



Researchstudie (Anno)

CR Capital Real Estate AG



**Erweiterung der Wertschöpfung hin zum Immobilien-
Investmenthaus;
Planmäßige Entwicklung bei den Projekten sowie weitere at-
traktive Projekte erworben**

Kursziel: 31,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 8

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

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

KAUFEN

Kursziel: 31,00 EUR

aktueller Kurs: 21,10
17.08.2018 / ETR / 15:20 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2GS625
WKN: A2GS62
Börsenkürzel: CRZK
Aktienanzahl³: 1,878
Marketcap³: 39,63
EnterpriseValue³: 50,19
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 38,7 %

Transparenzlevel:
Open Market
Marktsegment:
Basic Board
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
ODDO SEYDLER BANK AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Unternehmensprofil

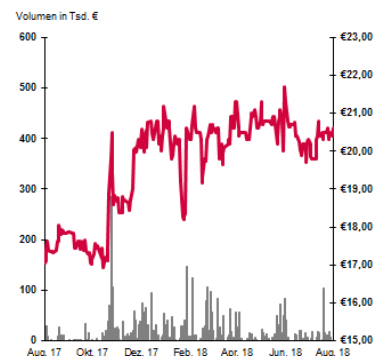
Branche: Immobilien
Fokus: Projektentwicklung, Bestandshaltung

Mitarbeiter: Ø 13 (GJ 2017)

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Stefan Demske, Thomas Zienterski



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 Wohneinheiten mit gehobener Ausstattung an guten Standorten zu einem attraktiven Preis/Leistungsverhältnis nachhaltige Erträge und Gewinne zu erwirtschaften.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	10,41	30,67	35,20	39,75
EBITDA	4,28	7,54	8,20	9,06
EBIT	3,99	7,52	8,15	9,01
Jahresüberschuss	5,77	5,95	6,50	7,18

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	3,07	3,17	3,46	3,82
Dividende je Aktie	0,00	1,00	2,50	3,50

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,82	1,64	1,43	1,26
EV/EBITDA	11,72	6,66	6,12	5,54
EV/EBIT	12,57	6,67	6,16	5,57
KGV	6,87	6,66	6,09	5,52
KBV	1,40			

Finanztermine

22.08.2018: Hauptversammlung

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

01.06.2017: RS / 2,85 / KAUFEN

30.09.2016: RS / 2,75 / KAUFEN

11.07.2016: RS / 2,75 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

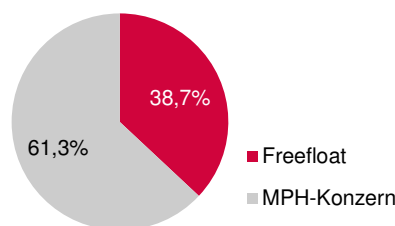
- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 hat die CR Capital Real Estate AG vornehmlich mit der Entwicklung und Teilveräußerung des derzeitigen Großprojektes in Schkeuditz bei Leipzig Veräußerungserlöse in Höhe von insgesamt 10,41 Mio. € (VJ: 17,50 Mio. €) erwirtschaftet. Der erste Bauabschnitt dieses 96 Einheiten umfassenden Projektes wies zum Bilanzstichtag eine Vorveräußerungsquote und einen Fertigstellungsgrad von ca. 50 % auf. Ein Teil der Umsatzerlöse stammt zudem aus der Veräußerung eines noch unerschlossenen Grundstückes an einen institutionellen Investor, welches ursprünglich ein Teil des Schkeuditzer Projektes war.
- Trotz rückläufiger Umsatzerlöse war die CR Capital Real Estate AG in der Lage, ein positives EBIT in Höhe von 3,99 Mio. € (VJ: 2,38 Mio. €) zu erzielen. Erwähnenswert ist der Umstand, wonach die Gesellschaft bei der Projektierung nur in sehr geringem Umfang Vorfinanzierungen vornehmen muss. In der Regel werden die Bauvorhaben vor Baubeginn veräußert und damit erfolgt eine Finanzierung über Erwerberraten. Dementsprechend partizipiert das Nachsteuerergebnis in der Regel zumindest proportional an der EBIT-Entwicklung. In 2017 kletterte der Jahresüberschuss auf 5,78 Mio. € (VJ: 2,17 Mio. €), wobei hier zusätzlich latente Steuererträge ausgewiesen wurden.
- In 2017 wurde die KENT Immobilienmanagement GmbH erworben. Der Erwerb der KENT ist ein wichtiger Bestandteil der künftigen Unternehmensstrategie. Demnach plant die CR Capital Real Estate AG in Zukunft eine stärkere Positionierung als Investmenthaus mit einer entsprechenden Erweiterung der Wertschöpfungskette rund um die Assetklasse Immobilie. Hierzu gehört beispielsweise auch der Ausbau des Eigenbestandes, dessen Verwaltung von der KENT übernommen werden soll. Weitere Erlösströme aus der Fremdverwaltung von Immobilien sollen zudem erschlossen werden.
- Die CR AG plant vor allem in den Metropolen Berlin und Leipzig sowie im Umland dieser Regionen das Projektentwicklungsgeschäft weiter auszubauen. Nach der finalen Übergabe des ersten Bauabschnittes in Schkeuditz (bei Leipzig) wird derzeit der zweite, 180 Einheiten umfassende Bauabschnitt dieses Projektes, vorbereitet. Ende 2018 soll mit der Projektierung begonnen werden. Flankierend hierzu hat die Gesellschaft Ende 2017 im Berliner Umland ein weiteres Baugrundstück erworben, auf dem bis 2019 ca. 60 Wohneinheiten errichtet werden sollen.
- In der Projektentwicklung deckt die CR AG alle Wertschöpfungsstufen, von der Planung über den Bau bis hin zur schlüsselfertigen Übergabe, ab. Die Konzentration liegt dabei auf der seriellen Fertigung, wodurch im Konkurrenzvergleich ein Kostenvorteil erreicht wird. Mit dem neuen COO Thomas Zienterski, der die Bereiche Einkauf, Vertrieb sowie Steuerung und Organisation des operativen Geschäftes verantwortet, sollen die Investmentkosten für die CR AG sowie für die Objektkäufer weiterhin niedrig gehalten werden.
- Wir haben unsere Prognosen auf Grundlage der aktuell in der Planung befindlichen Projekte ausformuliert. Im Rahmen des darauf basierenden DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 31,00 € ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir damit weiterhin das Rating KAUFEN.

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

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

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG



Unternehmensstrategie

Die CR AG agierte zwar in den vergangenen Berichtsperioden vornehmlich als klassischer Projektentwickler, beabsichtigt jedoch eine deutliche Ausweitung der Wertschöpfungskette rund um die Assetklasse Immobilie, um sich damit als Immobilien-Investmenthaus zu etablieren. Neben dem Projektentwicklungsgeschäft, im Rahmen dessen mittelfristig die Fertigstellung von etwa 300 Wohneinheiten pro Jahr geplant ist, soll beispielsweise der Eigenbestand forciert aufgebaut werden. Diesbezüglich wurde mit der KENT Immobilienmanagement GmbH die Grundlage für die Verwaltung der Bestandserweiterung gelegt. Weitere Erlösströme aus der Fremdverwaltung von Immobilien sollen zudem erschlossen werden.

Die CR AG plant vor allem in den Metropolen Berlin und Leipzig sowie im Umland dieser Regionen das Projektentwicklungsgeschäft weiter auszubauen. Nach der finalen Übergabe des ersten Bauabschnittes in Schkeuditz (bei Leipzig) wird derzeit der zweite, 180 Einheiten umfassende Bauabschnitt dieses Projektes, vorbereitet. Ende 2018 soll mit der Projektierung begonnen werden. Flankierend hierzu hat die Gesellschaft unter anderem im Berliner Umland ein weiteres Baugrundstück erworben, auf dem bis 2019 ca. 60 Wohneinheiten errichtet werden sollen.

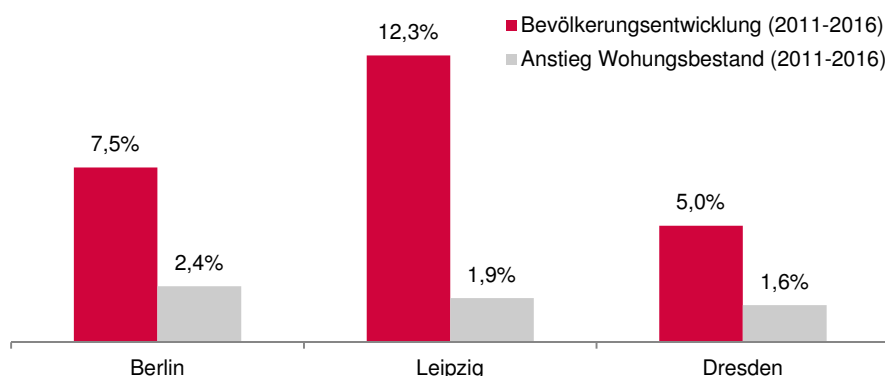
In der Projektentwicklung deckt die CR AG alle Wertschöpfungsstufen, von der Planung über den Bau bis hin zur schlüsselfertigen Übergabe, ab. Die Konzentration liegt dabei auf der seriellen Fertigung, wodurch im Konkurrenzvergleich ein Kostenvorteil erreicht wird. Mit dem neuen COO Thomas Zienterski, der die Bereiche Einkauf, Vertrieb sowie Steuerung und Organisation des operativen Geschäftes verantwortet, sollen die Investmentkosten für die CR AG sowie für die Objektkäufer weiterhin niedrig gehalten werden.

MARKT UND MARKTUMFELD

Ausgehend vom aktuellen Projektbestand der CR AG ergibt sich ein regionaler Fokus auf den Wachstumsmärkten Berlin, Leipzig und deren Speckgrütel. Die allgemeinen Vorgaben in den deutschen Immobilienmärkten sind, ungeachtet der regionalen Ausrichtung, als weiterhin sehr positiv einzustufen. Unverändert gelten dabei die günstigen Finanzierungsbedingungen sowie die zum Teil noch unterhalb des Bedarfs liegende Bauaktivität als prägende Faktoren für den deutschen Immobilienmarkt. Als Konsequenz sind insbesondere in den städtischen Regionen steigende Preisniveaus zu beobachten.

Dies gilt auch für die von der CR AG adressierten Regionen. Einen zusätzlichen Antrieb auf der Nachfrageseite ergibt sich beispielsweise in Berlin durch die anhaltend dynamische Bevölkerungsentwicklung. Zwischen 2011 und 2016 liegt das Bevölkerungswachstum bei insgesamt 7,5 % und damit deutlich höher als im bundesdeutschen Durchschnitt. Während in Dresden der Bevölkerungsanstieg im gleichen Zeitraum bei 5,0 % lag, erweist sich Leipzig mit einem Einwohnerplus in Höhe von 12,3 % als eine der wachstumsstärksten Städte Deutschlands. In allen Regionen steht dem ein nur geringer Zuwachs beim Wohnungsbestand gegenüber, so dass eine nachfragegerechte Entwicklung stark verfehlt wurde. In Berlin kletterte der Wohnungsbestand zwischen 2011 und 2016 lediglich um 2,4 %, in Leipzig um 1,9 % und in Dresden um 1,6 %. Nachfrageerhöhend kommen zudem weitere Faktoren, wie etwa der Trend zu kleineren Haushalten, hinzu.

Entwicklung Wohnungsbestand und Bevölkerung



Quelle: Statistische Ämter Berlin, Leipzig und Dresden; GBC AG

Als Konsequenz hieraus sowie unter Berücksichtigung der fehlenden Anlagealternativen sind die signifikant steigenden Preise zu nennen. In Berlin und Leipzig waren beispielsweise zwischen 2011 und 2017 erhebliche Preissteigerungen in Höhe von 96,1 % (Berlin) bzw. 111,8 % (Leipzig) zu beobachten (Quelle: wohnungsbörse.net am Beispiel einer 100 qm Immobilie). Insofern ist die Strategie der CR AG, wonach der primäre Fokus auf dem Bauträgergeschäft gemäß dem „Develop & Sell“-Ansatz und damit auf der Schaffung bezahlbaren Wohnraums 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

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Mieteinnahmen	0,34	0,17	0,17	0,20	0,20
Verkaufserlöse	17,16	10,22	30,50	35,00	38,50
sonst. betriebliche Erträge	0,81	7,01	2,70	1,50	1,50
Bewertungsergebnis	1,65	0,00	0,00	0,00	0,00
Verkaufs- und Vermietungsaufwand	-16,00	-10,76	-23,68	-26,25	-29,66
Rohertrag	3,96	6,64	9,69	10,45	11,59
Personalaufwand	-0,71	-1,21	-1,35	-1,40	-1,45
Abschreibungen	-0,02	-0,29	-0,02	-0,10	-0,12
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,85	-1,15	-0,80	-0,80	-1,01
EBIT	2,38	3,99	7,52	8,15	9,01
Zinserträge	0,01	0,00	0,08	0,15	0,15
Zinsaufwendungen	-0,18	-0,12	-0,16	-0,17	-0,18
Steuern	-0,05	1,89	-1,49	-1,63	-1,80
Jahresüberschuss	2,17	5,77	5,95	6,50	7,18
EBITDA	2,40	4,28	7,54	8,20	9,06
in % der Umsatzerlöse	13,7%	41,2%	24,6%	23,3%	22,8%
EBIT	2,38	3,99	7,52	8,15	9,01
in % der Umsatzerlöse	13,6%	38,4%	24,5%	23,2%	22,7%
Ergebnis je Aktie in €	0,12	3,07	3,17	3,46	3,82
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	1,00	2,50	3,50
Aktienzahl in Mio. Stück	18,78	1,88	1,88	1,88	1,88

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

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 2018 - 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2025 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 1,5 %.

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 %.**

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 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,92 %.

Bewertungsergebnis

Als Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Wert je Aktie zum Geschäftsjahresende 2018 in Höhe von 31,00 € ermittelt

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	1,5%
EBITDA-Marge	20,0%	ewige EBITA - Marge	19,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,7%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	47,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	30,67	35,20	39,75	40,55	41,36	42,18	43,03	43,89	
US Veränderung	195,2%	14,8%	12,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	2,04	1,96	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	
EBITDA	7,54	8,20	9,06	8,11	8,27	8,44	8,61	8,78	
EBITDA-Marge	24,6%	23,3%	22,8%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBITA	7,52	8,15	9,01	7,94	8,10	8,26	8,43	8,60	
EBITA-Marge	24,5%	23,2%	22,7%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,50	-1,63	-2,68	-2,37	-2,41	-2,46	-2,51	-2,56	
EBI (NOPLAT)	6,02	6,52	6,32	5,58	5,69	5,80	5,92	6,04	
Kapitalrendite	18,6%	21,7%	18,1%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,2%
Working Capital (WC)	15,00	17,00	19,00	19,38	19,77	20,16	20,57	20,98	
WC zu Umsatz	48,9%	48,3%	47,8%	47,8%	47,8%	47,8%	47,8%	47,8%	
Investitionen in WC	-3,98	-2,00	-2,00	-0,38	-0,39	-0,40	-0,40	-0,41	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	15,00	18,00	22,94	23,40	23,87	24,34	24,83	25,33	
AFA auf OAV	-0,02	-0,05	-0,05	-0,17	-0,17	-0,17	-0,18	-0,18	
AFA zu OAV	0,1%	0,3%	0,2%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
Investitionen in OAV	6,33	-3,05	-4,99	-0,62	-0,64	-0,65	-0,66	-0,68	
Investiertes Kapital	30,00	35,00	41,94	42,78	43,63	44,51	45,40	46,31	
EBITDA	7,54	8,20	9,06	8,11	8,27	8,44	8,61	8,78	
Steuern auf EBITA	-1,50	-1,63	-2,68	-2,37	-2,41	-2,46	-2,51	-2,56	
Investitionen gesamt	2,35	-5,05	-6,99	-1,00	-1,02	-1,04	-1,07	-1,09	
Investitionen in OAV	6,33	-3,05	-4,99	-0,62	-0,64	-0,65	-0,66	-0,68	
Investitionen in WC	-3,98	-2,00	-2,00	-0,38	-0,39	-0,40	-0,40	-0,41	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	8,39	1,52	-0,62	4,74	4,83	4,93	5,03	5,13	73,20

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	57,27	60,86
Barwert expliziter FCFs	17,02	17,02
Barwert des Continuing Value	40,25	43,84
Nettoschulden (Net debt)	2,26	2,64
Wert des Eigenkapitals	55,01	58,22
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	55,01	58,22
Ausstehende Aktien in Mio.	1,88	1,88
Fairer Wert der Aktie in EUR	29,29	31,00

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%
12,7%	32,79	31,33	30,00	28,78	27,66
13,0%	33,34	31,86	30,50	29,25	28,10
13,2%	33,90	32,38	31,00	29,72	28,55
13,5%	34,46	32,91	31,49	30,19	28,99
13,7%	35,02	33,44	31,99	30,66	29,44

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina 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), Stellv. Chefanalyst

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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