilienbestandshaltung tätig sind. Die gemittelten Marktabschläge auf die bilanziellen NAV haben wir als Grundlage der NAV-Bewertung der CR Capital Real Estate AG herangezogen:

Unternehmen	Aktienkurs zum 08.12.2011	NAV/Aktie	Abschlag zum NAV
Alstria Office REIT-AG	8,80 €	11,24 €	-21,7 %
Deutsche Euroshop AG	24,53 €	21,86 €	12,2 %
Deutsche Wohnen AG	9,71 €	12,04 €	-19,4 %
Hamborner REIT-AG	6,38 €	8,60 €	-25,8 %
KWG Kommunale Wohnen AG	4,95 €	7,54 €	-34,4 %
TAG Immobilien AG	6,19 €	8,43 €	-26,6 %
AGROB Immobilien AG	8,51 €	14,59 €	-41,7 %
VIB Vermögen AG	6,62 €	12,03 €	-45,0 %
		<b>Mittelwert</b>	<b>-25,3 %</b>
<b>CR Capital Real Estate AG</b>	<b>0,40 €</b>	<b>0,93 €</b>	<b>-56,8 %</b>

Quelle: GBC AG

Der NAV der CR Capital Real Estate AG beläuft sich auf 14,00 Mio. € oder 0,93 € je Aktie. Auf Grundlage der aktuellen Marktbewertungen der CR Capital Real Estate AG von 0,40 € je Aktie, wird hier ein im Peer-Group-Vergleich deutlich höherer Abschlag von -56,8 % ersichtlich.

Der aus der Marktbewertung ermittelte **faire Wert je Aktie** bei einem Marktabschlag von -25,3 % auf den bilanziellen NAV liegt auf Basis dieser Berechnungsgrundlage bei **0,70 €** je Aktie. Aufgrund der aktuell für unsere Zwecke nur unzureichenden Datenbasis sowie der hohen Prognoseunsicherheit reduzieren wir das bisherige Kursziel von 1,68 € (siehe Research Comment vom 14.02.2011) auf 0,70 €. Angesichts des weiterhin bestehenden positiven Kurspotenzials behalten wir das Rating „KAUFEN“ bei. Wie bereits erwähnt ist jedoch auch diese Bewertung mit hohen Unsicherheiten verbunden.

## Fazit

### Strategische Neuausrichtung soll in den kommenden Jahren Früchte tragen

Insgesamt durchlebte die CR Capital Real Estate AG ein schwieriges Geschäftsjahr 2010 sowie erstes Halbjahr 2011. Zwar konnte die Gesellschaft auf Basis des erweiterten Immobilienbestandes die Mieterlöse deutlich anheben, die letzten 18 Monate waren jedoch von rückläufigen bzw. fehlenden Verkaufserlöse geprägt.

Gleichzeitig war die Ergebnissituation von Sondereffekten belastet. Einerseits mussten im Geschäftsjahr 2010 Abwertungen in Höhe von 0,66 Mio. € vorgenommen werden. Parallel dazu war die Geschäftsentwicklung der Gesellschaft im ersten Halbjahr 2011 von hohen Instandhaltungs- und Sanierungsmaßnahmen für ein Immobilienobjekt geprägt. Zugleich traten gemäß Angaben des Unternehmens bei dem Neubauvorhaben in der Czarnikauer Straße 9/10 massive Projektsteuerungsprobleme ergebnisbelastend auf. Diese Effekte hatten dazu geführt, dass die Gesellschaft unsere vorher postulierten Erwartungen nicht erreicht hat.

Zudem war das laufende Geschäftsjahr 2011 für die CR Capital Real Estate AG insbesondere hinsichtlich ihrer Strategie aber auch im Hinblick auf die Unternehmensorganisation ein sehr unruhiges Halbjahr. Erwähnenswert ist hierbei das Ausscheiden des bisherigen Alleinvorstands Thomas Ehrich, welcher zum 30.03.2011 aus dem Unternehmen ausgetreten ist. Bis zum 09.06.2011 wurde die CR Capital Real Estate AG von Laura Elaine Reimer als Alleinvorstand vertreten. Seit dem genannten Datum verfügt die Gesellschaft mit Axel Eggers über einen zweiten Vorstand.

Ein weiterer wichtiger Einschnitt, welcher ebenfalls im laufenden Geschäftsjahr 2011 umgesetzt wurde, ist die Aufgabe der REIT-Strategie. Die Gesellschaft hatte bereits den VOREIT-Status inne, welcher mit der Strategie einherging, ein REIT-fähiges Immobilienportfolio aufzubauen. Das ursprünglich kommunizierte Ziel war dabei der Aufbau des Immobilienbestandes auf eine Größenordnung von 50.000 qm, welches bis Ende des laufenden Geschäftsjahres 2011 umgesetzt werden sollte.

Der neue Vorstand der Gesellschaft sieht dieses Ziel als unrealistisch an, zumal sich die derzeitige Unternehmensgröße für eine REIT-Strategie nicht eignet. Denn die REIT-Gesetzgebung schränkt die Gesellschaft nicht nur bei der Investition und Veräußerung von Immobilienobjekten ein, sondern sieht auch verhältnismäßig hohe Ausschüttungsquoten (90 % des HGB-Ergebnisses) vor. Verbunden mit der Vorgabe einer relativ hohen Mindesteigenkapitalquote (Eigenkapital darf 45 % der Immobilienmarktwerte nicht unterschreiten) ergibt sich für die Größe der Gesellschaft ein eng gestecktes Korsett an gesetzlichen Vorgaben. Vor diesem Hintergrund ist die Aufgabe der REIT-Strategie begrüßenswert. Das Kerngeschäft der CR Capital Real Estate AG wird gemäß Angaben der Gesellschaft weiterhin die Bestandshaltung bleiben. Flankiert werden soll die Immobilienbestandshaltung jedoch verstärkt vom Bauträgergeschäft, welches die schnelle Erzielung hoher Renditen ermöglicht. Durch ein erwartet positives Ergebnis in 2012 soll zudem die Dividendenfähigkeit wiederhergestellt werden.

Insgesamt bergen derart massive Strategieänderungen hinsichtlich der künftigen Unternehmensentwicklung ein hohes Maß an Unsicherheit. Auch wurde der Kapitalmarkt nach der Umstrukturierung in der Vorstandschaft der CR Capital Real Estate AG nur noch sehr eingeschränkt über die einschneidenden Veränderungen informiert, ein Umstand, welcher sich zugleich im deutlichen Rückgang des CR-Aktienkurses niederschlug. Wir uns derzeit nicht in der Lage verlässliche Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre auszuformulieren. Um dennoch eine indikative Bewertung zu bekommen haben wir einen Peer-Group-Vergleich auf Basis der NAV-Abschläge erstellt.

Der aus der Marktbewertung ermittelte **faire Wert je Aktie** bei einem Marktabschlag von -25,3 % auf den bilanziellen NAV liegt bei **0,70 €** je Aktie. Aufgrund der aktuell der hohen Prognoseunsicherheit reduzieren wir das bisherige Kursziel von 1,68 € (siehe Research Comment vom 14.02.2011) auf 0,70 €. Angesichts des weiterhin bestehenden positiven Kurspotenzials behalten wir das Rating „KAUFEN“ bei. Wie bereits erwähnt, ist jedoch auch diese Bewertung mit hohen Unsicherheiten verbunden.



## Anhang

### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

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

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

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere 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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>**

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

**<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>**

### **§ 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 Wert 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. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>**



**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)****§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

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

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

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

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30

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

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



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

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