



Researchstudie (Initial Coverage)

The Grounds Real Estate Development AG



„Ein attraktiver Immobilienbestandshalter entsteht“

Hohe Renditepotenziale und stabile Cashflows mit Immobilienentwicklung und Bestandshaltung; Umfangreiche Projektpipeline vorhanden; Kursziel deutlich über Preis der aktuellen Kapitalerhöhung

Kursziel: 5,40 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 11**

The Grounds Real Estate Development AG^{*4;5a;6a;11}

Kaufen

Kursziel: 5,40

aktueller Kurs: 2,90
 17.11.2017 XETRA-Schluss
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2GSVV5
 WKN: A2GSVV
 Börsenkürzel: AMM
 Aktienanzahl (Pre Money)³:
 12,90
 Aktienanzahl (Post Money)³:
 18,00
 Marketcap³(Post Money):
 50,40
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:

Freiverkehr
 Marktsegment:
 Börse Düsseldorf(Primärmarkt)
 First Quotation Board Frankfurt
 Rechnungslegung:
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
 goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien
 Fokus: Development, Bestandshaltung, Trading

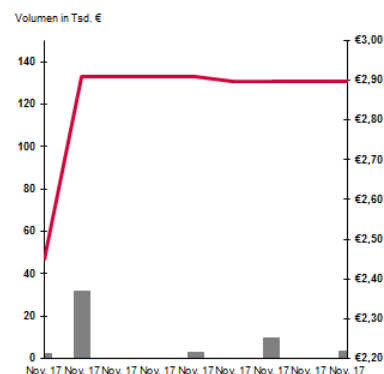
Mitarbeiter: 5 Stand: November 2017

Gründung: 2017

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Andreas Steyer, Hans Wittmann,
 Eric Mozanowski

Die The Grounds-Gruppe fokussiert sich auf den Erwerb und die Entwicklung von Wohnimmobilien und hat es sich zum Ziel gesetzt, bezahlbaren Wohnraum für unterschiedliche Phasen von Lebensabschnitten bereit zu stellen, indem sie als Kompletanbieter die Geschäftsfelder Investments (inkl. Property-/ Asset-Management), Development und Trading abbildet. Der Fokus liegt auf Wohnimmobilien, aber auch auf Spezialimmobilien wie Studenten- und Altenwohnheime, in den deutschen Metropolregionen und an attraktiven Standorten sowie in aufstrebenden Randlagen in Deutschland. Mittelfristig soll ein signifikanter Immobilienbestand in einer Größenordnung von 500 Mio. Euro aufgebaut werden, welcher die Erwirtschaftung stabiler Erträge und damit zukünftig Dividendenausschüttungen an die The Grounds-Aktionäre ermöglicht. Die The Grounds-Gruppe strebt durch die eigene Wertschöpfung im Rahmen der Entwicklung von Wohnraum und der damit einhergehenden Entwicklung der Marktkapitalisierung die Positionierung als eines der führenden deutschen Immobilienunternehmen an.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017e	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Gesamtleistung	15,77	20,72	56,65	132,56
EBITDA	2,14	13,14	15,11	29,97
EBIT	2,13	9,69	11,73	26,65
Jahresüberschuss	1,53	0,72	0,86	9,30

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,09	0,04	0,05	0,52
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Gesamtleistung	2,73	2,08	0,76	0,32
EV/EBITDA	20,10	3,27	2,85	1,44
EV/EBIT	20,20	4,44	3,67	1,61
KGV	32,94	70,00	58,60	5,42
KBV	3,51	1,73	1,68	1,28

Finanztermine

27.11.17: Eigenkapitalforum Frankfurt
 12.12.17: MKK-Münchner Kapitalmarkt Konf.

**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

- Die The Grounds-Gruppe beabsichtigt, nach der bereits erfolgten Integration der operativen Tochtergesellschaft The Grounds Real Estate AG, die Wertschöpfungskette im Immobilienbereich möglichst breit abzudecken. Der Konzern plant im Rahmen der Projektentwicklung (Development) die Entwicklung von Wohn- und Gewerbeimmobilien. Hierzu kommen sowohl der Ankauf von unentwickelten Grundstücken als auch von Grundstücken mit Baugenehmigung in Betracht aber auch der Erwerb von bestehenden Immobilien mit anschließender Renovierung oder Umwandlung. Die Projektentwicklung soll dabei vorrangig für den Aufbau der eigenen Bestandshaltung betrieben werden. Objekte, die nicht die langfristigen Investitionskriterien der Gesellschaft erfüllen, können jedoch auch kurzfristig veräußert werden.
- Mit diesem integrierten Geschäftsmodell nimmt die The Grounds-Gruppe eine herausragende Stellung innerhalb der deutschen börsennotierten Immobiliengesellschaften ein. Die Verbindung der Ertragspotenziale des Development-Segments mit der Nachhaltigkeit der Immobilienbestandshaltung ist unseres Erachtens eine sehr attraktive Kombination. Die Gruppe plant dabei mittelfristig den Immobilienbestand auf bis zu 500 Mio. € deutlich auszubauen, um damit eine umfangreiche Basis für stabile Erträge zu erlangen sowie eine kontinuierliche Dividendenstrategie umzusetzen. Gleichzeitig ist die Gesellschaft in der Lage, am sehr attraktiven Marktumfeld zu partizipieren. Niedrige Zinsniveaus, steigende Einwohnerzahlen in den von der Gesellschaft adressierten Gebieten aber auch eine für Projektentwickler günstige Entwicklung der Baukosten, sind die wichtigsten Treiber hinter einer erwarteten dynamischen Nachfrageentwicklung nach Wohnimmobilien.
- Die The Grounds-Gruppe verfügt derzeit über fünf vertraglich gesicherte Entwicklungsprojekte sowie über weitere acht Projekte, die sich aktuell in einer fortgeschrittenen Verhandlungsphase befinden. Der regionale Projektfokus liegt dabei insbesondere auf den wachstumsstarken Metropolregionen Frankfurt am Main und Berlin. Bei einer geplanten durchschnittlichen Eigenkapitalquote auf Ebene der Projektgesellschaft in Höhe von 25 % ist die The Grounds-Gruppe in der Lage, hohe Investitionsvolumina zu stemmen. Beim Aufbau des Immobilienbestandes sind bei The Grounds, neben der typischen Bankkreditfinanzierung, auch Sachkapitalerhöhungen, Barkapitalerhöhungen oder Mezzanine-Finanzierungen mögliche Optionen.
- Im Zuge der erwarteten fortschreitenden Realisierung der Projektpipeline rechnen wir in den kommenden Geschäftsjahren mit einem deutlichen Anstieg der Umsatzerlöse, bei einem grundsätzlich hohen Rentabilitätsniveau. Sowohl der von uns antizipierte Aufbau der Mieterlöse als auch die realisierbaren Projektmargen sollten in Kombination eine EBIT-Marge von deutlich höher als 20,0 % ermöglichen. Für 2020, unserem letzten konkreten Schätzzahr, rechnen wir konservativ noch mit einer auf die Gesamtleistung bezogenen EBIT-Marge in Höhe von 20,1 %, bei einer Gesamtleistung in Höhe von 132,56 Mio. €. Mittelfristig sind sogar noch höhere Ergebnismargen möglich, was wir in unserem DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt haben.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Wert (post money) in Höhe von 5,40 € je Aktie ermittelt. Dieser liegt deutlich oberhalb des aktuellen Platzierungspreises der laufenden Kapitalerhöhung in Höhe von 2,20 € und damit vergeben wir das Rating KAUFEN.

UNTERNEHMEN

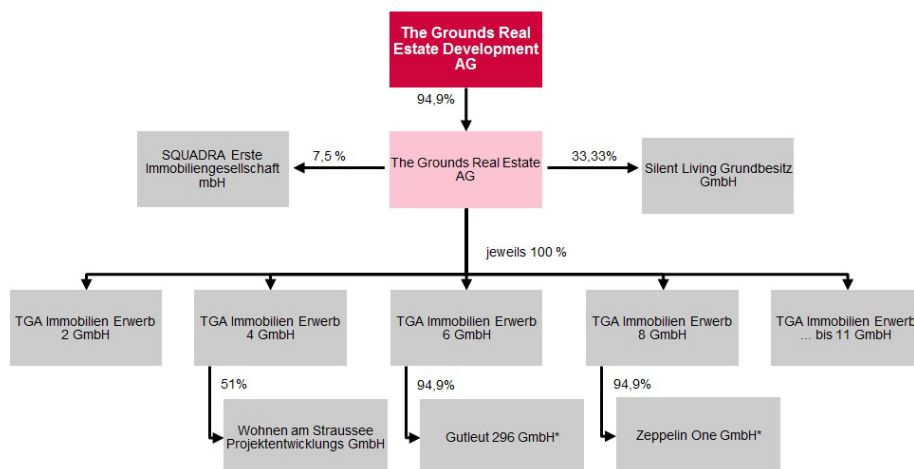
Kapitalmaßnahmen zur Etablierung des Geschäftsmodells

Die im Jahr 2007 gegründete Obergesellschaft The Grounds Real Estate Development AG (kurz: The Grounds) firmierte bis Juni 2017 unter dem Namen „Netwatch AG“ und war bis zu diesem Zeitpunkt eine im Freiverkehr der Börse Düsseldorf notierte Mantelgesellschaft ohne operatives Geschäft. Bei der im Juni 2017 stattgefundenen Hauptversammlung wurden im Rahmen eines Kapitalerhöhungs-Beschlusses 94,9 % der Anteile an der operativen Konzerngesellschaft The Grounds Real Estate AG (kurz: TGRE) als Sacheinlage gegen Gewährung von 12,5 Mio. Aktien eingebracht. Da die erworbene Gesellschaft dadurch die Mehrheit am Erwerber erlangt hat, handelt es sich dabei faktisch um einen so genannten „umgekehrten Unternehmenserwerb“ (reverse takeover).

Nach der Einbindung der in 2014 gegründeten und im Bereich der Immobilienentwicklung und -bestandshaltung tätigen TGRE ist im Rahmen einer bis zum 23.11.2017 laufenden Barkapitalerhöhung die Platzierung von bis zu 5,1 Mio. Aktien zu einem Bezugspreis von 2,20 € geplant. Der Bruttoerlös in Höhe von bis zu 11,22 Mio. € soll dabei in erster Linie für den Aufbau von Immobilienbeständen sowie zur Deckung sonstiger operativer Kosten verwendet werden.

Unternehmensstruktur

Nach dem Erwerb von 94,9 % der operativ im Immobilienbereich tätigen TGRE weist die The Grounds nun eine für Immobilienunternehmen typische Unternehmensstruktur auf, welche von einzelnen Projektgesellschaften geprägt ist. Da The Grounds über die TGRE die Mehrheit am überwiegenden Teil der Projektgesellschaften hält, werden diese im Rahmen der künftigen Konzernberichterstattung vollkonsolidiert. Bisher hat der The Grounds-Konzern aufgrund des unterjährig erfolgten Erwerbs der operativ tätigen Tochtergesellschaft lediglich eine Pro-Forma-Konsolidierung für den Zeitraum 01.01.17 – 30.06.17 vorgenommen. In der Pro-Forma-Darstellung wurde im Rahmen der Kapitalkonsolidierung ein buchhalterischer negativer Ausgleichsposten im Eigenkapital in Höhe von 12,45 Mio. € gebildet, wodurch das Eigenkapital im Vergleich zum Einzelabschluss der Konzernobergesellschaft signifikant niedriger ausgewiesen wird.



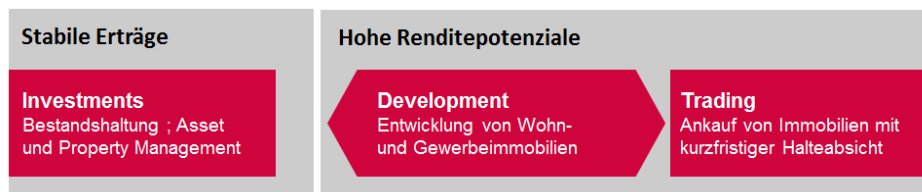
Quelle: The Grounds Real Estate Development AG; GBC AG

Darstellung der Unternehmensstrategie

Der The Grounds-Konzern beabsichtigt mit der Verbindung aus Projektentwicklungs-kompetenz und Immobilienbestandshaltung eine möglichst breite Abdeckung der Wert-schöpfung im Immobilienbereich. Grundsätzlich stehen im Fokus der Gesellschaft im Rahmen des „**Development**“ die Entwicklung von Wohn- und Gewerbeimmobilien, vor-rangig für den Aufbau des Eigenbestandes. Bei der Projektentwicklung kommen dabei sowohl der Ankauf von unentwickelten Grundstücken als auch von Grundstücken mit Baugenehmigung in Betracht. Darüber hinaus können auch bereits bestehende Immobi-lien umgewandelt bzw. renoviert werden.

Die im Bereich „**Investments**“ zusammengefasste Bestandshaltung speist sich demnach primär aus den selbst entwickelten Immobilienprojekten und damit der eigenen Wert-schöpfung. Die regionale Fokussierung umfasst insbesondere die Ballungsräume Berlin und Frankfurt am Main aber auch gute Lagen in mittelgroßen Städten (Secondary Ci-ties). Mit der Konzentration auf Wohnimmobilien möchte die Gesellschaft von einer regi-onenspezifischen erwarteten dynamischen Nachfrage in diesem Objektsegment profitie-ren. Im Rahmen des Asset oder Property Managements soll die Kontrolle und Steuerung der Portfolios abgedeckt sowie eine nachhaltige Wertsteigerung erreicht werden.

Objekte, die nicht die langfristigen Investitionskriterien der Gesellschaft erfüllen, werden zur kurzfristigen Realisierung von Ergebnisbeiträgen dem „**Trading**“-Segment zugeord-net. Innerhalb dieses Geschäftsbereiches sollen selbstentwickelte Objekte aber auch Immobilien oder Portfolios zum Zwecke der kurzfristigen Wertsteigerung erworben und nach einer kurzfristigen Haltedauer veräußert werden.



Quelle: The Grounds Real Estate Development AG; GBC AG

Mit diesem integrierten Geschäftsmodell nimmt die The Grounds-Gruppe eine herausra-gende Stellung innerhalb der deutschen börsennotierten Immobiliengesellschaften ein. Die Verbindung der Ertragspotenziale des Development-Segments mit der Nachhaltig-keit der Immobilienbestandshaltung ist unseres Erachtens eine sehr attraktive Kombina-tion. Die Gruppe plant dabei mittelfristig den Immobilienbestand auf bis zu 500 Mio. € deutlich auszubauen, um damit eine umfangreiche Basis für stabile Erträge zu erlangen sowie eine kontinuierliche Dividendenstrategie umzusetzen.

Sehr erfahrenes Team von Immobilienspezialisten

Flankiert wird die Strategie mit den Vorständen Andreas Steyer (CEO), Hans Wittmann (CFO) und Eric Mozanowski (COO) von einem sehr erfahrenen Management, mit lang-jährigen Erfahrungen im Bereich der Immobilienentwicklung und des Aufbaus hoher Immobilienbestände. Beispielsweise hat CEO Andreas Steyer bei der DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG, unter seiner Verantwortung als CEO, einen Immobilienbe-stand in Höhe von nahezu 1,0 Mrd. € aufgebaut. Herr Wittmann und Herr Mozanowski hatten zuvor bei der Estavis AG und bei der Charmatin Meermann AG hohe Transakti-onsvolumina verantwortet und bringen damit auch entsprechend hohes Projekt- und Trading-Know-How.

Vorstand der Gesellschaft

Andreas Steyer (CEO)



Herr Steyer ist Dipl. Betriebswirt und Immobilienökonom (ebs) und MRICS (Member of the Royal Institution of Chartered Surveyors). Er begann seine berufliche Laufbahn 1992 bei der KPMG. Ab dem Jahr 1998 bis 2005 war Herr Steyer Partner bei der Arthur Andersen Real Estate GmbH, sowie Partner bei der Ernst & Young Real Estate GmbH (Fusion beider Gesellschaften in 2002). Zwischen 2005 und 2007 leitete er als Geschäftsführer die Deko Immobilien Investment GmbH. In 2010 wurde Herr Steyer zum Head of Real Estate der ÖVAG (Österreichische Volksbank AG) in Wien berufen, wo er den gesamten Real Estate Bereich (Gesamtvolumen ca. EUR 6 Mrd.) der Bank restrukturierte. Im Rahmen dieser Tätigkeit hatte er diverse Aufsichtsratsmandate von Immobiliengesellschaften inne. Ab 2013 übernahm Herr Steyer die Position als Vorstandsvorsitzender der börsennotierten Magnet Real Estate AG. Im Laufe seiner Amtszeit wurde die Gesellschaft in DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG umbenannt und konnte ihre Börsenkapitalisierung von rd. EUR 5 Mio. auf über EUR 200 Mio. erhöhen. GF der DEKA-Immobilieninvestment GmbH und Partner bei Arthur Andersen und EY.

Hans Wittmann (CFO)



Herr Wittmann hat von September 1985 bis Mai 1991 Betriebswirtschaftslehre an der Friedrich-Alexander Universität, Erlangen-Nürnberg studiert. Seine Kompetenzen liegen in der Organisation von Finanzierungsstrukturen und der Akquisition von Investoren. Von 2006 bis 2009 war Herr Wittmann Finanzvorstand der Estavis AG Berlin (der heutigen Accento Real Estate AG). Er brachte die Estavis AG 2007 an die Börse. Er leitete die Prospekterstellung, Roadshows und die Akquisition von Investoren. So gelang eine Marktkapitalisierung der Estavis AG von rund EUR 250 Mio. Von 2010 bis 2012 war Herr Wittmann Finanzvorstand der Chamartin Meermann Immobilien AG Berlin und von 2012 bis 2014 Berater bei einem deutschen Beteiligungsunternehmen mit dem Auftrag, den Immobilienbereich zu sanieren und die Beteiligungen südafrikanischer und mosambikanischer Industrieunternehmen zu restrukturieren. Seit deren Gründung im Jahr 2014 ist Herr Wittmann Vorstand der TGRE AG.

Eric Mozanowski (COO)



Herr Mozanowski, Kaufmann der Grundstücks- und Wohnungswirtschaft, ist seit 1988 selbstständig und hat in den letzten knapp 30 Jahren verschiedene Immobilienunternehmen aufgebaut und beraten. Dabei konzentrierte er sich auf die Projektentwicklung und Sanierung von Bestands- und Denkmalschutzobjekten und deren anschließende Vermarktung, mit einem Verkaufsvolumen von über 10.000 abgewickelten Wohneinheiten. Von 2008 bis 2011 war Herr Mozanowski Vorstand der Estavis AG Berlin. Seit Juni 2014 ist Herr Mozanowski Mitglied des Aufsichtsrats der TGRE AG. Seit dem 22. März 2017 ist Herr Mozanowski Vorstand der Emittentin und wurde zunächst für die Dauer von zwölf Monaten bestellt.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

Aktuelle Projektpipeline

„Fünf Entwicklungsprojekte fest, 8 in Verhandlung“

Die aktuelle Projektpipeline der The Grounds stellt die wesentliche Grundlage für unsere nachfolgend ausformulierten Umsatz- und Ergebnisprognosen des Prognosezeitraums 2017-2019 dar. Derzeit verfügt der Konzern über fünf bereits vertraglich gesicherte Entwicklungsprojekte sowie über weitere acht Projekte, die sich aktuell in einer fortgeschrittenen Verhandlungsphase befinden.

Blue Towers* (Frankfurt am Main)

Zweck: Sanierung und Umwandlung von Bürotürmen

Nutzfläche gesamt: 17.790 qm

Potenzielle Mieteinnahmen: 5,20 Mio. €

Möglicher Verkaufspreis: 38,0 Mio. €
(nach Baugenehmigung)



*Anteilsquote The Grounds: 7,5% (Gewinnbeteiligung: 30%)

Microappartementanlage (Frankfurt am Main)

Zweck: Grundstücksentwicklung und Neubau Boarding House

Nutzfläche gesamt: ca. 14.000 qm

Potenzielle Mieteinnahmen: 2,69 Mio. €

Möglicher Verkaufspreis: 61,43 Mio. €
(nach Fertigstellung des Projektes)



Boardinghouse Terminal 3 (Neu Isenburg)

Zweck: Gewerbe-Projektentwicklung

Nutzfläche gesamt: ca. 10.230 qm

Potenzielle Mieteinnahmen: 2,71 Mio. €

Möglicher Verkaufspreis: 51,15 Mio. €
(nach Fertigstellung des Projektes)



Quelle: The Grounds Real Estate Development AG; GBC AG

Darüber hinaus verfügt die Gesellschaft mit einem Wohnprojekt in Oldenburg und einer Baulandentwicklung in Schwarzheide über zwei weitere Entwicklungsprojekte. Die Fertigstellung dieser Projekte und damit die Hebung umfangreicher Ergebnisbeiträge ist zwar von der Gesellschaft grundsätzlich geplant, ein Abverkauf nach Erlangung der Baugenehmigung ist jedoch auch vor dem Hintergrund eines schnellen Liquiditätszugangs ein weiteres mögliches Szenario. Denn bereits mit Erlangung der Baugenehmigung ist die schnelle Realisierung von hohen Ergebnisbeiträgen möglich.

Flankierend zu den vertraglich gesicherten Immobilienprojekten verfügt die Gesellschaft über eine umfangreiche Projektpipeline, für die zum Teil Vertragsverhandlungen begonnen haben. Gemäß unseren Erkenntnissen umfassen die derzeit in Verhandlungen befindlichen Objekte ein Investitionsvolumen in Höhe von über 370 Mio. €, was eine sehr umfangreiche Basis der künftigen Unternehmensentwicklung darstellt. Bei den Projekten handelt es sich dabei sowohl um Objekte aus dem Bereich Development (Grundstücksentwicklung, Projekterstellung etc.) als auch um fertigentwickelte Objekte für den Bestandsaufbau.

Typischerweise findet die Finanzierung der Projekte im Rahmen von Non-Recourse-Darlehen auf Ebene der Projektgesellschaften statt. Bei einer erwarteten durchschnittlichen Eigenkapitalquote auf Ebene der Projektgesellschaft in Höhe von 25 % ist die The Grounds-Gruppe in der Lage, hohe Investitionsvolumina zu stemmen. Dies gilt insbesondere für den Development-Bereich, im Rahmen dessen eine Erwerberfinanzierung

möglich ist, wodurch der Finanzbedarf erheblich niedriger liegt als im Bereich der Bestandshaltung. Beim Aufbau des Immobilienbestandes sind bei The Grounds, neben der typischen Bankkreditfinanzierung, auch Sachkapitalerhöhungen, Barkapitalerhöhungen oder Mezzanine-Finanzierungen mögliche Optionen. Zudem dürfte der zwischenzeitliche Abverkauf von Projektentwicklungen einen entsprechenden Liquiditätszugang generieren und damit die Innenfinanzierungskraft stärken. Mit der aktuell laufenden Kapitalerhöhung in Höhe von bis zu 11,22 Mio. € lässt sich zeitnah ein Investitionsvolumen in Höhe von nahezu 45 Mio. € realisieren.

Umsatz- und Ergebnisprognosen

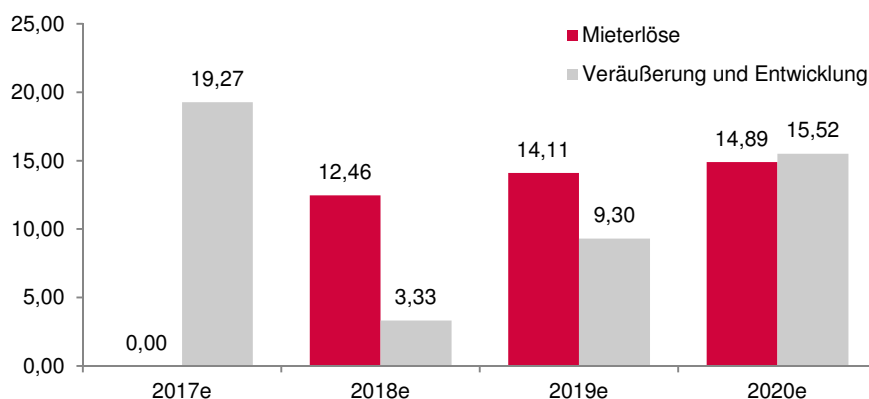
in Mio. €	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	19,27	15,78	23,41	30,40
Gesamtleistung	15,77	20,72	56,65	132,56
EBITDA	2,14	13,14	15,11	29,97
EBIT	2,13	9,69	11,73	26,65
Jahresüberschuss	1,53	0,73	0,84	9,30
Eigenkapital	14,34	29,13	29,97	39,27
Immobilienvermögen	42,16	266,47	317,33	396,62
Zinstragendes FK	41,54	170,67	242,53	265,83

Quelle: GBC AG; * The Grounds Real Estate Development AG (Pro-Forma)

Aufbauend auf den bereits gesicherten umfangreichen Immobilienprojekten sowie der noch in Verhandlung befindlichen Projektpipeline haben wir die Umsatz- und Ergebnisprognosen für die kommenden Geschäftsjahre 2017 - 2020 ausformuliert. Während das laufende Geschäftsjahr 2017 noch zunächst von Umsätzen bereits abgeschlossener bzw. veräußerter Projekte geprägt sein wird, findet sich die Basis der künftigen Geschäftsentwicklung in der aktuellen Projektpipeline. Die Prognosen 2017 - 2018 entsprechen dabei weitestgehend der im Rahmen des Wertpapierprospektes veröffentlichten Plan-Ergebnisrechnung.

Die erwarteten 2017er Umsatzerlöse in Höhe von 19,27 Mio. € entsprechen dabei den bereits gesicherten Umsätzen (Verkaufspreis) aus kurzfristigen Immobilienprojekten, die bis zur Baureife entwickelt und anschließend veräußert wurden. Im Einzelnen handelt es sich dabei um ein Wohnportfolio in Schwarzeide (Verkaufspreis: 10,0 Mio. €), um einen Wohnpark in Strausberg (2,7 Mio. €), sowie um ein Grundstück (0,8 Mio. €) bzw. ein Studentenwohnheim in Halle (4,9 Mio. €).

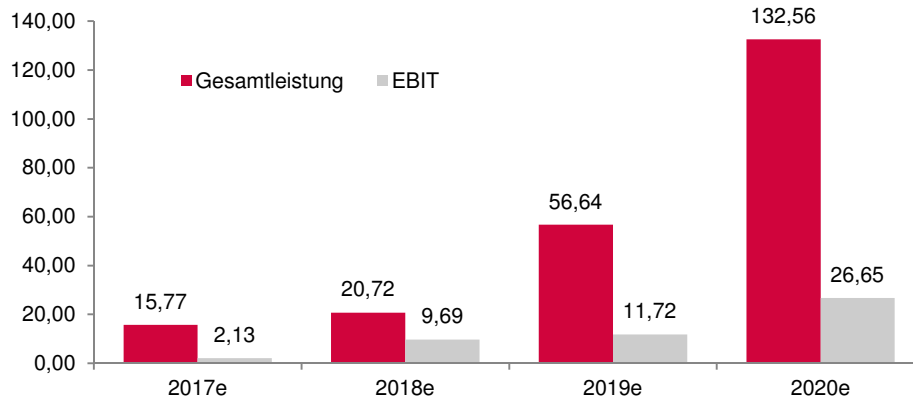
Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einem deutlichen Ausbau der Bestandsimmobilien, vor allem bedingt durch einen Zugang eines Gewerbeimmobilienportfolios aus der aktuellen Projektpipeline. Parallel dazu sollen zwar die aktuellen Entwicklungsprojekte weiter vorangebracht, aufgrund einer Realisierungsdauer von bis zu 18 Monaten rechnen wir jedoch erst mit einem Anstieg der Veräußerungserlöse ab dem Geschäftsjahr 2019. In 2018 haben wir den anteiligen Erlös aus der Projektentwicklung Blue Towers (bis zur Baugenehmigung) unterstellt.

Entwicklung Gesamtleistung und EBIT (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Analog zum sukzessiven Ausbau des Bestandsvermögens sowie zum Fortschritt der Projektentwicklungen erwarten wir für die kommenden Geschäftsjahre eine dynamische EBIT-Entwicklung. Das 2020er EBIT in Höhe von 26,65 Mio. € entspricht dabei einer auf die Gesamtleistung bezogenen EBIT-Marge in Höhe von 20,1 %. Grundsätzlich geht das Geschäftsmodell der The Grounds-Gruppe mit einem vergleichsweise hohen Rentabilitätsniveau einher. Während den Mieterträgen nur geringe Aufwendungen gegenüberstehen, rechnen wir bei den Projektentwicklungen mit Projektmargen (vor Finanzierung), welche zum Teil deutlich oberhalb von 10 % liegen. Belegt wird dies auch durch die bereits abgeschlossenen Referenzprojekte, für die sich die Projektmargen in einer Bandbreite von 7,2 % bis 44,0 % bewegen.

Ausgehend vom deutlichen EBIT-Anstieg sollte die The Grounds-Gruppe unseren Erwartungen zufolge in der Lage sein, die steigenden Finanzierungsaufwendungen vollständig abzudecken und damit ein jeweils positives Nachsteuerergebnis zu erzielen. Beim Zinsergebnis unterstellen wir einen durchschnittlichen EK-Anteil bei den Projektgesellschaften in Höhe von ca. 25 %.

Das Eigenkapital der The Grounds-Gruppe dürfte infolge der erwarteten positiven Nachsteuerergebnisse sukzessive ansteigen. Auf Einzelabschluss-Ebene, was die Grundlage für etwaige Dividendenzahlungen darstellt, sollte das Eigenkapital aufgrund des fehlenden rein buchhalterischen Ausgleichspostens aus Unternehmenserwerb mit ca. 40 Mio. € (31.12.2020) sogar deutlich höher ausfallen.

Bewertung

Modellannahmen

Die The Grounds Real Estate Development AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017-2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen bei der Gesamtleistung von 3,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 22,6 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25,0 % 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 The Grounds Real Estate Development 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 %.**

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 1,29.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,32 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 50 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,66 %.

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir für The Grounds Real Estate Development AG einen fairen Wert (post money) in Höhe von 5,40 € ermittelt. Wir haben die aktuell laufende Kapitalerhöhung hinsichtlich der Verwässerung und des Liquiditätszugangs in voller Höhe berücksichtigt.

DCF-Modell

The Grounds Real Estate Development AG - Discounted Cashflow Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	24,8%	ewige EBITA - Marge	23,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	1,2%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	110,0%		

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									
Gesamtleistung (GL)	15,77	20,72	56,65	132,56	137,20	142,00	146,97	152,12	
GL Veränderung	797,1%	31,4%	173,4%	134,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	2,0%
GL zu operativen Anlagevermögen	2,66	0,10	0,27	0,61	0,62	0,62	0,63	0,63	
EBITDA	2,14	13,14	15,11	29,96	34,03	35,22	36,45	37,72	
EBITDA-Marge	13,6%	63,4%	26,7%	22,6%	24,8%	24,8%	24,8%	24,8%	
EBITA	2,13	9,69	11,73	27,44	31,43	32,58	33,69	34,90	
EBITA-Marge	13,5%	46,8%	20,7%	20,7%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	23,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,08	-2,50	-2,93	-6,86	-7,86	-8,14	-8,42	-8,73	
EBI (NOPLAT)	2,05	7,19	8,80	20,58	23,57	24,43	25,27	26,18	
Kapitalrendite	29,0%	17,4%	3,5%	7,2%	6,7%	6,6%	6,5%	6,6%	6,6%
Working Capital (WC)	35,39	41,40	75,70	134,62	150,92	156,20	161,67	167,33	
WC zur Gesamtleistung	224,4%	199,8%	133,6%	110,0%	110,0%	110,0%	110,0%	110,0%	
Investitionen in WC	-28,34	-6,01	-34,30	-58,92	-16,30	-5,28	-5,47	-5,66	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,93	212,62	209,95	216,62	220,00	230,00	235,00	240,00	
AFA auf OAV	-0,01	-3,45	-3,38	-2,52	-2,60	-2,64	-2,76	-2,82	
AFA zu OAV	0,2%	1,6%	1,6%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Investitionen in OAV	-5,93	-210,14	-0,71	-9,19	-5,98	-12,64	-7,76	-7,82	
Investiertes Kapital	41,32	254,02	285,65	351,24	370,92	386,20	396,67	407,33	
EBITDA	2,14	13,14	15,11	29,96	34,03	35,22	36,45	37,72	
Steuern auf EBITA	-0,08	-2,50	-2,93	-6,86	-7,86	-8,14	-8,42	-8,73	
Investitionen gesamt	-34,27	-216,15	-35,01	-68,11	-22,28	-17,92	-13,23	-13,48	
Investitionen in OAV	-5,93	-210,14	-0,71	-9,19	-5,98	-12,64	-7,76	-7,82	
Investitionen in WC	-28,34	-6,01	-34,30	-58,92	-16,30	-5,28	-5,47	-5,66	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-32,21	-205,51	-22,84	-45,01	3,89	9,15	14,80	15,52	508,86

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	124,29	336,84
Barwert expliziter FCFs	-221,85	-28,90
Barwert des Continuing Value	346,15	365,73
Nettoschulden (Net debt)	25,36	239,58
Wert des Eigenkapitals	98,94	97,25
Fremde Gewinnanteile	-0,06	-0,06
Wert des Aktienkapitals	98,88	97,19
Ausstehende Aktien in Mio.	18,00	18,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,49	5,40

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,29
Eigenkapitalkosten	8,3%
Zielgewichtung	50,0%
Fremdkapitalkosten	4,2%
Zielgewichtung	50,0%
Taxshield	28,7%
WACC	5,7%

Kapitalrendite	WACC				
	5,1%	5,4%	5,7%	6,0%	6,3%
6,1%	7,48	5,13	3,18	1,52	0,11
6,3%	8,85	6,36	4,29	2,53	1,03
6,6%	10,23	7,60	5,40	3,54	1,95
6,8%	11,61	8,83	6,51	4,55	2,88
7,1%	12,98	10,06	7,62	5,56	3,80

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: (4,5a,6a;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 mögliche 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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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