



Researchstudie (Anno)

CR Capital Real Estate AG



**„Neues Großprojekt stellt die Grundlage für
künftiges Umsatz- und Ergebniswachstum,
nachhaltige Rentabilität in Sicht“**

Kursziel: 2,45 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19**

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

KAUFEN

Kursziel: 2,45 EUR

aktueller Kurs: 1,55
7.9.2015 / ETR / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0WMQ53
WKN: A0WMQ5
Börsenkürzel: CRZ
Aktienanzahl³: 18,784
Marketcap³: 29,15
EnterpriseValue³: 32,79
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 47,0 %

Transparenzlevel:
Entry Standard
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
CBS

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Bestandshaltung, Bauträgergeschäft

Mitarbeiter: 5 Stand: 30.06.2015

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Stefan Demske

Volumen in Tsd. €



Die CR Capital Real Estate AG ist ein börsennotiertes Immobilienunternehmen, welches das Bauträgergeschäft im Wohnungsneubau im Großraum Berlin und Leipzig betreibt. Die strategische Ausrichtung der CR Capital Real Estate AG setzt den Schwerpunkt auf die Realisierung neuer Bauträgerprojekte im Wohnungsneubau im Großraum Berlin/Potsdam und Leipzig. Mit dem Verkauf von Wohnungen im gehobenen Standard an interessanten Standorten zu einem attraktiven Preis/Leistungsverhältnis zählen Selbstnutzer und Kapitalanleger zu den Kunden der Gesellschaft. Daneben besitzt die CR-Gruppe einen eigenen Wohn- und Gewerbe-Immobilienbestand. Weitere Renditeliegenschaften werden hinzugekauft, um künftig aus Mietüberschüssen die Fixkosten der CR-Gruppe abzudecken.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	18,34	6,59	39,71	30,80
EBITDA	7,37	1,02	6,13	5,28
EBIT	7,29	0,95	6,05	5,18
Jahresüberschuss	4,81	0,51	4,01	3,49

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,26	0,03	0,21	0,19
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,79	4,98	0,83	1,06
EV/EBITDA	4,45	32,21	5,35	6,21
EV/EBIT	4,50	34,40	5,42	6,33
KGV	6,06	56,82	7,26	8,34
KBV	1,55			

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im Geschäftsjahr 2014 hat die CR Capital Real Estate AG insgesamt drei Projekte erfolgreich verkauft und war damit in der Lage, einen deutlichen Umsatzsprung auf 18,34 Mio. € (GJ 2013: 13,51 Mio. €) zu erzielen. Im Einzelnen handelt es sich um den planmäßigen Verkauf des fertiggestellten Mehrfamilienhauses „Thulestr. 47“ sowie um Teilveräußerungen des im März 2015 fertiggestellten Mehrfamilienhauses am „Hohenzollerndamm 119“. Darüber hinaus wurde das Grundstück „Bessemerstraße 84“ veräußert. Gemäß Unternehmensangaben wurde hierfür ein lukrativer Preis erzielt.
- Der Erfolg dieser Transaktionen wird durch das deutlich positive Verkaufsergebnis in Höhe von 6,60 Mio. € (VJ: -0,99 Mio. €) belegt. Flankierend hierzu erreichte die CR Capital Real Estate AG mit 0,70 Mio. € (VJ: 0,71 Mio. €) ebenfalls ein positives Ergebnis aus der Immobilienbewirtschaftung (Vermietung von Bestandsimmobilien). Das deutlich ausgeweitete Veräußerungsergebnis führte in Summe zu einem Anstieg EBIT auf einen neuen Rekordwert von 7,29 Mio. € (VJ: -0,63 Mio. €).
- Im ersten Halbjahr 2015 wurde das Projekt „Hohenzollerndamm 119“ final übergeben. Diese Transaktion ist maßgeblich für die Halbjahresumsätze in Höhe von 6,48 Mio. € (1.HJ/2014: 1,89 Mio. €) verantwortlich. Das EBIT blieb mit -0,07 Mio. € (1.HJ/14: -0,23 Mio. €) leicht im negativen Bereich, war jedoch erneut besser als im Vorjahreszeitraum.
- Im ersten Halbjahr 2015 ist zudem mit dem Erwerb eines neuen Projektes in Leipzig mit einer Gesamtgröße von 85.000 qm und einer voraussichtlich erzielbaren Verkaufsfläche von 65.000 qm eine wichtige Weichenstellung für die künftige Unternehmensentwicklung gelegt worden. Zusammen mit einem weiteren Projekt in der Borgmannstraße 16 in Berlin (ca. 3.500 qm) ist damit die Grundlage für die weitere Unternehmensentwicklung geschaffen. Auf dieser Basis haben wir unsere künftigen Umsatz- und Ergebnisprognosen ausformuliert.
- Das Großprojekt in Leipzig soll dabei im Rahmen mehrerer Bauabschnitte über die kommenden fünf Geschäftsjahre hinweg für hohe Umsatz- und Ergebnisbeiträge verantwortlich sein. Während wir im laufenden Geschäftsjahr 2015 von keinen weiteren Veräußerungen ausgehen, wird die Gesellschaft, gemäß unseren Planungen, ab dem Geschäftsjahr 2016 einen deutlichen Anstieg des Umsatzniveaus erreichen. Analog dazu rechnen wir mit einer Verbesserung und nachhaltigen Stabilisierung des EBIT, wobei wir EBIT-Margen oberhalb von 15 % als realistisch ansehen. Gleichzeitig stellt diese Annahme die Grundlage für unser DCF-Bewertungsmodell dar.
- **Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel von 2,45 € je Aktie ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 1,55 € entspricht dies einem Kurspotenzial von 58,1 % und damit vergeben wir das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

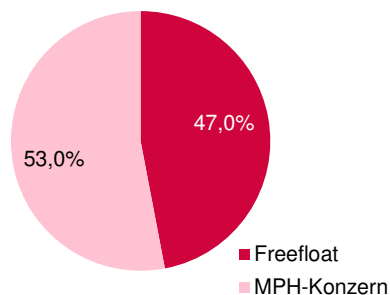
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Markt und Marktumfeld	6
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2014	8
Umsatzentwicklung 2014	8
Ergebnisentwicklung 2014	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2014	11
Cashflow- und Rentabilitätskennzahlen	12
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2015.....	13
SWOT-Analyse	14
Prognose und Modellannahmen	15
Umsatzprognosen 2015 - 2017	15
Ergebnisprognosen 2015 - 2017	16
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell.....	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

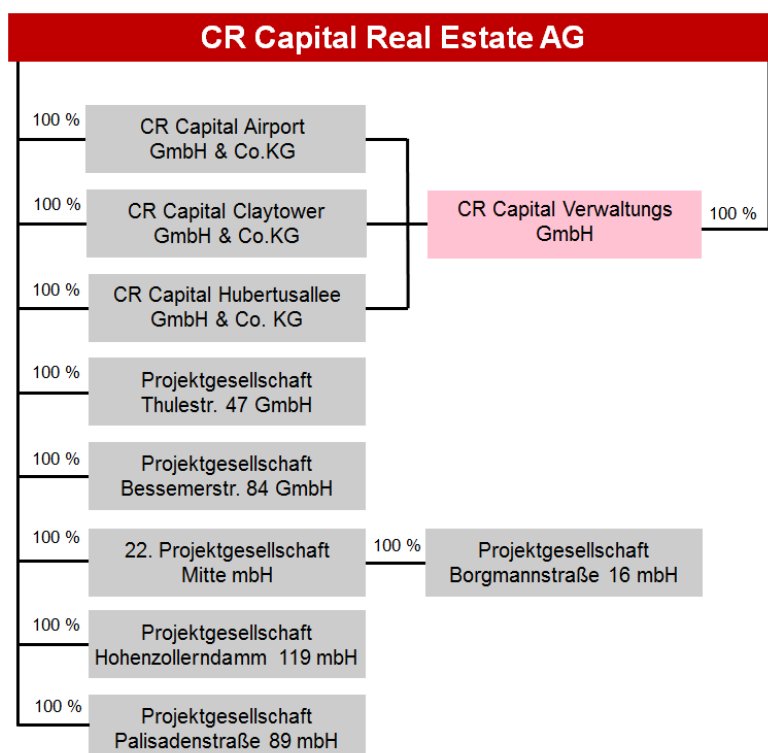
Anteilseigner	in %
MPH-Konzern	53%
Free Float	47%

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG



Mit der Unternehmensmeldung vom 31.03.2015 hat die Berliner MPH Mittelständische Pharma Holding AG den Erwerb der Mehrheit an der CR Capital Real Estate AG (kurz CR AG) bekannt gegeben. Zuvor hatte eine Tochtergesellschaft der MPH AG, die HAE-MATO AG, im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung Anteile an der CR AG erworben. Mit dem mehrheitlichen Erwerb ist die CR AG nun vollkonsolidierter Bestandteil des MPH-Konzerns.

Konsolidierungskreis



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Der Konsolidierungskreis der CR Capital Real Estate AG weist einen für Immobilienprojektgesellschaften typischen Aufbau auf, wobei die Immobilienprojekte entweder einzeln oder gebündelt in dafür vorgesehene Tochtergesellschaften integriert sind. Gemäß dem Unternehmensschwerpunkt „Bausträgergeschäft“ liegt der Projektfokus auf dem Wohnungsneubau, vorwiegend für Selbstnutzer im Raum Berlin und Leipzig. Hier profitiert die CR AG in erster Linie von den guten Marktbedingungen der jeweiligen Schwerpunktregionen (siehe Markt und Marktumfeld auf Seite 6). Nachdem die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 sowie im ersten Halbjahr 2015 insgesamt drei Projekte

erfolgreich abschließen konnte, umfasst das derzeitige Projektportfolio zwei Bauvorhaben:

Standort	Projektumfang	Baubeginn	Fertigstellung
Borgmannstraße 16 - Berlin	ca. 3.500 qm	Januar 2015	Herbst 2016
Hallesches Feld – Leipzig	ca. 85.000 qm	Frühjahr 2016	Mehrere Bauabschnitte

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Ergänzend zum projektbezogenen Bauträgerbereich verfügt die CR AG in Berlin und Leipzig über acht Bestandsimmobilien mit einer Gesamtfläche von 9.190 qm. Zwar gehört die Immobilienbestandshaltung nicht mehr explizit zum Kerngeschäft der Gesellschaft, ein opportunistischer Bestandsaufbau ist jedoch unter dem Gesichtspunkt der attraktiven Marktvorgaben in den Kernregionen möglich. So wurden etwa im Geschäftsjahr 2014 vier Bestandsobjekte (Wohnimmobilien) mit einer Gesamtfläche von 2.766 qm erworben. Das Bestandsportfolio trägt zur Verstetigung der Umsatz- und Ertragssituation der CR AG bei.

Standort	Nutzungsart	vermietbare Fläche (in qm)
Hubertusallee 73 – Berlin	Wohnen/Büro	1.022
Lilienthalstr. 3a-d – Berlin	Retail/Büro	3.921
Lilienthalstr. 5b – Berlin	Pharma/Büro	740
Lilienthalstr. 5c – Berlin	Pharma/Büro	740
Griegstraße 2/2A - Berlin	Wohnen	563
Zweenfurther Str. 6 – Leipzig	Wohnen	674
Aurelienstr.23 – Leipzig	Wohnen	1.041
Schillingstr. 12 – Leipzig	Wohnen	488

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

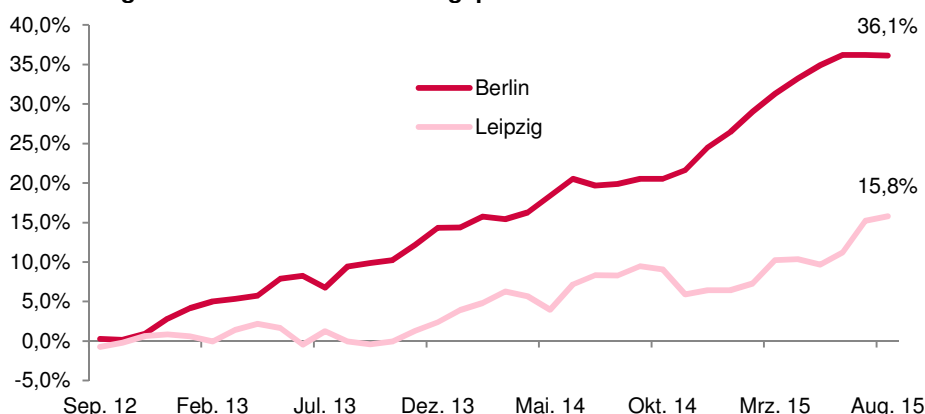
MARKT UND MARKTUMFELD

Insbesondere in den Metropolregionen Deutschlands ist ein insgesamt sehr positives Umfeld für die Immobilienmärkte zu beobachten. Die solide konjunkturelle Entwicklung, eine stabile Beschäftigtenrate und die weiterhin hohen Einkommenserwartungen lassen eine hohe Nachfrage nach Immobilieneigentum erkennen. Unterstützt wird die Immobiliennachfrage von den historisch niedrigen Zinsniveaus und mittlerweile fehlenden Anlagealternativen.

Das darüber hinausgehende Bevölkerungswachstum in den deutschen Metropolregionen liefert ein weiteres Argument für die hohe Marktdynamik, wie sie beispielsweise in den von der CR AG adressierten Regionen Berlin und Leipzig anzutreffen ist. Zwischen 2005 und 2014 lag dabei das Bevölkerungswachstum in Berlin (+6,7 %) sowie in Leipzig (+11,6 %) jeweils deutlich über der Entwicklung bei den Wohnungsbeständen. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich der Wohnungsbestand in Berlin nur um 0,5 % sowie in Leipzig um 5,0 %.

Dementsprechend lassen sich insbesondere für diese zwei Metropolregionen starke Preisanstiege bei Wohneigentum verzeichnen. Innerhalb der letzten drei Jahre sind gemäß Statistiken von immowelt.de die Quadratmeter-Kaufpreise für Wohnungen in Berlin signifikant um 36,1 % und in Leipzig um 15,8 % angestiegen:

Entwicklung der Quadratmeter-Wohnungspreise



Quelle: immowelt.de; GBC AG

Im gleichen Zeitraum legten die Wohnungsmietpreise je Quadratmeter in Berlin um 22,0 % und in Leipzig um 27,6 % zu, was einen insgesamt guten Beleg für die hohe Nachfrage nach Wohneigentum als auch nach Mietwohnungen in den beiden für die CR AG wichtigen Regionen liefert.

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 der Berliner und der Leipziger Wohnimmobilienmarkt, 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 tendenziell einen Nachfrageüberhang in den Metropolregionen Deutschlands (darunter Berlin und Leipzig) zur Folge.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Mieteinnahmen	0,85	0,84	0,78	0,78	0,80
Verkaufserlöse	12,66	17,49	5,81	38,93	30,00
sonst. betriebliche Erträge	0,40	1,44	1,20	0,40	0,80
Bestandsveränderungen	0,00	0,00	3,89	0,11	0,00
Summe Gesamtleistung	13,91	19,78	11,68	40,22	31,60
Bewertungsergebnis	1,01	1,47	0,00	0,00	0,00
Aufwendungen (Bestandshaltung + Bauträger)	-13,78	-11,04	-8,94	-31,54	-24,00
Rohhertrag	1,13	10,22	2,74	8,68	7,60
Personalaufwand	-0,41	-0,54	-0,62	-0,75	-0,82
Abschreibungen	-0,35	-0,08	-0,07	-0,08	-0,10
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,00	-2,31	-1,10	-1,80	-1,50
EBIT	-0,63	7,29	0,95	6,05	5,18
Zinserträge	0,10	0,04	0,10	0,15	0,15
Zinsaufwendungen	-0,94	-0,36	-0,32	-0,34	-0,34
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-1,47	6,97	0,73	5,86	4,99
Steuern	1,52	-2,16	-0,22	-1,76	-1,50
Jahresüberschuss	0,05	4,81	0,51	4,10	3,49
EBITDA	-0,28	7,37	1,02	6,13	5,28
in % der Umsatzerlöse	-2,0%	40,2%	15,4%	15,4%	17,1%
EBIT	-0,63	7,29	0,95	6,05	5,18
in % der Umsatzerlöse	-4,7%	39,7%	14,5%	15,2%	16,8%
Ergebnis je Aktie in €	0,00	0,26	0,03	0,22	0,19

Geschäftsentwicklung 2014

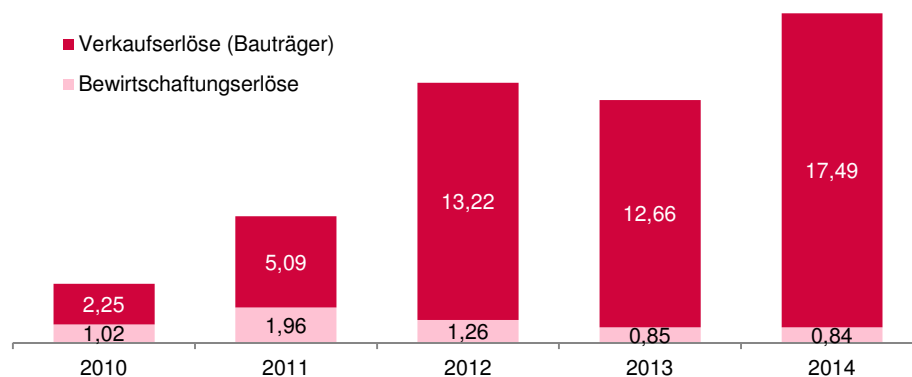
GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Umsatzerlöse	14,48	13,51	18,34
EBITDA	-1,24	-0,28	7,37
EBITDA-Marge	-8,6%	-2,0%	40,7%
EBIT	-2,10	-0,63	7,29
EBIT-Marge	-14,5%	-4,7%	40,3%
Jahresüberschuss	-2,57	0,05	4,81
EPS in €	-0,17	0,00	0,26

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2014

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 war die CR AG in der Lage, einen signifikanten Umsatzsprung auf 18,11 Mio. € (VJ: 13,51 Mio. €) zu erzielen und markierte damit einen neuen historischen Rekordwert. Einen maßgeblichen Beitrag dazu leistete das Bauträgergeschäft, im Rahmen dessen die Gesellschaft einen Develop & Sell-Ansatz verfolgt. Von besonderer Bedeutung war dabei der planmäßige Verkauf des fertiggestellten Mehrfamilienhauses „Thulestr. 47“ sowie die vollständige Veräußerung des Grundstückes in der „Bessemerstraße 84“, auf dem ursprünglich rund 200 Wohneinheiten geplant waren. Entgegen der ursprünglichen Planung wurde dieses Grundstück, gemäß Unternehmensangaben, zu einem sehr lukrativen Preis veräußert. Flankierend hierzu wurden durch Vorabveräußerungen des im März 2015 fertiggestellten Mehrfamilienhauses am „Hohenzollerndamm 119“ ebenfalls gute Veräußerungserlöse erwirtschaftet.

Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Während im Geschäftsjahr 2013 mit der Fertigstellung und Veräußerung des Projektes „Thulestraße 24-26“ nur eine Transaktion stattgefunden hatte, konnte damit im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 eine deutliche Ausweitung der Veräußerungserlöse erzielt werden.

Die in 2014 erwirtschafteten Mietumsätze betreffen mehrere Gewerbeimmobilien in der Lilienthalstraße sowie in der Hubertusallee. Nach wie vor spielen diese, aufgrund der niedrigen Ertragsbasis, eine nur untergeordnete Rolle. Grundsätzlich verfolgt die CR AG auch die Strategie eines opportunistischen Aufbaus des Bestandsportfolios, was in Zukunft mit einem Anstieg der Mieterlöse einhergehen dürfte. Allerdings wird der überwiegende Anteil der Umsätze weiterhin im Rahmen des Projektgeschäftes generiert werden.

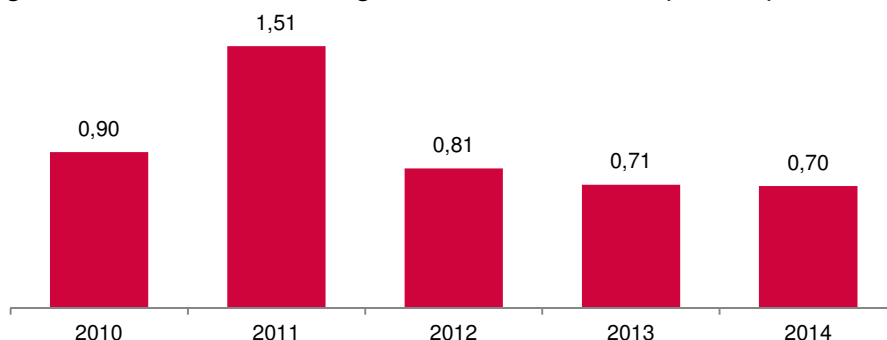
Ergebnisentwicklung 2014

Flankierend zur Ausweitung der Veräußerungserlöse weist die CR AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 ein deutlich positives Veräußerungsergebnis aus. Während in den Vorjahren die im Zusammenhang mit dem Verkauf stehenden Aufwendungen (Erstellungskosten, Buchwertabgang etc.) stets höher lagen als der entsprechende Veräußerungserlös, lagen diese in 2014 deutlich unterhalb der Umsatzerlöse.

Wir gehen davon aus, dass die CR AG im Geschäftsjahr 2014 in der Lage war, mit allen drei Transaktionen ein positives Verkaufsergebnis zu erzielen. Der überwiegende Ergebnisbeitrag dürfte jedoch mit der Veräußerung des Projektes „Bessemmerstraße 84“ generiert worden sein. Diese Schlussfolgerung basiert auf der Unternehmensaussage, wonach hier ein sehr lukrativer Verkaufspreis erzielt wurde. Zudem befand sich das Projekt zum Verkaufszeitpunkt in einer noch frühen Phase.

Im Vergleich zum Bauträgerbereich erzielte die CR AG in den vergangenen Geschäftsjahren stets ein positives Ergebnis aus der Bewirtschaftung der Bestandsimmobilien. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 lag dieses bei 0,70 Mio. € (VJ: 0,71 Mio. €). Daraus ergibt sich eine hohe Rohmarge für den Bewirtschaftungsbereich in Höhe von 83,6 % (VJ: 83,7 %), absolut gesehen liegen die Bewirtschaftungserträge jedoch im Umsatzmix auf niedrigem Niveau:

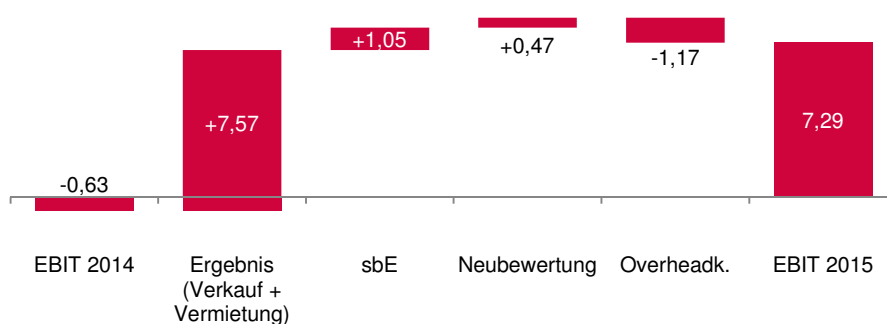
Ergebnis aus der Bewirtschaftung der Bestandsimmobilien (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Ausgehend vom Gesamtergebnis in Höhe von 7,30 Mio. € (VJ: -0,27 Mio. €) wurde ein deutlicher Anstieg des EBIT auf 7,29 Mio. € (VJ: -0,63 Mio. €) erreicht. Dabei wurde der Anstieg der Overheadkosten auf 2,93 Mio. € (VJ: 1,76 Mio. €), welche in erster Linie von Mehraufwendungen im Zusammenhang mit der erhöhten Transaktionsanzahl geprägt waren, von einem Anstieg des Bewertungsergebnisses auf 1,48 Mio. € (VJ: 1,01 Mio. €) sowie der sonstigen betrieblichen Erträge auf 1,45 Mio. € (VJ: 0,40 Mio. €) kompensiert.

EBIT-Brücke (in Mio. €)

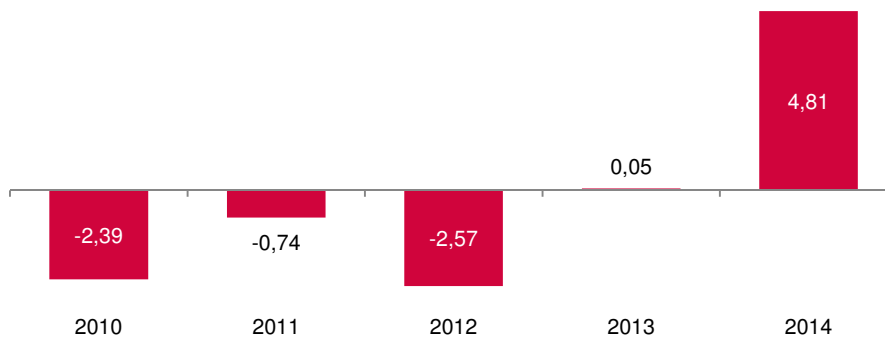


Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Demzufolge ist der EBIT-Anstieg nahezu ausschließlich auf das höhere Gesamtergebnis (Verkaufsergebnis + Vermietungsergebnis) zurückzuführen. Analog zum Umsatzrekordwert ist das in 2014 erreichte EBIT ebenfalls ein neuer Rekordwert. Grundsätzlich ist der Kapitalbedarf der CR AG aufgrund der Fokussierung auf den Bauträgerbereich vergleichsweise gering. Dabei müssen lediglich die Grundstücksankäufe sowie zum geringen Teil Baukosten vorfinanziert werden. Wichtig ist hierbei der Umstand, wonach der Baubeginn erst nach Erreichen einer bestimmten Vorverkaufsquote erfolgt. Bei einer folglich niedrigen Nettoverschuldung in Höhe von 3,64 Mio. € (31.12.13: 9,79 Mio. €) sind die Belastungen aus dem Finanzierungsbereich mit einem Finanzergebnis in Höhe von -0,32 Mio. € (VJ: -0,84 Mio. €) vergleichsweise niedrig.

Unter Berücksichtigung der Steueraufwendungen in Höhe von -2,16 Mio. € (VJ: Steuerertrag in Höhe von 1,52 Mio. €) erzielte die CR AG einen hohen Jahresüberschuss in Höhe von 4,81 Mio. € (VJ: 0,05 Mio. €).

Jahresüberschuss (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

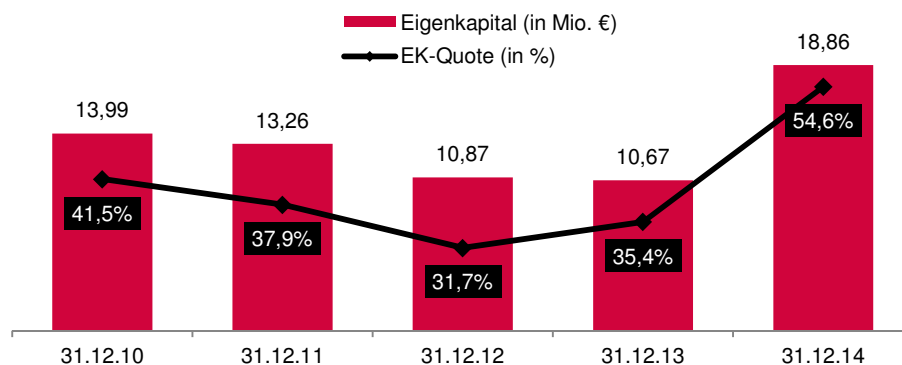
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2014

in Mio. €	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Eigenkapital	10,87	10,67	18,86
EK-Quote (in %)	31,7%	35,4%	54,6%
Operatives Anlagevermögen	6,94	7,83	8,92
Working Capital	13,34	9,91	10,86
Net Debt	12,12	9,31	3,64

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Die in 2014 erfolgten Transaktionen haben das Vermögensbild der CR AG zum Teil deutlich verändert. Im Vordergrund steht dabei der aus dem signifikanten Jahresüberschuss (4,81 Mio. €) sowie aus der erfolgten Kapitalerhöhung (3,78 Mio. €) resultierende Anstieg des Eigenkapitals auf 18,86 Mio. € (31.12.13: 10,67 Mio. €). Analog dazu erhöhte sich die EK-Quote auf 54,6 % (31.12.13: 35,4 %). Die Kapitalerhöhung steht dabei im Zusammenhang mit einer durchgeführten Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage durch Ausgabe von 3,78 Mio. neuen Aktien. Bei der Sacheinlage handelt es sich um eine ehemalige Forderung der Berliner Gesellschaft HAEMATO AG, welche dem MPH-Konzern angehört.

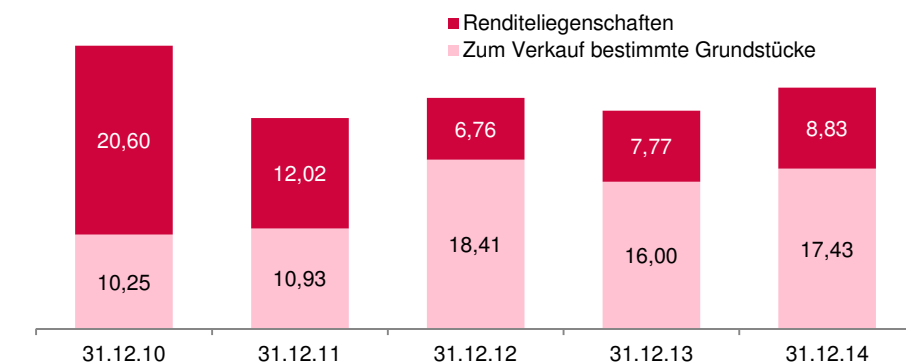
Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Die Aktivseite der CR-Bilanz wird vom Immobilienvermögen von insgesamt 26,26 Mio. € dominiert. Dabei handelt es sich sowohl um Renditeliegenschaften des Bewirtschaftungsbereiches in Höhe von 8,83 Mio. € (31.12.14: 7,76 Mio. €) als auch um Vorratsimmobilien des Bauträgersegments in Höhe von 17,43 Mio. € (VJ: 16,00 Mio. €). Der Wertzuwachs der Renditeliegenschaften ist auf ergebniswirksame, jedoch nicht liquiditätswirksame Höherbewertungen in Höhe von 1,48 Mio. € zurückzuführen.

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



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Dem überwiegenden Teil des Immobilienvermögens von insgesamt 26,26 Mio. € steht ein Eigenkapital in Höhe von 18,86 Mio. € gegenüber, was wir als ein sehr gesundes Verhältnis einstufen. Dies ist der Unternehmensstrategie geschuldet, wonach Immobilienprojekte im Vordergrund stehen, welche mit einem vergleichsweise geringen Vorfinanzierungsbedarf einhergehen. Dementsprechend zeigt auch der Loan-to-Value (LTV) mit nur 26,9 % ein sehr gutes Verhältnis zwischen Verbindlichkeiten und bilanziellem Immobilienbestand auf.

Cashflow- und Rentabilitätskennzahlen

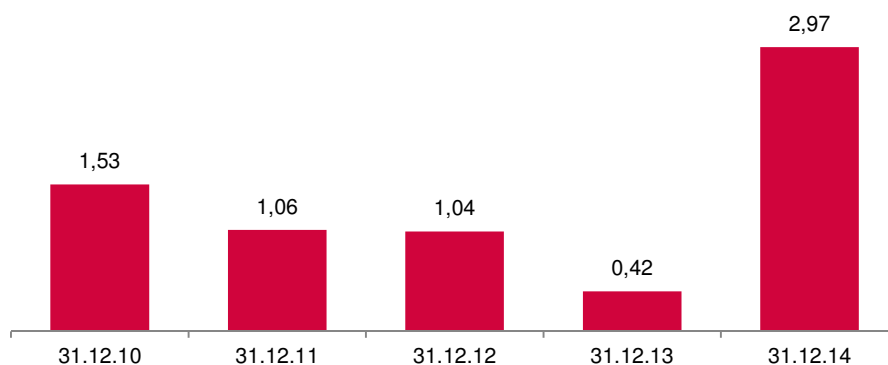
in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Cashflow (operativ)	-10,43	1,73	3,09
Cashflow (Investition)	15,04	3,77	0,85
Cashflow (Finanzierung)	-4,96	-6,12	-0,62

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Die hohe Volatilität beim Cashflow ist, ähnlich wie bei der Umsatz- und Ergebnisentwicklung, ein für Immobilienprojektierer typisches Bild. Der operative Cashflow in Höhe von 3,09 Mio. € (VJ: 1,73 Mio. €) zeigt dabei auf, dass die CR AG insbesondere mit den Transaktionen des Bauträgerbereiches in der Lage war, einen positiven Kapitalfluss zu generieren. Dass der operative Cashflow im Geschäftsjahr 2014 unterhalb des EBIT in Höhe von 7,29 Mio. € liegt, ist im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen. Hier spielt vor allem die Bereinigung der nicht liquiditätswirksamen Effekte (Höherbewertung der Renditeigenschaften) eine Rolle. Darüber hinaus werden im operativen Cashflow die Investitionen im Rahmen des Bauträgergeschäftes abgebildet, da diese den Vorräten zugeordnet werden. Besonders deutlich wird dies am stark negativen operativen Cashflow des Geschäftsjahres 2012, als hohe Investitionen in den Bauträgerbereich erfolgt sind.

Zusammen mit vergleichsweise geringen Investitionen ins Anlagevermögen sowie unter Berücksichtigung eines Finanzierungscashflows in Höhe von -0,62 Mio. € (Kapitalerhöhung hatte aufgrund der Sacheinlage keinen Liquiditätszufluss ausgelöst) haben sich die liquiden Mittel um insgesamt 2,55 Mio. € auf 2,96 Mio. € zum Ende des Geschäftsjahres 2014 erhöht.

Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

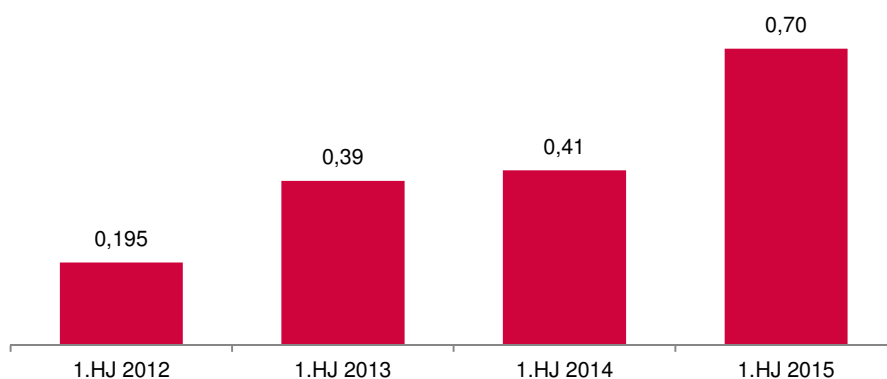
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2015

GuV (in Mio. €)	1.HJ 2014	Δ ggü. VJ	1.HJ 2015
Umsatzerlöse	1,89	+242,7%	6,48
EBIT	-0,23	+71,4%	-0,07
Periodenergebnis	-0,38	+16,1%	-0,32

Die erfolgreiche Entwicklung des vergangenen Geschäftsjahres 2014 hat sich im ersten Halbjahr 2015 fortgesetzt. Der wesentliche Faktor beim Anstieg der Gesamtumsätze auf 6,48 Mio. € (1.HJ/14: 1,89 Mio. €) war dabei die finale und planmäßige Übergabe des Projektes „Hohenzollerndamm 119“. Das noch niedrige Umsatzniveau des Vorjahreszeitraums ist auf die zu dem Zeitpunkt noch geringe Transaktionsaktivität der CR AG zurückzuführen.

Der Ausweitung der Umsatzerlöse steht in den ersten sechs Monaten 2015 ein Anstieg der Materialkosten auf insgesamt 5,77 Mio. € (1.HJ/14: 1,51 Mio. €) entgegen. Dieser Anstieg steht unserer Ansicht nach im Zusammenhang mit dem Buchwertabgang im Rahmen der Projektveräußerung „Hohenzollerndamm 119“, welcher nicht liquiditätswirksam aber ergebniswirksam ist. Insgesamt war das Verkaufsergebnis mit 0,33 Mio. € (1.HJ/14: 0,06 Mio. €) auch in den ersten sechs Monaten 2015 positiv. Zusammen mit dem Mietergebnis in Höhe von 0,38 Mio. € (1.HJ/14: 0,32 Mio. €) verbesserte sich der Rohertrag auf 0,70 Mio. € (VJ: 0,41 Mio. €).

Rohertrag (in Mio. €)



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Infolge einer leichten transaktionsbedingten Ausweitung der Overheadkosten auf 0,76 Mio. € (1.HJ/14: 0,64 Mio. €) wurde der Break-Even mit einem EBIT in Höhe von -0,07 Mio. € (1.HJ/14: -0,23 Mio. €) zwar knapp verpasst, der Vorjahreswert jedoch übertroffen.

Das erste Halbjahr 2015 ist vor allem aufgrund des Erwerbs eines neuen Großprojekts in Leipzig von wesentlicher Bedeutung. Hierbei handelt es sich um Grundstücke mit einer Gesamtgröße von ca. 85.000 qm und einer voraussichtlich erzielbaren Verkaufsfläche von 60.000 qm. Mit einem angestrebten Baubeginn im Frühjahr 2016 stellt dieses Projekt eine wichtige Grundlage für die weitere Unternehmensentwicklung sowie für unsere nachfolgend ausformulierten Prognosen und Modellannahmen dar.

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 im Bereich der so genannten Overhead-Kosten. • Solide Bilanzstruktur mit einer EK-Quote von 54,6 % sowie einer vergleichsweise geringen Nettoverschuldung (LTV: 26,9 %). • Mit den nahezu vollvermieteten Bestandsimmobilien verfügt die CR AG über einen stabilisierenden Faktor. 	<ul style="list-style-type: none"> • Die Gesellschaft weist eine für Bauträger typisch hohe Umsatz- und Ergebnisvolatilität auf. • Auch wenn im Geschäftsjahr 2014 deutlich positive Ergebnisniveaus erreicht wurden, das Erreichen einer nachhaltigen Profitabilität steht noch aus. • 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 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 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	18,34	6,59	39,71	30,80
EBITDA	7,37	1,02	6,13	5,28
EBITDA-Marge	40,7%	15,4%	15,4%	17,1%
EBIT	7,29	0,95	6,05	5,18
EBIT-Marge	40,3%	14,5%	15,2%	16,8%
Jahresüberschuss	4,81	0,51	4,10	3,49
EPS in €	0,26	0,03	0,22	0,19

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen 2015 - 2017

Unsere Prognosen zur Umsatz- und Ertragsentwicklung der CR AG fundieren in erster Linie auf der aktuellen und konkreten Projektpipeline. Zwar ist es ein erklärtes Ziel, den Ausbau der Projektpipeline opportunistisch voranzutreiben, die hieraus möglichen zusätzlichen Potenziale haben wir jedoch aufgrund der fehlenden Konkretisierung in unserem Prognosezeitraum nicht berücksichtigt. Es wird derzeit klar ersichtlich, dass die künftige Umsatz- und Ergebnisentwicklung der Gesellschaft von den Projekten „Borgmannstraße 16“ und dem in mehreren Bauabschnitten aufgeteilten Großprojekt „Halleschesfeld – Leipzig“ dominiert wird.

Standort	Projektumfang	Baubeginn	Fertigstellung
Borgmannstraße 16 - Berlin	ca. 3.500 qm	Januar 2015	Herbst 2016
Hallesches Feld – Leipzig	ca. 85.000 qm	Frühjahr 2016	Mehrere Bauabschnitte

Quelle: GBC AG

Für die Ermittlung des jeweils erwarteten Verkaufsvolumens haben wir ortsübliche Größenordnungen herangezogen. Während die aktuellen Wohnungspreise im Berliner Bezirk Köpenik im Durchschnitt bei 3.130 € (Borgmannstraße) liegen, werden in Leipzig beim Wohnungsneubau derzeit durchschnittlich 2.760 € aufgerufen (Quelle: Jones Lang LaSalle). Für beide Projekte unterstellen wir Verkaufspreise von 2.500 €/qm und liegen damit in unseren Schätzungen konservativ deutlich unterhalb des Marktdurchschnitts. Beim Großprojekt in Leipzig, dessen erzielbare Verkaufsfläche bei 60.000 qm liegt, gehen wir von insgesamt fünf Bauabschnitten aus. Gemäß unseren Erwartungen wird ab dem Geschäftsjahr 2016 jährlich ein Bauabschnitt fertiggestellt.

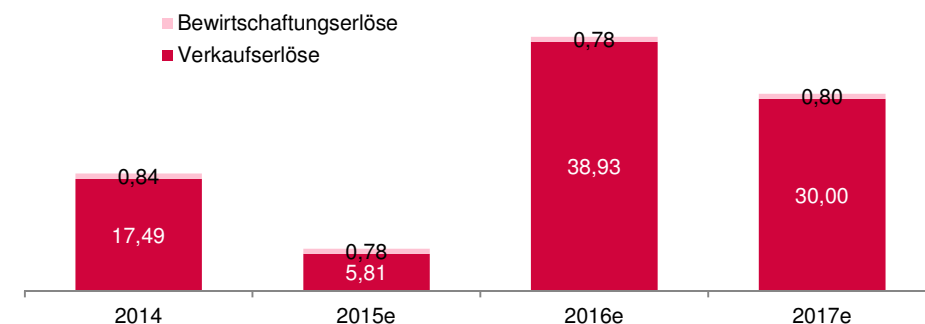
Für das laufende Geschäftsjahr 2015 berücksichtigen wir zudem die Umsatzerlöse aus der Übergabe von Eigentumswohnungen des Projektes „Hohenzollerndamm 119“. Diese Erlöse in Höhe von ca. 5,80 Mio. € wurden im Rahmen einer plangemäßen Übergabe bereits im ersten Halbjahr 2015 vereinnahmt. Demzufolge beliefen sich die Halbjahresumsätze 2015 bereits auf insgesamt 6,48 Mio. € (1.HJ/14: 1,89 Mio. €) und liefern damit für die Umsatzprognosen des laufenden Geschäftsjahres 2015 eine aussagekräftige Grundlage.

Hiervon ausgehend dürfte die CR AG im laufenden Geschäftsjahr 2015 Umsatzerlöse in Höhe von insgesamt 6,59 Mio. € erwirtschaften. Dementsprechend werden im zweiten Halbjahr 2015 gemäß unserer Erwartung keine weiteren Veräußerungen erfolgen, so dass der überwiegende Teil der Umsatzerlöse im ersten Halbjahr 2015 erwirtschaftet wurde. Für das kommende Geschäftsjahr 2016 rechnen wir im Rahmen der im Herbst geplanten Übergabe des Projektes „Borgmannstraße 16“ aber mit Umsatzerlösen von 8,93 Mio. €. Zudem sollte gemäß unseren Erwartungen der erste Bauabschnitt des Großprojektes in Leipzig ebenfalls im Herbst 2016 fertiggestellt werden, woraus wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 30,00 Mio. € rechnen. Sollte die CR AG, wie geplant, jähr-

lich einen Bauabschnitt des Projektes in Leipzig finalisieren, dann sind alleine aus diesem Projekt bis zum Jahr 2020 Umsatzerlöse von 30,00 Mio. € p.a. möglich.

Jeweils flankierend zum Bauträgersegment erzielt die Gesellschaft auf Basis des aktuellen Immobilienbestandes Mieterlöse in Höhe von jährlich ca. 0,75 Mio. €, diese nehmen jedoch eine nur untergeordnete Rolle in der erwarteten Umsatzentwicklung der kommenden Geschäftsjahre ein:

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen 2015 - 2017

Parallel zur Verkaufstätigkeit spielt für die Umsatz- und Ergebnisentwicklung der CR AG auch die Bautätigkeit eine wichtige Rolle. Einerseits wird der Baufortschritt der zum Bilanzstichtag nicht veräußerten und damit nicht umsatzwirksam gewordenen Projekte durch einen ergebniswirksamen Anstieg der Bestände wiedergegeben. Andererseits findet sich die Bautätigkeit der CR AG auch in den Erstellungskosten (Aufwendungen aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien) wieder. Als dominante Aufwandsposition rechnen wir hier, analog zur erwarteten Zunahme der Bauaktivität, mit einem Anstieg der Materialaufwendungen. Gleichzeitig berücksichtigen wir die Buchwertabgänge zum Übergabezeitpunkt.

Abzüglich der übrigen Kostenpositionen (Personalaufwand, sonstiges betriebliches Ergebnis, Abschreibungen), sehen wir EBIT-Margen oberhalb von 15,0 % als realistisch an. An dieser Stelle berücksichtigen wir auch das skalierbare Geschäftsmodell der CR AG, wonach die fixen Kostenpositionen nicht den höheren Umsätzen folgen werden. Gleichzeitig stellt das EBIT die Grundlage für unser DCF-Bewertungsmodell dar.

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 2015 - 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2022 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 17,1 % 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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen (mit einer Untergrenze von 2,0%) für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan 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 1,50 %.**

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 10,18 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,58 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,58 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 2,45 €.

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	17,1%	ewige EBITA - Marge	16,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	1,7%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	50,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	6,59	39,71	30,80	31,42	32,04	32,69	33,34	34,01	
US Veränderung	-64,1%	502,7%	-22,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,74	4,50	3,53	3,64	3,78	3,93	4,07	4,23	
EBITDA	1,02	6,13	5,28	5,38	5,49	5,60	5,71	5,83	
EBITDA-Marge	15,4%	15,4%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	
EBITA	0,95	6,05	5,18	5,24	5,35	5,46	5,57	5,69	
EBITA-Marge	14,5%	15,2%	16,8%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Steuern auf EBITA	-0,29	-1,81	-1,54	-1,56	-1,59	-1,63	-1,66	-1,70	
zu EBITA	30,0%	30,0%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
EBI (NOPLAT)	0,67	4,23	3,64	3,68	3,75	3,83	3,91	3,99	
Kapitalrendite	3,4%	17,9%	15,4%	15,6%	15,3%	15,5%	15,8%	16,0%	16,2%
Working Capital (WC)	14,75	14,86	14,86	15,87	16,18	16,51	16,84	17,17	
WC zu Umsatz	223,9%	37,4%	48,3%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	
Investitionen in WC	-3,89	-0,11	0,00	-1,00	-0,32	-0,32	-0,33	-0,34	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	8,90	8,82	8,72	8,62	8,47	8,33	8,18	8,04	
AFA auf OAV	-0,07	-0,08	-0,10	-0,15	-0,15	-0,14	-0,14	-0,14	
AFA zu OAV	0,7%	0,9%	1,1%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	
Investitionen in OAV	-0,04	0,00	0,00	-0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investiertes Kapital	23,65	23,68	23,58	24,49	24,66	24,83	25,02	25,22	
EBITDA	1,02	6,13	5,28	5,38	5,49	5,60	5,71	5,83	
Steuern auf EBITA	-0,29	-1,81	-1,54	-1,56	-1,59	-1,63	-1,66	-1,70	
Investitionen gesamt	-3,93	-0,11	0,00	-1,05	-0,32	-0,32	-0,33	-0,33	
Investitionen in OAV	-0,04	0,00	0,00	-0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in WC	-3,89	-0,11	0,00	-1,00	-0,32	-0,32	-0,33	-0,34	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,20	4,20	3,74	2,77	3,58	3,65	3,73	3,80	54,27

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	49,13	49,14
Barwert expliziter FCFs	18,62	16,01
Barwert des Continuing Value	30,51	33,13
Nettoschulden (Net debt)	7,06	3,05
Wert des Eigenkapitals	42,07	46,09
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	42,07	46,09
Ausstehende Aktien in Mio.	18,78	18,78
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,24	2,45

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,58
Eigenkapitalkosten	10,2%
Zielgewichtung	70,0%
Fremdkapitalkosten	6,4%
Zielgewichtung	30,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,6%

Kapitalrendite	WACC				
	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%
15,7%	2,63	2,50	2,39	2,29	2,20
15,9%	2,66	2,54	2,42	2,32	2,23
16,2%	2,70	2,57	2,45	2,35	2,25
16,4%	2,73	2,60	2,48	2,38	2,28
16,7%	2,77	2,64	2,52	2,41	2,31

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,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, Susanne Klebl, Email: klebl@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 CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst

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