



Researchstudie (Anno)

CR Capital Real Estate AG



**Großprojekt in Schkeuditz bei Leipzig im Fokus;
Starkes Umsatz- und Ergebniswachstum erwartet**

Kursziel: 2,85 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17**

CR Capital Real Estate AG ^{*5a,7,11}

KAUFEN

Kursziel: 2,85 EUR

aktueller Kurs: 1,64
31.5.2017 / ETR / 15:00 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0WMQ53
WKN: A0WMQ5
Börsenkürzel: CRZ
Aktienanzahl³: 18,784
Marketcap³: 30,79
EnterpriseValue³: 27,47
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 38,7 %

Transparenzlevel:

Open Market

Marktsegment:

Basic Board

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

CBS

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

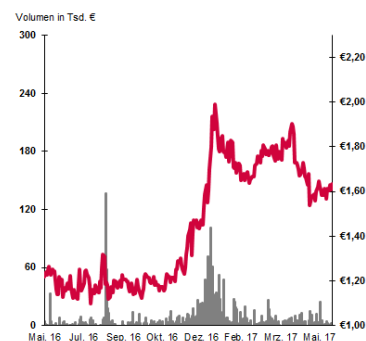
Fokus: Bestandshaltung, Bauträgergeschäft

Mitarbeiter: 5 Stand: 31.12.2016

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Stefan Demske



Die CR Capital Real Estate AG ist ein im Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse notiertes Immobilienunternehmen. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der CR Capital Real Estate AG liegt in der Projektentwicklung mit dem Fokus auf den Wohnungsneubau vorwiegend für Selbstnutzer in den Städten Berlin, Leipzig und dem Berliner Umland. Dabei wird das günstige Marktumfeld genutzt, um durch den Verkauf von Wohnungen mit gehobener Ausstattung an guten Standorten zu einem attraktiven Preis/Leistungsverhältnis nachhaltige Erträge und Gewinne zu erwirtschaften.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	17,50	19,97	33,63	35,16
EBITDA	2,40	4,23	5,96	6,96
EBIT	2,38	4,21	5,91	6,91
Jahresüberschuss	2,17	2,90	4,14	4,83

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,12	0,15	0,22	0,26
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,57	1,38	0,82	0,78
EV/EBITDA	11,48	6,52	4,62	3,96
EV/EBIT	11,58	6,55	4,66	3,99
KGV	14,23	10,65	7,46	6,39
KBV	1,36			

Finanztermine

Juni 2017: Hauptversammlung

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

30.09.2016: RS / 2,75 / KAUFEN

11.07.2016: RS / 2,75 / KAUFEN

08.09.2015: RS / 2,45 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 hat die CR Capital Real Estate AG vor allem aufgrund der planmäßigen Fertigstellung und Übergabe des Projektes in Berlin-Köpenick (Borgmannstraße 16) einen deutlichen Anstieg der Veräußerungsumsätze auf 17,16 Mio. € (VJ: 8,09 Mio. €) erreicht. Neben der im dritten Quartal erfolgten Übergabe der 42 fertiggestellten Wohneinheiten in Berlin-Köpenick (Veräußerungserlöse: 9,03 Mio. €) wurden im ersten Halbjahr 2016 die Schönefelder Gewerbeimmobilien in der Lilienthalstr. 3a-d, 5b, 5c veräußert (Veräußerungserlöse: 6,00 Mio. €) sowie ein Mietobjekt in der Griegstraße 2/2a an den Erwerber übergeben (Veräußerungserlöse: 2,11 Mio. €). Die in 2016 erfolgten Transaktionen waren plangemäß und damit lagen die erzielten Umsätze (inkl. Bewirtschaftungserlöse) in Höhe von 17,50 € exakt im Rahmen unserer Erwartungen (GBC-Prognose: 17,49 Mio. €).
- Die Veräußerung des Objektes in der Borgmannstraße 16 ist über dem Buchwert erfolgt und damit war diese Transaktion für das Veräußerungsergebnis in Höhe von 1,24 Mio. € (VJ: -0,69 Mio. €) maßgeblich verantwortlich. Zusammen mit dem Bewirtschaftungsergebnis in Höhe von 0,26 Mio. € (VJ: 0,58 Mio. €) sowie unter Berücksichtigung von Bewertungserträgen in Höhe von 1,65 Mio. € (VJ: 3,94 Mio. €) lag der Rohertrag bei 3,96 Mio. € (VJ: 5,23 Mio. €). Aufgrund der damit im Vorjahresvergleich niedrigeren Bewertungserträge reduzierte sich das EBIT leicht auf 2,38 Mio. € (VJ: 2,72 Mio. €). Insgesamt lag die Ergebnisentwicklung der CR Capital Real Estate AG jedoch deutlich über unseren Erwartungen.
- Im Zuge der erfolgten Transaktionen konnten die ohnehin guten Bilanzrelationen weiter verbessert werden. Mit einer Eigenkapitalquote von 82,9 % (31.12.15: 57,6 %) weist die Gesellschaft eine im Branchenvergleich überdurchschnittlich gute EK-Ausstattung auf. Dieser hohe Wert basiert auf der Finanzierungsstrategie der CR Capital Real Estate AG, wonach die Bauvorhaben bei Baubeginn in der Regel größtenteils vorab veräußert sind und damit die Finanzierung auf Ebene der Erwerber stattfindet.
- Auch beim aktuellen Großprojekt in Schkeuditz bei Leipzig ist dies der Fall, welches noch vor Baubeginn eine Vorveräußerungsquote von mehr als 50 % aufweist. Dieses Projekt stellt die maßgebliche Grundlage unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen der kommenden Geschäftsjahre dar. Für das laufende Geschäftsjahr 2017 gehen wir zunächst von der Übergabe von ca. 15 Reihenhäusern aus und damit wird der Großteil des ersten Bauabschnitts mit der Übergabe der übrigen 80 Häuser erst im kommenden Geschäftsjahr 2018 umsatzwirksam. Jedoch plant die Gesellschaft einen Teil des baureifen und damit entwickelten Baufeldes (ca. 30.000 – 40.000 qm) vorab zu veräußern und damit im Vorfeld Umsatz- und Ergebnisbestandteile zu realisieren. Ab dem kommenden Geschäftsjahr erwarten wir im Zuge der Finalisierung des ersten Bauabschnitts einen signifikanten und nachhaltigen Umsatzsprung auf über 33 Mio. €. In den nachfolgenden Geschäftsjahren haben wir die jährliche Fertigstellung und Übergabe eines jeweiligen Bauabschnitts des Großprojektes in Schkeuditz unterstellt. Aufgrund der guten Skalierbarkeit des Geschäftsmodells dürfte die EBIT-Marge dann auf etwa 20 % ansteigen.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Unternehmenswert von 2,85 € (bisher: 2,75 €) je Aktie ermittelt. Die leichte Kurszielanhebung basiert ausschließlich auf einem Roll-Over-Effekt, da wir das aktuelle Kursziel auf Basis des Geschäftsjahres 2018 (bisher: 2017) errechnet haben. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs der CR Capital Real Estate AG in Höhe von 1,64 € vergeben wir damit weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

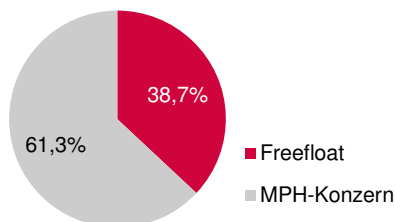
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2016	7
Umsatzentwicklung 2016	7
Ergebnisentwicklung 2016	8
Vergleich zu den GBC-Schätzungen.....	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2016	10
SWOT-Analyse	12
Prognose und Modellannahmen	13
Umsatzprognosen 2017 - 2019.....	13
Ergebnisprognosen 2017 – 2019.....	14
Bewertung.....	15
Modellannahmen.....	15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	15
Bewertungsergebnis.....	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

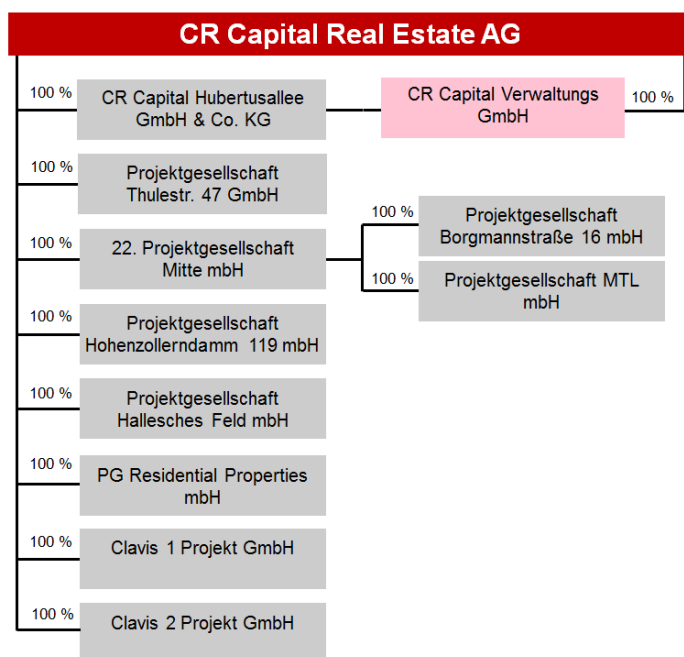
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MPH-Konzern	61,3%
Free Float	38,7%

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Der Konsolidierungskreis der CR Capital Real Estate AG (CR AG) weist einen für Immobilienprojektgesellschaften typischen Aufbau auf, wobei die Immobilienprojekte entweder einzeln oder gebündelt in dafür vorgesehene Tochtergesellschaften integriert sind. Gemäß dem Unternehmensschwerpunkt „Bauträgergeschäft“ liegt der Projektfokus auf dem Wohnungsneubau, vorwiegend für Selbstnutzer im Raum Berlin, Leipzig und Dresden. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 wurde insbesondere das 42 Wohneinheiten umfassende Projekt in Berlin Köpenick (Borgmannstraße 16) erfolgreich abgeschlossen und an die Erwerber übergeben. Darüber hinaus haben mit der Übergabe der Schönefelder Gewerbeimmobilien (Lilienthalstr. 3a-d, 5b, 5c) die Tochtergesellschaften CR Capital Airport GmbH & Co. KG sowie die CR Capital Claytower GmbH & Co. KG ihren Geschäftsbetrieb eingestellt. Im Fokus steht derzeit insbesondere die Projektgesellschaft Hallesches Feld in Leipzig, im Rahmen derer das derzeit wichtigste Projekt der CR AG gebündelt ist. Darüber hinaus verfügt die Gesellschaft über ein weiteres in der Planung befindliches Projekt in Dresden:

Standort	Projektumfang	Baubeginn	Fertigstellung
Hallesches Feld - Leipzig	ca. 85.000 qm	Anfang 2017	mehrere Bauabschnitte
Heinrich Lange Straße - Dresden	ca. 3.200 qm	nicht bekannt	nicht bekannt

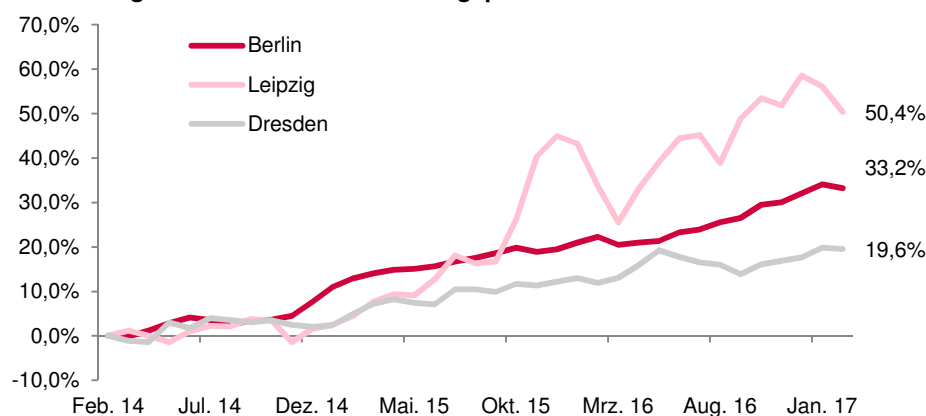
MARKT UND MARKTUMFELD

Der regionale Fokus der CR Capital Real Estate AG liegt, gemäß aktueller Projektpipeline, auf den wachstumsstarken Regionen Berlin, Leipzig und Dresden. Grundsätzlich sind die Wohnimmobilienmärkte in Deutschland regionenübergreifend weiterhin von sehr positiven Tendenzen geprägt. Dazu gehört das unverändert niedrige Zinsniveau, die weiterhin stabile Konjunktur- und Arbeitsmarktlage sowie die fehlenden Anlagealternativen, wodurch sich eine insgesamt hohe Nachfrage nach Immobilieneigentum ergibt.

Werden noch spezifische regionale Gegebenheiten mit einbezogen, kann sich ein durchaus differenziertes Bild des deutschen Immobilienmarktes ergeben. Dabei weisen die von der CR Capital Real Estate AG adressierten Metropolregionen eine vergleichsweise hohe Marktdynamik auf. Zusätzlich zu den genannten gesamtwirtschaftlichen Trends liegt beispielsweise das Bevölkerungswachstum in Berlin zwischen 2011 und 2015 mit +5,8 % deutlich höher als der bundesdeutsche Durchschnitt. Sowohl in Leipzig (+11,6 %) als auch in Dresden (+4,5 %) sind ähnliche Tendenzen zu beobachten. Dieser skizzierten Entwicklung steht jedoch ein nur unzureichender Anstieg beim Wohnungsbestand gegenüber, so dass hier von einer nicht nachfragegerechten Entwicklung der Wohnimmobilienmärkte gesprochen werden kann. Während in Berlin zwischen 2011 und 2015 der Gesamtbestand der Wohnungen um 1,7 % zugelegt hat, weist Leipzig hier einen Anstieg in Höhe von 1,5 % und Dresden in Höhe von 0,9 % auf. Diese Werte liegen jeweils deutlich unterhalb der Bevölkerungsentwicklung.

Als Konsequenz ergeben sich hieraus deutliche Preisanstiege bei Wohneigentum. Bezugnehmend auf Statistiken von immowelt.de, wobei wir hier die Quadratmeter-Preise für Eigentumswohnungen mit einer mittleren Wohnfläche von 80-120 qm herangezogen haben, werden zwischen Februar 2014 und Februar 2017 deutliche Preissteigerungen sichtbar:

Entwicklung der Quadratmeter-Wohnungspreise



Quelle: immowelt.de; GBC AG

Insofern ist die Strategie der CR Capital Real Estate AG, wonach der primäre Fokus auf dem Bauträgergeschäft gemäß dem „Develop & Sell“-Ansatz liegt, vielversprechend. Zumal sich die von der Gesellschaft adressierten Immobilienmärkte, bei weiterhin positiven Vorgaben, auch in den kommenden Jahren unverändert dynamisch präsentieren dürften. Sowohl die regional bedingten günstigen sozioökonomischen Faktoren als auch die derzeit hohe Nachfrage nach Wohnimmobilien, vor dem Hintergrund fehlender Anlagealternativen, haben dabei tendenziell einen Nachfrageüberhang in den Metropolregionen Deutschlands (darunter Berlin, Leipzig, Dresden) zur Folge.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Mieteinnahmen	0,88	0,34	0,17	0,18	0,18
Verkaufserlöse	8,09	17,16	19,80	33,45	34,98
sonst. betriebliche Erträge	1,39	0,81	1,02	0,80	1,00
Bewertungsergebnis	3,94	1,65	0,00	0,00	0,00
Verkaufs- und Vermietungsaufwand	-9,07	-16,00	-15,06	-26,60	-27,28
Rohertrag	5,23	3,96	5,93	7,83	8,88
Personalaufwand	-0,79	-0,71	-0,80	-0,82	-0,84
Abschreibungen	-0,73	-0,02	-0,02	-0,10	-0,12
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,00	-0,85	-0,90	-1,00	-1,01
EBIT	2,72	2,38	4,21	5,91	6,91
Zinserträge	0,06	0,01	0,08	0,15	0,15
Zinsaufwendungen	-0,25	-0,18	-0,16	-0,17	-0,18
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	2,53	2,21	4,13	5,89	6,88
Steuern	-0,84	-0,05	-1,23	-1,76	-2,05
Jahresüberschuss	1,69	2,17	2,90	4,14	4,83
EBITDA	3,45	2,40	4,23	5,96	6,96
in % der Umsatzerlöse	38,5%	13,7%	21,2%	17,7%	19,8%
EBIT	2,72	2,38	4,21	5,91	6,91
in % der Umsatzerlöse	30,3%	13,6%	21,1%	17,6%	19,6%
Ergebnis je Aktie in €	0,09	0,12	0,15	0,22	0,26

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2016

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Umsatzerlöse	13,51	18,34	8,97	17,50
EBITDA	-0,28	7,37	3,45	2,40
EBITDA-Marge	-2,0%	40,2%	38,5%	13,7%
EBIT	-0,63	7,29	2,72	2,38
EBIT-Marge	-4,7%	39,7%	30,3%	13,6%
Jahresüberschuss	0,05	4,81	1,69	2,17
EPS in €	0,00	0,26	0,09	0,12

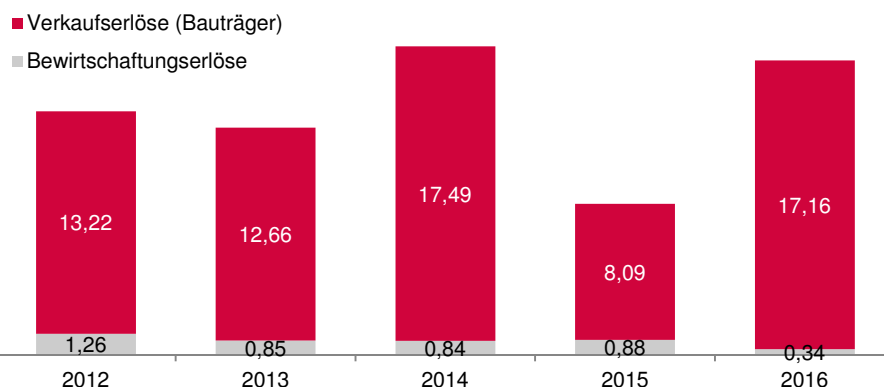
Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2016

Die Umsatzentwicklung der CR AG war im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 von der planmäßigen Fertigstellung und Übergabe des Projektes in Berlin-Köpenick (Borgmannstraße 16) sowie von der Übergabe von Bestandsobjekten geprägt. Insgesamt summieren sich die Veräußerungsumsätze auf 17,16 Mio. € (VJ: 8,09 Mio. €). Mit der im dritten Quartal 2016 erfolgten Übergabe der 42 fertiggestellten Wohneinheiten in Berlin-Köpenick hat die Gesellschaft erwartungsgemäß Veräußerungserlöse in Höhe von 9,03 Mio. € erzielt. Darüber hinaus hat im ersten Halbjahr 2016 die Veräußerung der Schönefelder Gewerbeimmobilien (Lilienthalstr. 3a-d, 5b, 5c) stattgefunden, womit Veräußerungserlöse in Höhe von 6,00 Mio. € erzielt wurden. Mit dem Verkauf des Mietobjektes in der Griegstraße 2/2a wurden zusätzlich Umsätze in Höhe von 2,11 Mio. € erwirtschaftet.

Die in 2016 erfolgten Transaktionen hatten wir so antizipiert und damit lagen die erzielten Gesamtumsätze in Höhe von 17,50 Mio. € exakt im Rahmen unserer Erwartungen (GBC-Prognose: 17,49 Mio. €).

Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Als Projektentwickler weist die CR AG eine grundsätzlich höhere Volatilität bei der Umsatzentwicklung auf. Im Zuge der in 2016 erfolgten größeren Anzahl an Projektübergaben haben sich die Umsätze gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum nahezu verdoppelt. In 2015 wurden mehrere kleinere Projekte des Bauträgerbereiches und aus dem Immobilienbestand veräußert.

Die Gesellschaft hat in den vergangenen Geschäftsjahren das Bestandsportfolio sukzessive abgebaut, was zu einem stetigen Rückgang der Miet- oder Bewirtschaftungserlöse geführt hat. Nachdem in 2016 die Schönefelder Gewerbeimmobilien sowie das Mietobjekt in der Griegstraße veräußert wurden, verfügt die Gesellschaft aktuell nur noch

über ein vermietetes Objekt in der Hubertusallee 73. Künftig werden die Mieterlöse damit einen geringeren Stellenwert einnehmen.

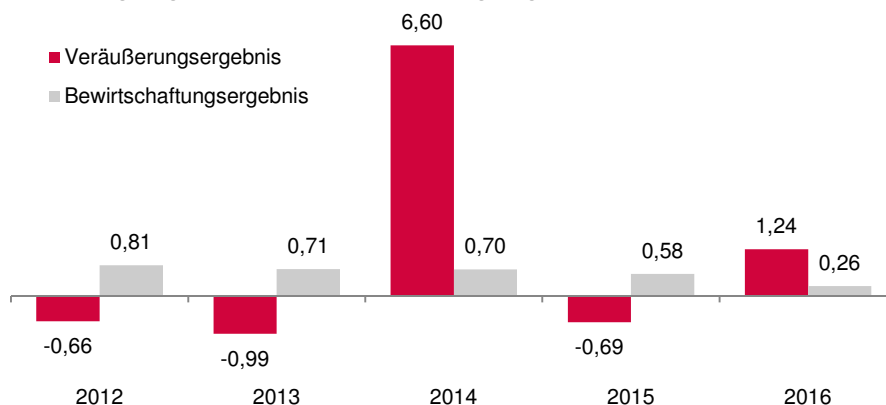
Als weiterer Ertragsbestandteil ist die nicht liquiditätswirksame Höherbewertung von Renditeliegenschaften in Höhe von 1,65 Mio. € (VJ: 3,94 Mio. €) zu nennen. Hier handelt es sich um den Fortschritt des Großprojektes in Schkeuditz bei Leipzig, was zu einer entsprechenden höheren Bewertung geführt hatte. Dieses Projekt wird aufgrund des langfristigen Charakters als Renditeliegenschaft klassifiziert, obwohl hier eine Veräußerung nach der Fertigstellung der einzelnen Bauabschnitte erfolgen wird.

Ergebnisentwicklung 2016

Die Entwicklung des Rohertrages hängt in erster Linie vom Veräußerungs- und Bewirtschaftungsergebnis ab. In 2016 erzielte die Gesellschaft eine deutliche Verbesserung des Veräußerungsergebnisses auf 1,24 Mio. € (-0,69 Mio. €). Hauptsächlich handelt es sich hier um das positive Veräußerungsergebnis des Objektes Borgmannstraße 16, bei dem einem Verkaufspreis von 9,03 Mio. € ein um 1,21 Mio. € niedrigerer Buchwertabgang in Höhe von 7,82 Mio. € gegenüberstand. Bei den weiteren in 2016 veräußerten Immobilien entsprach der Buchwertabgang in etwa dem Veräußerungserlös und damit leisteten diese Transaktionen keinen nennenswerten Ergebnisbeitrag.

Das Bewirtschaftungsergebnis leistete mit 0,26 Mio. € einen gewohnt positiven Ergebnisbeitrag, wobei sich hier der rückläufige Trend fortgesetzt hat. Dieser ist den in den vergangenen Geschäftsjahren erfolgten Veräußerungen von Bestandsobjekten geschuldet.

Veräußerungsergebnis und Bewirtschaftungsergebnis (in Mio. €)



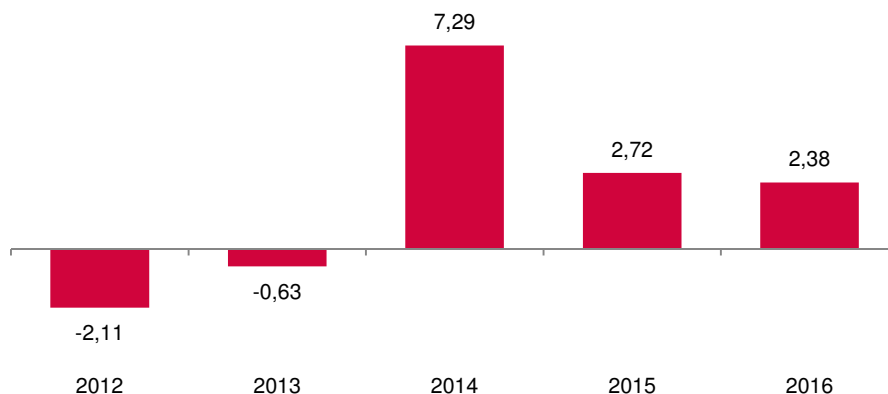
Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Trotz des höheren Veräußerungs- und Bewirtschaftungsergebnisses von insgesamt 1,50 Mio. € (VJ: -0,11 Mio. €) lag der Rohertrag mit 3,96 Mio. € (VJ: 5,23 Mio. €) unterhalb des Vorjahreswertes. Hier spielen die im Vorjahresvergleich deutlich niedrigeren jedoch nicht liquiditätswirksamen Bewertungserträge in Höhe von 1,65 Mio. € (VJ: 3,94 Mio. €) eine entscheidende Rolle. Im Vorjahr hatte der im Vergleich zum Kaufpreis höhere Wertansatz des Projektes in Schkeuditz bei Leipzig zu einem entsprechenden Bewertungsertrag geführt.

Ausgehend von dieser Entwicklung lag das EBIT mit 2,38 Mio. € (VJ: 2,72 Mio. €) nur leicht unterhalb des Vorjahreswertes. Grundsätzlich wird hier die schlanke Kostenstruktur der CR AG sichtbar. Die von uns als Overhead-Kosten klassifizierten Aufwendungen (Personal, Abschreibungen, sonstige betriebliche Aufwendungen) reduzierten sich erheblich auf 1,58 Mio. € (VJ: 2,51 Mio. €). Hier profitierte die Gesellschaft von einem

Rückgang bei den Abschreibungen auf 0,02 Mio. € (VJ: 0,73 Mio. €). Im Vorjahr wurden dabei insbesondere zum Verkauf bestimmte Vorratsimmobilien wertberichtigt. Wir gehen davon aus, dass das aktuelle Niveau bei den Overhead-Kosten ein Mindestlevel erreicht hat und damit der Break-Even-Rohertrag bei ca. 1,6 Mio. € liegt.

EBIT-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Da in der Regel die Bauvorhaben bei Baubeginn größtenteils veräußert sind und dadurch die Finanzierung über Erwerberraten abgedeckt ist, greift die CR AG nur im geringen Umfang und nahezu ausschließlich für das Bestandsgeschäft auf Bankverbindlichkeiten zurück. Dementsprechend gering ist die Inanspruchnahme von Bankkrediten in Höhe von 2,12 Mio. € (31.12.16), wodurch sich die Zinsbelastungen in Höhe von 0,18 Mio. € (VJ: 0,25 Mio. €) in Grenzen halten. Auch künftig sollte das Finanzergebnis eine nur untergeordnete Rolle spielen.

Auf Ebene des Nachsteuerergebnisses konnte der Vorjahreswert mit 2,17 Mio. € (VJ: 1,69 Mio. €) leicht übertroffen werden. Damit war die CR AG zum nunmehr vierten Mal in Folge in der Lage, ein positives Nachsteuerergebnis zu erreichen.

Vergleich zu den GBC-Schätzungen

in Mio. €	GJ 2016 (as reported)	GBC-Prognosen 2016	Δ zu GBC-Prognosen
Umsatzerlöse	17,50	17,49	0,0%
EBIT	2,38	1,01	+135,6%
Periodenergebnis	2,17	0,65	+233,8%

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Die CR AG weist bei den Umsatzerlösen eine erwartungsgemäße Entwicklung auf, so dass unsere 2016er Umsatzprognosen (siehe Researchstudie vom 29.09.2016) exakt erreicht wurden. Auf Ergebnisebene hatten wir jedoch deutlich niedrigere Werte erwartet. Hier spielt insbesondere das positive Bewertungsergebnis in Höhe von 1,65 Mio. € eine Rolle, welches wir in unseren Prognosen aus konservativen Gründen nicht eingeplant hatten. Dies wird auch anhand der nachfolgenden Ergebnisgrößen sichtbar, welche deutlich oberhalb unserer Erwartungen lagen.

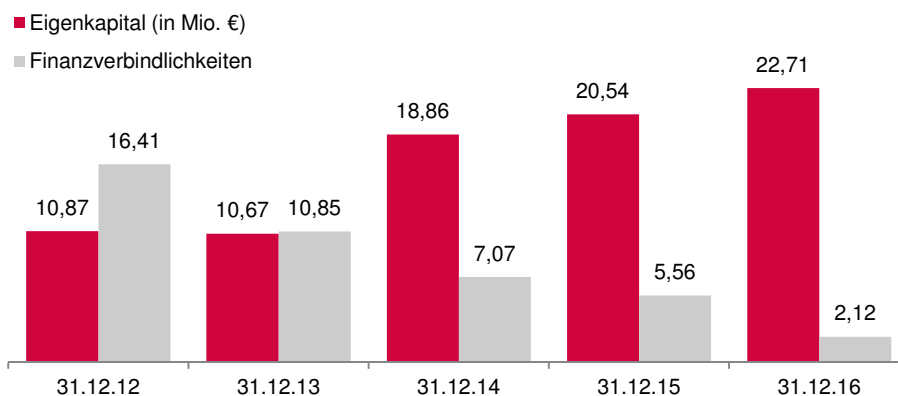
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2016

in Mio. €	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Eigenkapital	10,67	18,86	20,54	22,71
EK-Quote (in %)	35,4%	54,6%	57,6%	82,9%
Renditeliegenschaften	7,77	8,83	13,15	9,18
Zum Verkauf bestimmte Immobilien	16,00	17,43	13,04	5,28
Finanzverbindlichkeiten	10,85	7,07	5,56	2,12
Liquide Mittel	0,42	2,97	1,95	5,44
Cashflow (operativ)	1,73	3,09	2,80	2,01
Cashflow (Investition)	3,77	0,85	-4,37	8,38
Cashflow (Finanzierung)	-6,12	-0,62	0,55	-3,43

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Die in 2016 erfolgte Veräußerung von Renditeliegenschaften und des Projektes in Berlin-Köpenick (Borgmannstraße 16) hatte eine deutliche Bilanzverkürzung um 8,27 Mio. € auf 27,38 Mio. € (31.12.15: 35,65 Mio. €) zur Folge. Auf dieser Grundlage sowie vor dem Hintergrund des ergebnisbedingten Anstiegs des Eigenkapitals auf 22,71 Mio. € (31.12.15: 20,54 Mio. €) legte die EK-Quote deutlich auf 82,9 % (31.12.15: 57,6 %) zu. Dies ist ein für Immobilienprojektgesellschaften ungewöhnlich hoher Wert und basiert auf der Finanzierungsstrategie der CR AG, wonach in der Regel die Bauvorhaben bei Baubeginn größtenteils veräußert sind und damit vom Erwerber finanziert werden. Dies gilt auch für das aktuelle Großprojekt in Schkeuditz bei Leipzig, welches noch vor Baubeginn eine Vorveräußerungsquote von mehr als 50 % aufweist.

Entwicklung des Eigenkapitals und der Bankverbindlichkeiten

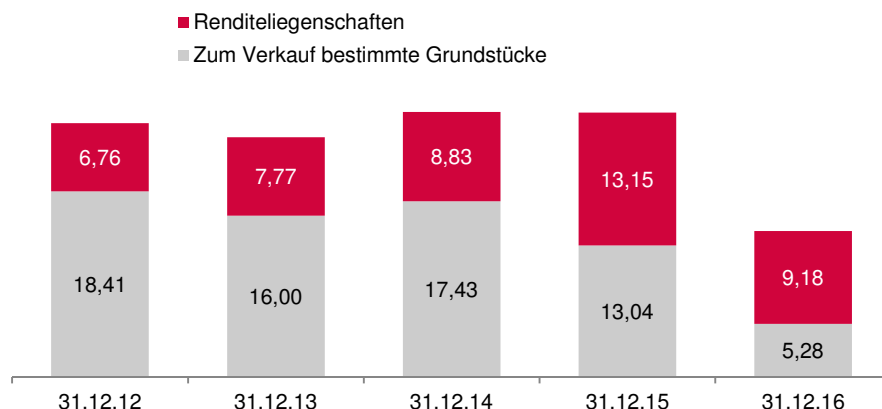


Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Analog zum EK-Anstieg minderten sich die Finanzverbindlichkeiten deutlich auf 2,12 Mio. € (31.12.15: 5,56 Mio. €). Der überwiegende Teil der Bankkredite steht in Verbindung mit den Mietobjekten, wobei diese in den vergangenen Geschäftsjahren sukzessive veräußert wurden, was zu einem entsprechenden Rückgang der Verschuldung geführt hat.

Durch die Veräußerung der Renditeliegenschaften (Gewerbeimmobilien in Schönefeld) sowie der im Vorratsbestand erfassten Objekte in der Borgmannstraße 16 und Griegstraße 2/2a reduzierte sich der bilanziell erfasste Immobilienbestand. Derzeit repräsentiert dieser maßgeblich das Großprojekt in Schkeuditz bei Leipzig, welches von der Gesellschaft als Renditeliegenschaft klassifiziert wurde. Mit der Fertigstellung der einzelnen Bauabschnitte (geplant: 5 Bauabschnitte) ist jedoch eine abschnittsweise Veräußerung dieses Großprojektes geplant, so dass hier keine Erzielung von Mieterträgen im Vordergrund steht. Der Projektfortschritt wird dabei über Marktwertveränderungen dargestellt.

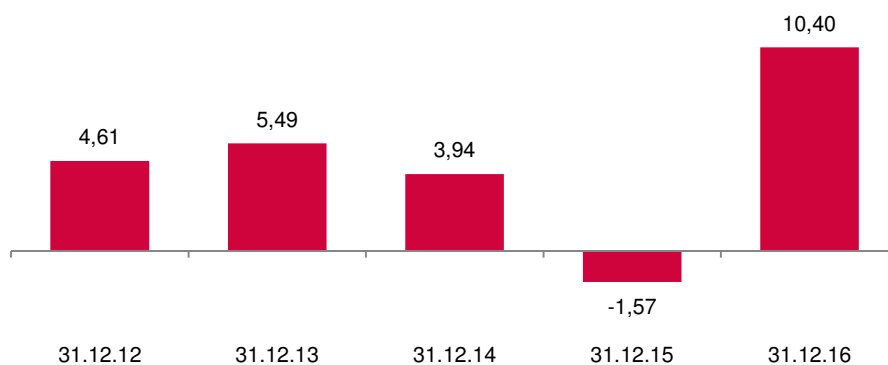
Entwicklung der Vorratsimmobilien und der Bestandsimmobilien (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Der Verkauf von Immobilien bzw. der Objektübergang an die Erwerber geht in der Regel mit einem Liquiditätszufluss einher. Besonders bei Projektgesellschaften mit Projekten, die über mehrere Geschäftsjahre hinweg fertiggestellt werden, kann es dabei zu erheblichen Unterschieden zwischen Ergebnisausweis und Liquiditätszufluss kommen. Dies war beispielsweise im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 der Fall, welches auf Ebene des freien Cashflows von einem signifikanten Liquiditätszufluss in Höhe von 10,40 Mio. € (VJ: -1,57 Mio. €) geprägt war. Während im abgelaufenen Geschäftsjahr die erwähnten Immobilienveräußerungen stattgefunden haben, hatte in den Vorjahresperioden der Erwerb des Großprojektes in Schkeuditz einen Liquiditätsabfluss in Höhe von 4,25 Mio. € zu Folge gehabt, was den deutlichen Anstieg des freien Cashflows in 2016 erklärt.

Freier Cashflow (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Nach der Rückführung von Bankverbindlichkeiten in Höhe von 3,43 Mio. € hatte der freie Cashflow zu einem deutlichen Anstieg der liquiden Mittel auf 5,44 Mio. € (31.12.15: 1,95 Mio. €) geführt, was der Gesellschaft die Möglichkeit einer zeitnahen Umsetzung des Großprojektes in der Nähe von Leipzig ermöglicht.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Vergleichsweise geringer Kapitalbedarf im Bauträgerbereich ermöglicht hohe Kapitalrenditen. • Die Projektpipeline (über 85.000 qm) ist bereits sichergestellt und bietet somit eine gute Planungsgrundlage für die kommenden Geschäftsjahre. • Die CR AG kann bereits einen umfangreichen Track Record im Bauträgerbereich vorweisen. • Die Gesellschaft verfügt über eine hohe Kostendisziplin. • Solide Bilanzstruktur mit einer EK-Quote von 82,9 % 	<ul style="list-style-type: none"> • Die Gesellschaft weist eine für Bauträger typisch hohe Umsatz- und Ergebnisvolatilität auf. • Ein wichtiger Teil des operativen Ergebnisses stammt aus der Höherbewertung von Immobilien und ist damit nicht liquiditätswirksam. • Aufgrund der noch vergleichsweise geringen Unternehmensgröße ist der Handel der CR-Aktie von einem niedrigen Handelsvolumen geprägt.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Mit dem Fokus auf dem Bauträgergeschäft in Berlin, Leipzig und Dresden ist die CR AG in einem der wachstumsstärksten Märkte Deutschlands tätig. • Weitere Immobilienprojekte könnten die aktuelle Projektpipeline stärken. Hierfür überprüft die CR AG intensiv aktuelle Marktopportunitäten. • Günstige Finanzierungsbedingungen dürften mit einer stabil hohen Nachfrage nach Wohneigentum einhergehen. • Das Geschäftsmodell ist gut skalierbar. Folglich besteht die Möglichkeit einer Rentabilitätsverbesserung bei erhöhten Umsätzen. • Weitere Reduktion des Fremdkapitals (geringe Kapitalintensität im Bauträgersegment) wirkt sich positiv auf das Nachsteuerergebnis aus. 	<ul style="list-style-type: none"> • Als Bauträger weist die CR AG eine hohe Abhängigkeit von einzelnen Projekten auf. Dies findet sich auch in der Umsatz- und Ergebnissituation der Gesellschaft wieder. • Die antizipierte Realisierung von Projekten könnte sich ggf. bis zur Erreichung bestimmter Veräußerungsquoten verzögern. • Eine Veränderung des Finanzierungsumfelds könnte einen nachhaltigen Einfluss auf die Nachfragesituation haben.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	17,50	19,97	33,63	35,16
EBITDA	2,40	4,23	5,96	6,96
EBIT	2,38	4,21	5,91	6,91
Jahresüberschuss	2,17	2,90	4,14	4,83
EPS in €	0,12	0,15	0,22	0,26

Quelle: CR AG; GBC AG

Umsatzprognosen 2017 - 2019

Wir haben die Umsatz- und Ergebnisprognosen der CR AG auf Basis des aktuellen Projektes bei Leipzig ausformuliert. Gemäß Unternehmensangaben soll zudem der Erwerb von Projekten opportunistisch vorangetrieben werden, aufgrund der aktuell noch fehlenden Konkretisierung berücksichtigen wir die hieraus möglichen zusätzlichen Potenziale jedoch nur als Bestandteil des langfristigen DCF-Bewertungsmodells. Darüber hinaus haben wir die Potenziale aus dem möglichen Projektfortschritt des Projektes in Dresden noch nicht berücksichtigt. Dies ist dem noch frühen Stadium dieses Projektes geschuldet.

Standort	Projektumfang	Baubeginn	Fertigstellung
Hallesches Feld - Leipzig	ca. 85.000 qm	Anfang 2017	mehrere Bauabschnitte
Heinrich Lange Straße - Dresden	ca. 3.200 qm	nicht bekannt	nicht bekannt

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

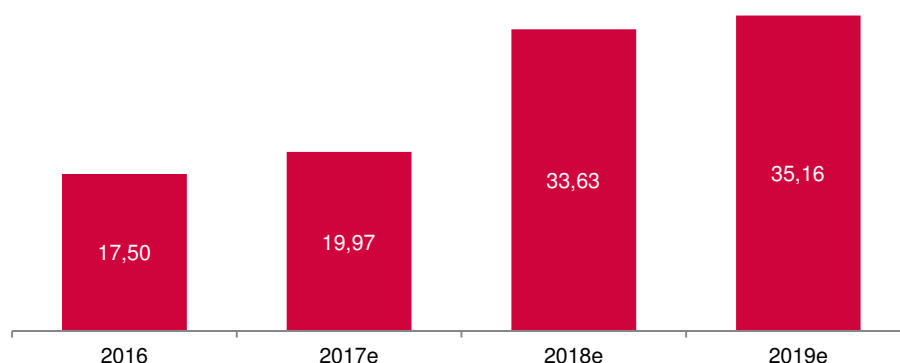
Wir sehen derzeit einen klaren Fokus auf der Weiterentwicklung der aktuellen Projektpipeline, hier vor allem des Projektes in Schkeuditz, für das der Spatenstich im April 2017 erfolgt ist. Die Fertigstellung dieses Projektes, welches ein Volumen von insgesamt ca. 150 Mio. € bei einer Gesamtfläche von ca. 85.000 qm (verkaufbare Fläche: ca. 60.000 qm) aufweist, soll in insgesamt fünf Bauabschnitten erfolgen. Für den ersten derzeit in der Erstellung befindlichen Bauabschnitt liegt die Vorverkaufsquote nur wenige Wochen nach Verkaufsstart bei über 50 %. Die Fertigstellung des ersten Bauvorhabens umfasst 96 Reihenhäuser und soll bis Ende 2018 erfolgen.

Die Gesellschaft beziffert das mögliche Verkaufsvolumen des Gesamtprojektes auf 150 Mio. €, was, bezogen auf die verkaufbare Fläche von 60.000 qm, 2.500 €/qm entspricht. Diesen Wert, welcher unseren Recherchen nach innerhalb der ortsüblichen Größenordnung liegt, setzen wir als Ausgangsgröße für die einzelnen Bauabschnitte an. Gemäß unseren Erwartungen rechnen wir mit der jährlichen Fertigstellung eines Bauabschnittes, beginnend mit dem kommenden Geschäftsjahr 2018.

Für das laufende Geschäftsjahr 2017 gehen wir zunächst von der Übergabe von ca. 15 Reihenhäusern aus und damit wird der Großteil des ersten Bauabschnitts mit der Übergabe der übrigen 80 Häuser erst im kommenden Geschäftsjahr 2018 umsatzwirksam. Jedoch plant die Gesellschaft einen Teil des baureifen und damit entwickelten Baufeldes (ca. 30.000 – 40.000 qm) vorab zu veräußern und damit im Vorfeld Umsatz- und Ergebnisbestandteile zu realisieren. Aus der Teilveräußerung des Baufeldes rechnen wir für 2017 mit Umsätzen in Höhe von 16,00 Mio. €.

Ab dem kommenden Geschäftsjahr erwarten wir im Zuge der Finalisierung des ersten Bauabschnitts einen signifikanten und nachhaltigen Umsatzsprung auf 33,63 Mio. €. In den nachfolgenden Geschäftsjahren haben wir die jährliche Fertigstellung und Übergabe eines jeweiligen Bauabschnitts des Großprojektes in Schkeuditz unterstellt.

Umsatzerlöse (in Mio. €)

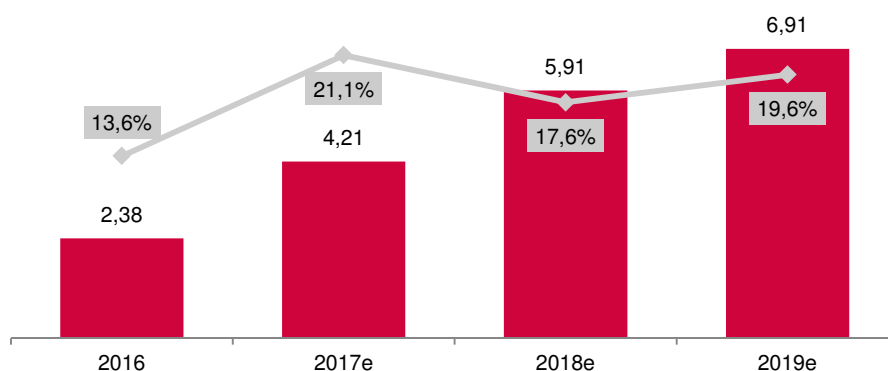


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen 2017 – 2019

Die Ergebnisentwicklung der CR AG dürfte, wie auch schon in den vergangenen Geschäftsjahren von der Entwicklung des Veräußerungsergebnisses dominiert sein. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir eine deutlich überproportionale Entwicklung des EBIT, was eine Folge der Vorabveräußerung von Teilen des Baufeldes in Schkeuditz ist. Wir rechnen mit einem Rohertrag für diese Teilveräußerung in Höhe von 25 %, wobei wir hier zudem berücksichtigen, dass keine Bauleistungen und damit keine Erstellungskosten anfallen. In den kommenden Geschäftsjahren wird sich die Ergebnissituation der CR AG „normalisieren“ und wir halten das Erreichen einer EBIT-Marge (2019e) in Höhe von etwa 20 % als eine realistische Annahme. Hier haben wir auch die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells der CR AG mit berücksichtigt.

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



Quelle: GBC AG

Als langfristige Basis für unser DCF-Bewertungsmodell gehen wir konservativ von einer niedrigeren EBIT-Marge in Höhe von 16,3 % aus. Damit tragen wir dem Risiko Rechnung, dass die Gesellschaft weitere Projekte gewinnen muss, um das hohe Umsatzniveau aufrechterhalten zu können.

Bewertung

Modellannahmen

Die CR Capital Real Estate AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 - 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 16,8 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 29,8 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der CR Capital Real Estate AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 % (bisher: 1,00 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,58.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,93 % (bisher: 9,68 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80,0 % (bisher: 70,0 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,91 % (bisher: 8,23 %).

Bewertungsergebnis

Als Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Wert je Aktie zum Geschäftsjahresende 2018 in Höhe von 2,85 € ermittelt (bisher: 2,75 €). Die Kurszielanhebung ist in erster Linie auf einen Roll-Over-Effekt, da wir das aktuelle Kursziel auf Basis des Geschäftsjahres 2018 (bisher: 2017) errechnet haben, zurückzuführen. Damit wurde der kurszielmindernde Effekt aus der Anhebung der gewichteten Kapitalkosten (Anhebung risikoloser Zinssatz; höhere Gewichtung des Eigenkapitals) mehr als kompensiert.

DCF-Modell

CR Capital Real Estate AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,5%	ewige EBITA - Marge	16,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,7%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	39,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	19,97	33,63	35,16	35,86	36,58	37,31	38,06	38,82	
US Veränderung	14,1%	68,4%	4,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,66	4,20	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	
EBITDA	4,23	5,96	6,96	5,92	6,04	6,16	6,28	6,41	
EBITDA-Marge	21,2%	17,7%	19,8%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	
EBITA	4,21	5,91	6,91	5,85	5,97	6,09	6,21	6,34	
EBITA-Marge	21,1%	17,6%	19,6%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,26	-1,76	-2,06	-1,74	-1,78	-1,81	-1,85	-1,89	
EBI (NOPLAT)	2,96	4,15	4,85	4,11	4,19	4,27	4,36	4,45	
Kapitalrendite	20,4%	26,8%	23,1%	18,0%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%
Working Capital (WC)	8,00	13,00	13,80	13,99	14,27	14,55	14,84	15,14	
WC zu Umsatz	40,1%	38,7%	39,2%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	
Investitionen in WC	-2,74	-5,00	-0,80	-0,19	-0,28	-0,29	-0,29	-0,30	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	7,50	8,00	9,00	9,18	9,36	9,55	9,74	9,94	
AFA auf OAV	-0,02	-0,05	-0,05	-0,06	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	
AFA zu OAV	0,3%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
Investitionen in OAV	1,70	-0,55	-1,05	-0,24	-0,25	-0,25	-0,26	-0,26	
Investiertes Kapital	15,50	21,00	22,80	23,17	23,63	24,10	24,58	25,08	
EBITDA	4,23	5,96	6,96	5,92	6,04	6,16	6,28	6,41	
Steuern auf EBITA	-1,26	-1,76	-2,06	-1,74	-1,78	-1,81	-1,85	-1,89	
Investitionen gesamt	-1,04	-5,55	-1,85	-0,43	-0,53	-0,54	-0,55	-0,56	
Investitionen in OAV	1,70	-0,55	-1,05	-0,24	-0,25	-0,25	-0,26	-0,26	
Investitionen in WC	-2,74	-5,00	-0,80	-0,19	-0,28	-0,29	-0,29	-0,30	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,94	-1,35	3,05	3,74	3,73	3,80	3,88	3,96	58,37

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	45,97	51,42
Barwert expliziter FCFs	13,86	16,44
Barwert des Continuing Value	32,11	34,97
Nettoschulden (Net debt)	-3,46	-2,10
Wert des Eigenkapitals	49,43	53,51
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	49,43	53,51
Ausstehende Aktien in Mio.	18,78	18,78
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,63	2,85

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,58
Eigenkapitalkosten	9,9%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,4%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,9%

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%
17,6%	3,03	2,90	2,79	2,69	2,59
17,8%	3,06	2,94	2,82	2,71	2,62
18,1%	3,09	2,97	2,85	2,74	2,64
18,3%	3,13	3,00	2,88	2,77	2,67
18,6%	3,16	3,03	2,91	2,80	2,70

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 anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

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.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §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: (5a,7,11)

§ 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 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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent 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 Auftraggebers.
- (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.)

§ 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 Bauer, Email: bauer@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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst
Matthias Greiffenberger, M.A., M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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