



## **Credit Researchstudie (Initial Coverage)**



GERMAN REAL ESTATE ETP

- **Anleihezeichner investieren indirekt in Bestands- und Handelsimmobilien**
- **Kombination aus stabilen Mieterträgen und hohen Veräußerungserlösen**
- **Gute Bonitätskennzahlen und attraktives Renditepotenzial**

**Rating: stark überdurchschnittlich attraktiv**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 37

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“

## German Real Estate Capital S.A. \*5a;11

### Stark überdurchschnittlich attraktiv

aktueller Kurs: 75,50 %  
19.06.2020 / MUC / 08:01  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A19XLE6  
WKN: A19XLE  
Kupon (fest): 3,0 % p.a.  
Kupon (variabel): bis max. 10 % p.a.  
Nennwert: 10,00 €  
Mindestanlage: 1.000 €  
Volumen: bis 30,00 Mio. €  
Emissionstag: 20.04.2018  
Laufzeit: unbegrenzt (Kündigungsrecht zum 20.04.23)  
Zinszahlung 20.04  
Börsennotierung:  
Freiverkehr Börse München

Weitere Informationen  
<https://www.gre-etp.de/>

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

### Unternehmensprofil

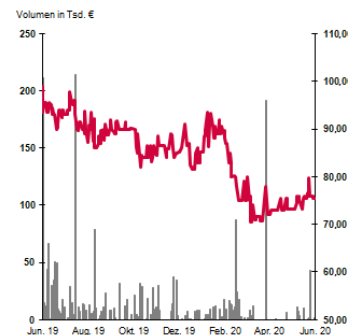
Branche: Finanzierung von Immobilien

Fokus: Wohnimmobilien Deutschland

Mitarbeiter: 3

Gründung: 2012 (Unternehmensgruppe)

Firmensitz: Luxemburg



Die German Real Estate Capital S.A. ist ein Unternehmen der im nordbayerischen Bayreuth beheimateten German Real Estate Immobilien Gruppe. Die exklusive Investment-Zweckgesellschaft verantwortet die Emission des German Real Estate ETP sowie die Veranlagung des Emissionserlöses in Immobilienobjekten mit Schwerpunkt Wohnen. Sitz der German Real Estate Capital S.A. ist Luxemburg. Die Emissionsgesellschaft wird durch den Verwaltungsrat vertreten. Hervorgegangen ist die Unternehmensgruppe im Jahre 2012 aus einem Family Office und einer Familienstiftung, die schon seit über 30 Jahren ein ertragsorientiertes Wohnimmobilien-Portfolio besitzt und bewirtschaftet. Beraten wird die German Real Estate Capital S.A. durch die ebenfalls in Bayreuth ansässigen Sachwert Capital Management GmbH, welche ebenso der Unternehmensgruppe angehört und heute die Kompetenzen des Family Office in sich vereinigt. Das Immobilien-Portfolio, welches u.a. durch das German Real Estate ETP refinanziert ist, umfasst derzeit 46 Objekte, unterteilt in Bestands- und Handelsobjekte. Dabei handelt es sich um marktgängige und werthaltige Wohnimmobilien mit Schwerpunkt Deutschland.

in Mio. €	GJ 2020e*	GJ 2021e*	GJ 2022e*	GJ 2023e*
Umsatzerlöse	32,69	45,97	44,22	43,09
davon Mietererlöse	1,14	1,21	1,28	1,31
davon Verkaufserlöse	31,55	44,76	42,94	41,78
EBITDA	5,95	10,62	9,52	10,52
Zinsaufwand	1,39	1,60	1,59	1,21

\* Pro-Forma Konsolidierung der Objektgesellschaften

### Bonitätskennzahlen

EBITDA-Zinsdeckung	4,27	6,63	5,98	8,66
Total Dbt/EBITDA	5,72	3,24	3,54	1,98
Risk Bearing Capital	38,7%	44,6%	49,6%	65,6%
FFO/Total Debt	9,5%	18,5%	16,6%	31,6%

### Finanztermine

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

-

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 38

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die German Real Estate S.A. ist eine Emittentin einer Schuldverschreibung, die unter der Bezeichnung ETP (Exchange Traded Product) seit dem 20.04.2018 vertrieben wird. Dabei handelt es sich um ein unbegrenzt laufendes Wertpapier, ausgestattet mit einem Kupon in Höhe von 3,0 % und einer darüberhinausgehenden variablen Verzinsung, die eine Ausschüttung bis maximal 10 % des Nennwertes vorsehen kann. Auch wenn das Wertpapier (<https://www.gre-etp.de/>) eine unbegrenzte Laufzeit hat, kann dieses erstmals zum 20.04.2023, also nach fünf Jahren, ordentlich gekündigt werden, womit es mit einer klassischen Anleihe vergleichbar ist.
- Die Anleihemittel in Höhe von aktuell 18,43 Mio. € (geplantes Volumen: bis 30,00 Mio. €) werden über die Zwischengesellschaft German Real Estate Immobilien GmbH an Immobilien-Objektgesellschaften weitergeleitet. Insofern sind die Gläubiger des German Real Estate-ETP indirekt in Bestands- und Handelsimmobilien investiert, womit ein grundsätzlich hoher Sicherheitsaspekt vorliegt. Die Anleihemittel werden dabei, neben klassischem Fremdkapital, als ein Finanzierungsbaustein der Objekte herangezogen. So liegt derzeit beispielsweise für das Bestandsportfolio der German Real Estate-Gruppe, für welches ein Marktwert von 24,76 Mio. € kalkuliert wird, eine Fremdkapitalfinanzierung von 8,84 Mio. € und eine Finanzierung durch die ETP-Mittel in Höhe von 3,34 Mio. € vor. Sowohl für die Banken als auch für die ETP-Gläubiger ist damit eine hohe Sicherheit vorhanden.
- Insgesamt umfasst das aktuelle Objektportfolio der German Real Estate-Gruppe 46 Objekte, davon sind 24 Objekte dem Bestandsportfolio sowie 22 Objekte dem Handelsportfolio zuzuordnen. Das Bestandsportfolio der German Real Estate Immobilien-Gruppe befindet sich in so genannten B- und C-Lagen, dabei überwiegend in den sächsischen Städten Chemnitz und Glauchau. Einzelne Objekte werden jedoch auch in Nordbayern (Kulmbach, Bayreuth) gehalten. Bei einer jährlichen Soll Miete von 1,42 Mio. € entspricht die auf den Verkehrswert bezogene Mietrendite von derzeit 5,7 %. Mit dem Handelsportfolio, im Rahmen dessen vornehmlich Denkmalobjekte saniert und zu Wohnungen umgebaut werden, könnten unseres Erachtens bis 2023 Verkaufserlöse von über 100 Mio. € erzielt werden.
- Auf dieser Annahme aufbauend haben wir die künftige Geschäftsentwicklung der Objektgesellschaften prognostiziert, wobei wir hier eine quasi-Konsolidierung vorgenommen haben. Wir stellen dabei die Fähigkeit des Geschäftsmodells bzw. des aktuellen Portfolios auf den Prüfstand, insbesondere im Hinblick auf die Erwirtschaftung eines ausreichenden Gewinns zur Bedienung der ausgegebenen Schuldverschreibungen und Genussrechten. Daraus abgeleitet haben wir sehr attraktive Bonitätskennzahlen ermittelt. Besonders der EBITDA-Zinsdeckungsgrad liegt dabei im Mittelwert unseres Prognosezeitraums 2020 bis 2023 bei 6,39, womit selbst bei stärkeren Ergebnisrückgängen die Zinszahlungen noch gewährleistet sind. Zusammen mit den Verschuldungskennzahlen stufen wir die Bonität, auf Basis der von der GDV (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft) vorgegebenen Grenzwerte, als sehr gut ein.
- Unsere Prognosen basieren dabei auf der Annahme einer planmäßigen Entwicklung bei der Nachvermietung des Bestandsportfolios sowie bei den Neubau- und Sanierungsarbeiten des Handelsportfolios. Diese stellen damit den aktuellen Status Quo dar, welcher sich jedoch aufgrund der Corona-Krise jederzeit ändern kann. Gemäß Unternehmensangaben wurden in den vergangenen Wochen auf den Baustellen Maßnahmen ergriffen, um das Ansteckungsrisiko so gering wie möglich zu halten. Aus heutiger Sicht geht die Unternehmensgruppe dabei aus, die Fertigstellungster-

mine einzuhalten. Diese Einschätzung haben wir in unseren Prognosen berücksichtigt, wenngleich diese aufgrund der aktuellen Lage naturgemäß mit einer höheren Unsicherheit behaftet sind.

- Um die Attraktivität der Anleihe der German Real Estate Capital S.A. zu ermitteln, haben wir diese einem Marktvergleich unterzogen, wobei wir hier die im Mittelstandsbereich notierten Anleihen mit einem gültigen Rating einbezogen haben. Die im Rahmen dieses Anleihevergleiches ausgewählten Anleihen sind mit einem durchschnittlichen Kupon in Höhe von 5,69 % und auf Basis der aktuellen Kurse einer durchschnittlichen Effektivverzinsung von 7,41 % ausgestattet. Unter Einbezug des ersten möglichen Kündigungstermins errechnet sich bei der German Real Estate-Anleihe eine Effektivverzinsung von 14,06 % und damit deutlich oberhalb des Marktniveaus. Wird dieser hohe Wert in Verbindung zum Risikoprofil des Anleihemarktes gegenübergestellt, so lässt sich eine überdurchschnittliche Attraktivität der German Real Estate-Anleihe deutlich erkennen. Im Rahmen einer Chance-Risiko-Regressionsanalyse liegt das Wertpapier deutlich oberhalb der Regressionsgeraden (+55,0 %) und ist damit unserer Einschätzung nach **stark überdurchschnittlich attraktiv**.

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Bedingungen der Anleihe (ETP)</b> .....	<b>5</b>
<b>Unternehmen</b> .....	<b>6</b>
Struktur der German Real Estate - Gruppe zum 31.12.2019 .....	6
Investitionskriterien der Objektgesellschaften.....	7
Überblick über das Bestands- und Handelsportfolio .....	7
Bestandsportfolio.....	7
Handelsportfolio .....	9
Aktueller Stand der Projektfinanzierung.....	11
Organe der German Real Estate Capital S.A.....	13
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>15</b>
Covid-19 nur kurzfristiger Marktfaktor .....	15
Wohnimmobilienmarkt Deutschland.....	15
Immobilienachfrage auf hohem Niveau .....	15
Wohnimmobilienangebot deutlich unter Bedarf .....	16
Wohnimmobilienmarkt Leipzig .....	18
Wohnimmobilienmarkt Chemnitz .....	19
<b>Wichtige Operative Kennzahlen</b> .....	<b>22</b>
Kennzahlen der Emittentin .....	22
Bilanzkennzahlen der GRE Immobilien GmbH .....	22
Operative Entwicklung der GRE Immobilien GmbH.....	24
<b>Prognosen</b> .....	<b>26</b>
Prognosegrundlage Bestandsportfolio .....	26
Prognosegrundlage Handelsportfolio .....	28
Prognosegrundlage neue Investitionen.....	29
Umsatz- und Ergebnisprognosen.....	30
SWOT-Analyse .....	33
<b>Bewertung</b> .....	<b>34</b>
Bonitätskennzahlen.....	34
Anleihevergleich.....	35
<b>Anhang</b> .....	<b>37</b>

## BEDINGUNGEN DER ANLEIHE (ETP)

German Real Estate S.A.-Schuldverschreibungen	
Produktbezeichnung:	German Real Estate ETP (Exchange Traded Product)
WKN / ISIN:	A19XLE / DE000A19XLE6
Kupon (feste Komponente):	3,0 % p.a.
Kupon (variable Komponente):	bis zu einer Maximalverzinsung von 10,0 %, abhängig vom Jahresüberschuss der Emittentin
Nennwert je Schuldverschreibung:	10,00 €
Mindestanlage:	1.000 €
Volumen:	Bis zu 30,00 Mio. €
Emissionstag	20.04.2018
Laufzeit:	unbegrenzt, es besteht ein ordentliches Kündigungsrecht zum Ablauf 20.04.2023
Zinszahlung:	jährlich am 20.04.
Ausgabekurs:	100 %
Börsennotierung:	Freiverkehr der Börse München
Weitere Inforamtionen	<a href="https://www.gre-etp.de/">https://www.gre-etp.de/</a>

Quelle: German Real Estate Capital S.A.

Bei der zum 20.04.2018 von der German Real Estate Capital S.A. begebenen Schuldverschreibung handelt es sich um ein börsennotiertes festverzinsliches Wertpapier. Grundsätzlich ist dieses aufgrund der typischen Ausgestaltungsmerkmale sowie des festen Zinskupons von jährlich 3,0 % mit einer klassischen Anleihe vergleichbar, aufgrund der unbefristeten Laufzeit des Wertpapiers sowie der möglichen zusätzlichen gewinnabhängigen variablen Verzinsungskomponente weist das Wertpapier jedoch auch Charakterzüge eines Genussrechtes auf. Bei einem geplanten Volumen von bis zu 30,00 Mio. € beläuft sich das derzeit ausstehende Volumen auf 18,43 Mio. €.

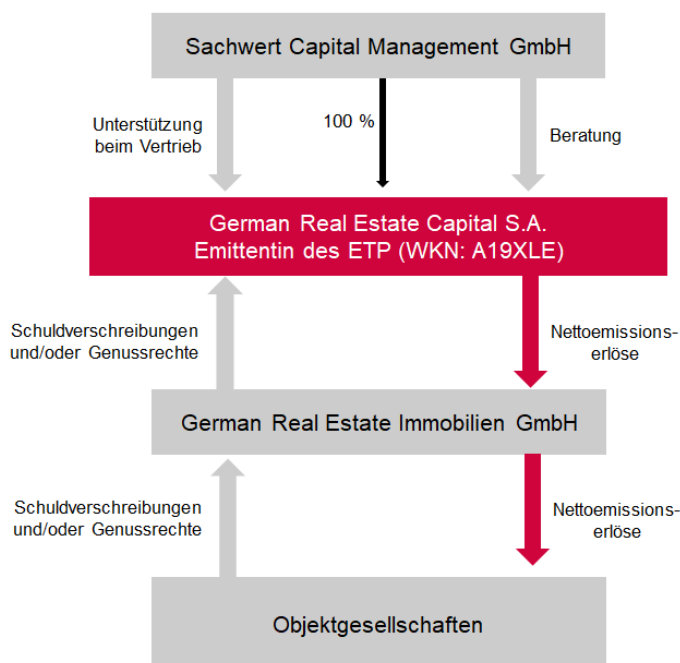
Gemäß Verwendungszweck werden die aus der Emission des Wertpapiers erlösten Mittel in Form von Genussrechten oder Schuldverschreibungen in die German Real Estate Immobilien GmbH investiert, die diese Mittel in gleicher Form an Immobilien-Objektgesellschaften der German Real Estate-Gruppe weiterleitet. Indirekt findet somit ein Investment in den Wohnimmobilienmarkt in Deutschland statt, wobei hier insbesondere Wohnimmobilien in den B- und C-Standorten Ost- und Süddeutschlands im Fokus stehen (siehe Kapitel Investitionskriterien der Objektgesellschaften). Diese Standorte weisen noch vergleichsweise günstige Einstiegsniveaus und damit auch die Möglichkeit zur Erzielung attraktiver Renditen auf.

Die Verzinsungskomponente umfasst einen fixen, jeweils am 20.04. jährlich zahlbaren Kupon von 3,00 %. Neben der festen Verzinsung enthalten die Anleihen eine mögliche variable Verzinsung, deren Grundlage der Jahresüberschuss im Einzelabschluss der Emittentin ist, womit eine Abhängigkeit von der Entwicklung der Objektgesellschaften vorliegt. Die Summe aus fester Verzinsung und variabler Ausschüttung liegt bei maximal 10,0 %. Sofern in einer Berichtsperiode kein Jahresüberschuss erwirtschaftet wird, erhalten Anleger die feste Verzinsung von 3,00 %.

Ein börsentäglicher Handel findet an den Börsen München, Frankfurt, Berlin und über Tradegate statt. Die Schuldverschreibungen sind zudem mit einem ordentlichen Kündigungsrecht durch die Gläubiger ausgestattet. Nach Ablauf der Mindestlaufzeit von 60 Monaten wird damit eine Kündigung durch die Gläubiger erstmals zum 20.04.2023 wirksam. Die Kündigungsfrist beträgt 18 Monate zum Ablauf des 31. Dezember eines jeden Jahres.

## UNTERNEHMEN

### Struktur der German Real Estate - Gruppe zum 31.12.2019



Quelle: German Real Estate Capital S.A.; GBC AG

Die Emittentin German Real Estate Capital S.A. (GRE) wurde im Jahr 2017 ausschließlich zum Zwecke der Emission von Schulverschreibungen (Anleihe; ETP) gegründet. Alleingesellschafter der GRE ist dabei die Sachwert Capital Management GmbH, die zu 100 % deren Alleingesellschafter Dr. h.c. Albrecht Spindler ist. Geschäftsführer ist Andreas Schott. Innerhalb der dargestellten Struktur weist die Anleiheemittentin keine weiteren gesellschaftsrechtlichen Verflechtungen auf.

Der Nettoemissionserlös der Anleihe wird dabei an die German Real Estate Immobilien GmbH weitergeleitet, die ihrerseits die erhaltenen Mittel an Immobilienobjektgesellschaften, zum Zwecke der Immobilienfinanzierung, weiterleitet. Da zwischen den Gesellschaften keine Beteiligungsverhältnisse vorherrschen, findet die Mittelweitergabe durch die jeweilige Ausgabe von Schulverschreibungen oder Genussrechten durch die Empfängergesellschaft statt.

Die Einnahmen der GRE setzen sich dabei, da sonst kein operatives Geschäft bei der Anleiheemittentin angesiedelt ist, ausschließlich aus den Zinseinnahmen der gezeichneten Schulverschreibungen und Genussrechte der German Real Estate Immobilien GmbH zusammen, die ihrerseits Zinseinnahmen aus den Objektgesellschaften erhält. Demnach liegt hier eine indirekte Abhängigkeit von der operativen Entwicklung der Objektgesellschaften und deren Fähigkeit, vereinbarte Zins- und Tilgungszahlungen zu leisten, vor. Da die Objektgesellschaften Investitionen in Immobilien vornehmen, ist unseres Erachtens damit insbesondere die Entwicklung der erworbenen Handels- oder Bestandsobjekte das wichtigste Kriterium zur Ermittlung des Risiko/Chancenverhältnisses der Anleihe der German Real Estate Capital S.A.

## Investitionskriterien der Objektgesellschaften

Die an die Objektgesellschaften weitergeleiteten Mittel werden in erster Linie für den Erwerb von Handels- oder Bestandsobjekten verwendet. Es stehen dabei sowohl Bestands- als auch Handelsimmobilien im Investitionsfokus, womit eine Kombination aus laufenden Einnahmen und hohen Renditepotenzialen des Immobilienhandels erreicht wird. Auch wenn in der Regel fertig entwickelte Objekte erworben werden, können jedoch auch Projektentwicklungen von den Objektgesellschaften durchgeführt werden. Folgende Kriterien liegen dabei vor:

- Mindestens 80 % des Emissionserlöses werden in Objekte investiert, die in Süddeutschland (Bayern und Baden-Württemberg) und in Ostdeutschland (Sachsen, Thüringen, Sachsen-Anhalt, Brandenburg und Berlin) liegen.
- Mindestens 60 % davon werden in Objekte, die in Ober- und Mittelzentren oder in Kommunen ab 20.000 Einwohner liegen investiert.
- Mindestens 80 % der Emissionserlöse werden in Wohnimmobilien, mit dem Schwerpunkt auf Bestandsimmobilien, investiert.
- Eine Investition in reine Gewerbeobjekte erfolgt nicht. Bei kombinierten Wohn- und Geschäftshäusern darf der Gewerbeanteil maximal 30 % der Jahresbruttomiete ausmachen.
- Außer im Falle des Erwerbs von Sanierungsobjekten beträgt die maximale Leerstandsquote zum Erwerbszeitpunkt 20 %.
- Es werden keine Objekte mit steuerlicher Förderung erworben.
- Maximal 25 % des Emissionserlöses werden für den Erwerb von Spezialwertimmobilien (bspw. stationäre Pflegeheime, betreutes Wohnen etc.) investiert.
- Beim Erwerb von Bestandsimmobilien wird die Standort- und Objektqualität durch Gutachten oder andere qualifizierte Bewertungen belegt.

## Überblick über das Bestands- und Handelsportfolio

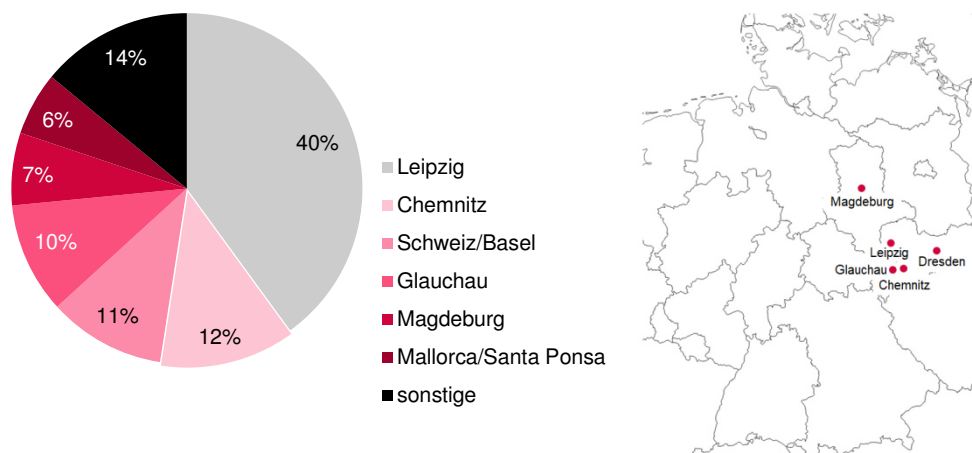
### ***Bestandsportfolio***

Das aktuelle Objektportfolio umfasst insgesamt 46 Objekte, davon sind 24 Objekte mit einer vermietbaren Fläche von 18.214 qm dem Bestandsportfolio zuzuordnen und dementsprechend sind 22 Objekte für den Handel vorgesehen. Im Handelsportfolio, welches eine Fläche von 24.446 qm umfasst, werden bei insgesamt 18 Objekten Umbau- bzw. Sanierungsarbeiten durchgeführt.

Entsprechend den Investitionskriterien ist der überwiegende Teil der Projekte in den sächsischen Städten Leipzig (inkl. Halle, Markranstädt, Leutzsch, Weißenfels, Bad Dürrenberg), Chemnitz und Glauchau zu finden. Weitere Städte wie etwa Dresden, Magdeburg oder Bayreuth komplettieren die regionale Ausweitung des Projektportfolios, diese spielen jedoch, gemessen am Projektvolumen, eine nur untergeordnete Rolle.



### Regionaler Schwerpunkt der German Real Estate-Projekte

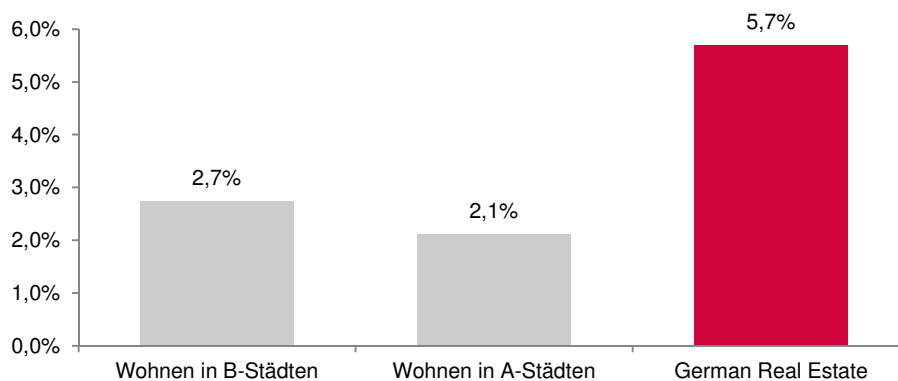


Quelle: German Real Estate Capital S.A.; GBC AG

Gemessen am Projektvolumen befindet sich rund 40 % des Gesamtprojekt- bzw. Objektbestandes in Leipzig, gefolgt von Chemnitz mit 12 % und Glauchau mit 10 %. Zwar weisen die beiden Neubauprojekte in der Schweiz mit 11 % einen überproportionalen hohen Anteil am Gesamtprojektvolumen auf, dies ist jedoch in erster Linie auf die deutlich höheren Quadratmeterpreise zurückzuführen und ist daher als Sonderfall zu betrachten.

Das Bestandsportfolio der German Real Estate Immobilien-Gruppe befindet sich in so genannten B- und C-Lagen, dabei überwiegend in den sächsischen Städten Chemnitz und Glauchau. Einzelne Objekte werden jedoch auch in Nordbayern (Kulmbach, Bayreuth) gehalten. Insgesamt umfasst das Bestandsportfolio 225 Wohneinheiten mit einer vermietbaren Fläche von 18.214 qm. Bei einer jährlichen Soll Miete von 1,42 Mio. € liegt der teilweise gutachterliche ermittelte Gesamtverkehrswert des Bestandsportfolios bei 24,76 Mio. €, was einer vergleichsweise attraktiven Mietrendite von 5,7 % entspricht. Dieser Wert ist besonders im Vergleich zu den in Deutschland erzielbaren Mietrenditen als sehr attraktiv zu erachten. Gemäß der Bulwiengesa-Studie „Die 5 %-Studie 2019“ liegt die durchschnittliche erzielbare Mietrendite in B-Städten bei 2,7 % und in A-Städten bei gerade einmal 2,1 %. Am unteren Ende lassen sich laut Studie sogar nur Mietrenditen von lediglich 1,6 % erzielen. Die Konzentration der German Real Estate auf Standorte, die noch nicht so stark im Investorenfokus liegen, ist vor diesem Hintergrund gut nachvollziehbar:

### Mietrenditen im Marktvergleich



Quelle: Bulwiengesa, German Real Estate Capital S.A.; GBC AG

Das Bestandsportfolio der German Real Estate Gruppe weist folgende Eckdaten auf:

Standort	Einheiten	Fläche in qm	Soll Miete	Mietrendite*
Treuen (Schillerstr./Marienstr.)	21	1.353	83.431 €	5,9 %
Treuen (Dr. Wilhelm-Külz-Str.)	11	660	34.144 €	5,9 %
Halle (Sonnenblumenweg)	4	487	49.000 €	4,2 %
Weißenfels (Beuditzstr.)	8	633	35.398 €	6,3 %
Bad Dürrenberg (R.-Breitscheid-Str. 2)	6	401	22.753 €	7,1 %
Chemnitz (Paul-Gerhard-Str.)	11	664	41.463 €	5,9 %
Chemnitz (Lichtenwalderstr.)	10	660	41.174 €	5,9 %
Glauchau (Bayernweg)	5	330	22.104 €	6,3 %
Glauchau (Fritz-Reuter-Str.)	4	384	23.100 €	6,3 %
Glauchau (Gerhart-Hauptmann-Weg)	16	1.058	64.966 €	5,9 %
Glauchau (Lichtensteiner Str.)	30	1.939	149.450 €	5,1 %
Chemnitz (Deulichstr.)	10	652	40.241 €	5,6 %
Chemnitz (Platner Str. 3)	6	321	20.544 €	5,9 %
Chemnitz (Platner Str. 5)	6	435	31.311 €	5,9 %
Chemnitz (Platner Str. 7)	6	464	29.565 €	4,8 %
Chemnitz (Platner Str. 9)	7	441	28.546 €	5,6 %
Chemnitz (Neefestr.)	9	535	38.520 €	4,8 %
Chemnitz (Haydnstr.)	9	625	45.000 €	4,8 %
Kulmbach (Feuerwache)	8	1.481	188.653 €	5,0 %
REWE Magdeburg	2	1.448	148.800 €	8,3 %
Zwickau (Reichenbacher Str.)	7	417	29.177 €	6,3 %
Zwickau (Dürerstr.3)	12	803	55.788 €	5,6 %
Zwickau (Dürerstr. 9)	15	991	68.316 €	5,6 %
Feuerwache Bayreuth	2	1.032	128.786 €	7,1 %
<b>Gesamt</b>	<b>252</b>	<b>18.214</b>	<b>1.420.235 €</b>	<b>Ø 5,7%</b>

Quelle: German Real Estate Capital S.A.; GBC AG; \*bezogen auf Verkehrswert

## Handelsportfolio

Die jährlichen Soll-Mieteinnahmen in Höhe von 1,42 Mio. € bieten damit eine solide Basis für die Zinszahlungen der von den Objektgesellschaften ausgegebenen Genussrechte bzw. Schuldscheindarlehen. Flankierend zum Mietportfolio deckt die German Real Estate Gruppe auch den Handelsbereich ab. Ein Teil des Handelsportfolios besteht aus Bauträgerobjekten, also aus Objekten für die von der Gesellschaft Baudienstleistungen erbracht werden. Auch wenn im Rahmen dessen Neubauvorhaben (siehe Beispielbilder unten) durchgeführt werden, handelt es sich jedoch in aller Regel um Sanierungen bzw. Umbaumaßnahmen an bereits bestehenden Gebäuden. Typischerweise lassen sich in diesem Bereich kurzfristig vergleichsweise hohe Renditen erwirtschaften, womit die Objektgesellschaften insgesamt vom aktuell sehr attraktiven Wohnimmobilienmarkt profitieren.

### Beispielbilder Neubauvorhaben Basel Pfeffingen



### Beispiel: Leipzig (Ostheimstrasse)

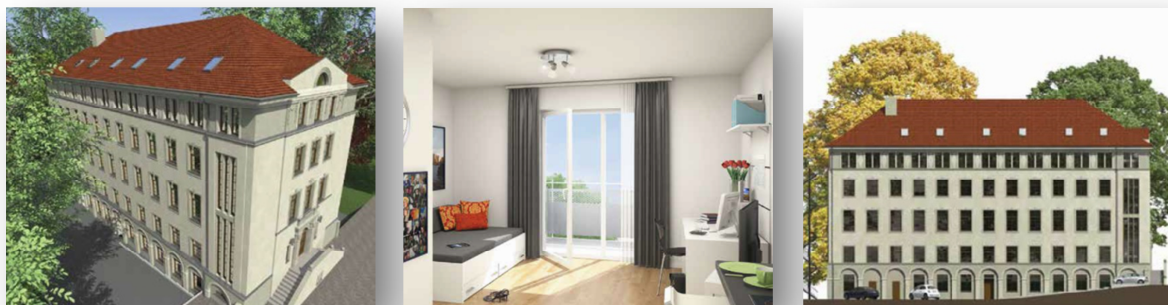
Ein Beispiel für den Bereich der Handelsimmobilien, hier für den Bereich der Sanierung und Modernisierung sind mehrere in Leipzig, in der Ostheimstrasse, gelegene leerstehende Denkmal-Objekte. Über mehrere Abschnitte hinweg werden dabei zwischen 2019 und 2023 umfangreiche Renovierungs- und Modernisierungsarbeiten an den um 1900 errichteten Objekten durchgeführt und insgesamt pro Gebäude 16 Wohnungen neu geschaffen. Unter Einhaltung des Denkmalschutzes (Fassaden stehen unter Denkmalschutz) werden moderne Wohnungen errichtet, Außenanlagen neugestaltet sowie die Fassade saniert. Bis 2023 sollen dabei insgesamt 128 neue Wohnungen mit einer Gesamtfläche von rund 8.300 qm entstehen und anschließend veräußert werden. Das Gesamtinvestitionsvolumen beläuft sich auf rund 30 Mio. €. Ein Teil des notwendigen Eigenkapitals wird dabei über einen an Pensionskassen ausgegebenen Schuldschein abgedeckt. Darüber hinaus findet, wie dies bei Denkmalschutzobjekten üblich ist, eine Vorabveräußerung statt, so dass ein wesentlicher Teil der Finanzierung über Erwerberaten abgedeckt ist. Bei diesem Vorgehen lassen sich mit einem geringen Eigenkapitaleinsatz vergleichsweise hohe Investitionsvolumina stemmen. Bei diesem Projekt lässt sich, auf Basis der derzeit vorherrschenden Marktgegebenheiten in Leipzig, mit einem Rohertrag von etwa 35 % kalkulieren, was nochmals die hohen Renditemöglichkeiten im Handelsbereich illustrieren:



Quelle: German Real Estate Capital S.A.; GBC AG

### Beispiel Magdeburg (Editharing)

Ein weiteres Beispiel ist ein im Jahr 1923 errichtetes Gebäude in Magdeburg, welches als Kulturdenkmal des Landes Sachsen Anhalt erfasst ist. Unter Denkmalschutzaufgaben soll dieses bis Ende des laufenden Geschäftsjahres 2020 zu einem Appartementhaus umgebaut werden. Es ist geplant, 55 neue Mikroappartements mit einer Fläche von jeweils 25 – 37 qm zu errichten. Gemäß Sanierungskonzept sollen die zu erhaltenen Anlagen instandgesetzt und die Wohnungsgrundrisse den heutigen Wohnbedürfnissen entsprechend neu angepasst werden. Das Gesamtprojektvolumen beläuft sich auf rund 5,2 Mio. € und ausgehend vom erwarteten Verkaufspreis ist mit einem Rohertrag in Höhe von etwa 20 % zu rechnen. Auch hierfür wurden Mittel aus der Anleihe der German Real Estate Capital S.A. verwendet, so dass hierauf entsprechend Zinserträge generiert werden.



Quelle: German Real Estate Capital S.A.; GBC AG

Insgesamt umfasst der Handelsbestand der German Real Estate Gruppe 383 Wohneinheiten mit einer Gesamtmietfläche von nahezu 25.000 qm. Das Projektvolumen bzw. das Volumen der für den Handel vorgesehenen Bestandsimmobilien beläuft sich auf rund 80 Mio. €. Bis zum Jahr 2023 könnten mit der Realisierung des gesamten Handelsportfolios geschätzte Verkaufspreise von etwa 104 Mio. € erreicht werden, was einem Rohertrag von 24 Mio. € bzw. einer Rohertragsmarge von 23 % entsprechen würde. Abzüglich der Bankfinanzierungskosten, die jedoch insbesondere bei den Baurägerprojekten aufgrund der nur geringen Finanzierungsdauer niedrig ausfallen sollten, dürfte eine hohe Nachsteuerrendite bei diesen Projekten übrigbleiben. Bei einer plangemäßen Realisierung des Handelsportfolios sind damit unseres Erachtens die Rückführung sowie die Zinszahlungen für die von den Objektgesellschaften ausgegebenen Schuldscheinen/Genussrechten problemlos zu entrichten. Die German Real Estate Gruppe verfügt über folgendes Handelsportfolio:

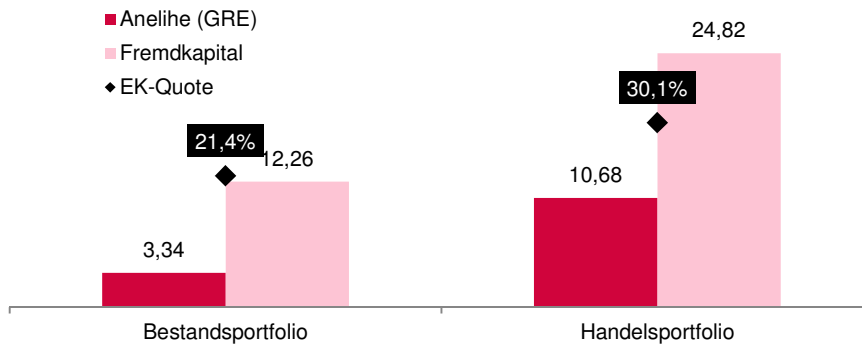
Standort	Art	Fläche in qm	Investitionsvolumen in Mio. €	Geplanter Verkaufszeitpunkt
Basel (Pfeffingen; CH)	Neubau	765	5,30	Ende 2020
Basel (Oberwill; CH)	Neubau	700	6,00	Anfang 2022
Santa Ponsa (Mallorca, ES)	Neubau	350	2,80	Ende 2021
Santa Ponsa (Mallorca, ES)	Neubau	450	3,30	Ende 2020
Chemnitz (Weststr.)	Denkmal	1.447	4,10	Ende 2020
Dresden (Oederaner Str.)	Denkmal	1.582	4,41	Mitte 2020
Glauchau (Westfalenweg)	Denkmal	3.031	5,95	Ende 2020
Magdeburg (Editharing)	Denkmal	1.485	5,20	Ende 2020
Leipzig (Otto-Schmiedt-Str.)	Neubau	985	4,05	Ende 2022
Chemnitz (Uhlandstr.)	Denkmal	830	2,33	Ende 2021
Leipzig (Ostheimstr.)	Denkmal	8.284	30,00	Ende 2021 – Ende 2023
Zwenkau (Goethestr.)	Bestandsobjekt	2.831	4,00	Ende 2020
Chemnitz (Neefestr.)	Bestandsobjekt	646	0,90	Ende 2020
Halle (Dryander Str.)	Bestandsobjekt	537	0,95	Ende 2020
Markranstädt (Marienstr.)	Bestandsobjekt	523	0,78	Ende 2020
<b>Gesamt</b>		<b>24.446</b>	<b>80,06</b>	

Quelle: German Real Estate Capital S.A.; GBC AG

## Aktueller Stand der Projektfinanzierung

Der Emissionserlös, den die Objektgesellschaften von der German Real Estate Immobilien GmbH erhalten (Objektgesellschaften begeben diesbezüglich Schuldscheine bzw. Genussrechte) wird für die Finanzierung des Immobilienportfolios verwendet. Dabei werden diese Mittel als Eigenkapital für die Projektfinanzierung verwendet. Bei einer Fremdfinanzierungsquote von rund 80 % lassen sich mit den an die Objektgesellschaften weitergeleiteten Emissionserlösen signifikante Investitionsvolumina stemmen. Am Beispiel des Bestandsportfolios wird dies besonders gut sichtbar. Insgesamt haben die Objektgesellschaften für den Aufbau des Bestandsportfolios Mittel in Höhe von 3,34 Mio. € (Stand: 10.02.2020) aus der German Real Estate-Anleihe erhalten. Parallel dazu wurden zum Erwerbszeitpunkt Bankdarlehen in Höhe von insgesamt 12,26 Mio. € aufgenommen, was auf Objektebene einem Fremdkapitaleinsatz von 78,6 % entspricht. Der Leverage-Effekt wird hier gut ersichtlich, da mit dem eingesetzten Anleihe-Volumen von 3,34 Mio. € ein Gesamtinvestitionsvolumen von 15,60 Mio. € gestemmt werden konnte.

### Finanzierungsstruktur bei den Objektgesellschaften (Stand: 26.02.2020)



Quelle: German Real Estate Capital S.A.; GBC AG

Das gleiche Prinzip wird auch bei der Finanzierung des Handelsportfolios ersichtlich, wobei hier das Verhältnis Bankfinanzierung zu Eigenkapital (Anleihemittel) etwas ausgeglichener ist. Dies ist jedoch für Bauvorhaben ein typisches Bild. Dem aus der German Real Estate-Anleihe stammenden Eigenkapital in Höhe von 10,68 Mio. € stehen insgesamt Bankkredite bzw. anderweitige Fremdfinanzierungen sowie Schuldscheine in Höhe von 24,97 Mio. € gegenüber. Zwar beläuft sich das Gesamtprojektvolumen auf Basis der geplanten Kosten des Handelsportfolios auf 80,06 Mio. €, ein Teil der Projekte befindet sich derzeit jedoch noch nicht in der Realisierungsphase. Sobald beispielsweise beim Großprojekt Leipzig (Ostheimstr.) der Baubeginn erfolgt, sollten hier die Finanzierungsmittel an die entsprechenden Projektgesellschaften weitergeleitet werden.

## **Organe der German Real Estate Capital S.A.**

Gemäß der S.A.-Rechtsform setzen sich die Organe der Anleiheemittentin aus dem Verwaltungsrat und der Gesellschaftsversammlung zusammen. Gegenwärtig besteht der Verwaltungsrat aus den drei von der Gesellschaftsversammlung bestellten Mitgliedern Christian Bühlmann, Grégoire Mure und Vishal Sookloll. Sämtliche Aktien der German Real Estate Capital S.A. werden jedoch von der Sachwert Capital Management GmbH gehalten, deren Alleineigentümer und Geschäftsführer Herr Dr. h.c. Albrecht Spindler ist. Als weitere wichtige Personen innerhalb der Unternehmensgruppe sind Herr Andreas Schott, jeweils Geschäftsführer der Sachwert Capital Management GmbH und der German Real Estate Immobilien GmbH sowie Herr Andreas Schröer, als Head Consultant of Finance zu nennen.

### **Christian Bühlmann**

Herr Bühlmann verfügt über ein Diplom in Finanzwirtschaft und Betriebswirtschaftslehre. Er ist vereidigter Wirtschaftsprüfer. Im Jahr 1997 begann Herr Bühlmann seine Tätigkeit für die Intertrust-Gruppe bei der Intertrust (Luxembourg) S.A. Im Jahr 1999 war er verantwortlich für die Entwicklung von Intertrust (Belgium) NV. Im Jahr 2000 wurde er Managing Director des Luxemburger Büros der Intertrust-Gruppe und Direktor zuständig für das belgische Geschäft. Im Jahr 2002 gründete Herr Bühlmann die Trustconsult Luxembourg S.A. Im Jahr 2014 wurde er zum vereidigten Wirtschaftsprüfer bestellt. Seit 2015 ist er Direktor mehrerer nicht regulierter Biotech-Investmentfonds. Von 2012 bis 2016 war er Mitglied des Boards der Banque Cramer & Cie S.A., einer Schweizer Privatbank. Herr Bühlmann ist seit dem 1. Juni 2018 Mitglied des Verwaltungsrats der Gesellschaft.

### **Grégoire Mure**

Herr Mure studierte von 2003 - 2005 Unternehmens- und Verwaltungsmanagement an der IUT Dijon in Dijon, Frankreich, wo er sich in den Bereichen Finanzwesen und Buchführung spezialisierte. Von 2005 bis 2006 absolvierte er seinen Bachelor-Abschluss und von 2006 bis 2007 seinen Masterabschluss an der IAE Dijon im Bereich Wirtschaftswissenschaften und Management mit dem Schwerpunkt Buchführung. Als Management Controller spezialisierte er sich zudem im Bereich Abschlussprüfung und Buchführung. Von 2011 bis 2014 war er bei Alter Domus Sarl/Fideos, Luxemburg für die Bereiche Verwaltungsmanagement, Buchführung und Steuern verantwortlich. Herr Mure war von 2014 bis 2017 als Direktionsassistent für die Crestbridge Management Company S.A., Luxemburg und von 2017 bis 2018 als Direktionsassistent für die Patron Capital Investments Sarl, Luxemburg tätig. Als Direktionsassistent war er unter anderem für CSSF-Compliance, Unternehmensgründungen, Verwaltungsmanagement, Buchführung und Steuern verantwortlich. Seit Juni 2018 ist Herr Mure Geschäftsführer der Trust Consult Luxembourg S.A. Herr Mure ist seit dem 22. Februar 2019 Mitglied des Verwaltungsrats der Gesellschaft.

### **Vishal Sookloll**

Herr Sookloll, geboren in Mauritius, verfügt über ein Diplom in Offshore-Finanzierung und -Verwaltung der DCDM Business School, Mauritius, und ist Mitglied der „Association of Chartered Certified Accountants“, Großbritannien. Von 2003 bis 2006 war er als stellvertretender Manager bei Multiconsult Ltd, Mauritius, tätig. Von 2007 bis 2011 war er bei der Alter Domus Sarl/Fideos, Luxemburg, als Manager beschäftigt. Von 2014 bis 2015 arbeitete er als Teamleiter bei der Vistra Luxembourg Sarl, Luxemburg. Seit 2015 ist er als Senior Manager bei der TrustConsult Group, Luxemburg, beschäftigt. Herr Sookloll ist seit dem 1. Juni 2018 Mitglied des Verwaltungsrats der Gesellschaft.

#### **Dr. h.c. Albert Spindler**

Der studierte Bauingenieur Dr. h.c. Albert Spindler hat seine berufliche Laufbahn als Geschäftsführer bei Singer und Spindler begonnen, einem Ingenieurbüro für Bauwesen und Sachverständiger für bebaute und unbebaute Grundstücke. Zwischen 2006 und 2011 war er als CEO einer börsennotierten Gesellschaft sowie im Anschluss daran als Geschäftsführer bei einer Gesellschaft im Bereich Finanzdienstleistungen tätig. Seit 2008 ist Dr. h.c. Spindler Vorstand der Bau & Boden Holding AG, einer Objektgesellschaft innerhalb des Konzernkreises der German Real Estate-Gruppe. Er ist gleichzeitig Alleingesellschafter und Geschäftsführer der Sachwert Capital Management GmbH, der 100%igen Eignerin der German Real Estate Capital S.A.

#### **Andreas Schott**

Der Halter eines Bachelor Professional of Real Estate Management (CCI) Andreas Schott hat die berufliche Laufbahn bei der Postdienst Oberfranken GmbH begonnen. Nachdem Herr Andreas Schott zwischen 2014 und 2017 als Financial Planer / Teammanager bei der Innovative Finanzberatung 2005 AG tätig war, ist er in 2017 in die Sachwert-Gruppe als Portfolio Manager Immobilien im Bereich Bestands- und Neubauimmobilien eingestiegen, wo er ein Immobilienvermögen von über 70 Mio. € verantwortete. Zwischen 2017 und 2019 war er bei der Bau & Boden Holding AG als Immobilienmanager tätig. Seit 2009 hat Herr Andreas Schott als Geschäftsführer der German Real Estate Immobilien Gruppe die operative Geschäftsführung bei 10 Immobilienprojekten sowie die Vertriebsleitung in seiner Verantwortung. Seit 2020 ist er zudem Geschäftsführer bei der Sachwert Capital Management GmbH.

#### **Andreas Schröer**

Der Head Consultant Finance für die German Real Estate Gruppe Andreas Schröer hat seinen beruflichen Werdegang mit der Ausbildung zum Bankkaufmann begonnen. In 1999 hat er die Sparkassen Akademie Bayern als Betriebswirt abgeschlossen. Zwischen 1992 und 2020 hatte Andreas Schröer unterschiedliche Positionen bei der Sparkasse Kulmbach-Kronach durchlaufen, darunter die Leitung Vermögensmanagement, die Leitung Private Banking und Wertpapiere sowie als Senior Private Banker. Bis heute ist er stellvertretender Geschäftsleiter im Bereich Private Banking/Stiftungen der Sparkasse Kulmbach Kronach. Herr Andreas Schröer ist ein geprüfter Testamentsvollstrecker und geprüfter Stiftungsmanager.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Wie dargestellt, umfasst das operative Geschäft der German Real Estate Immobilien GmbH, an der die Mittel des ETP weitergeleitet werden, die Errichtung, den Handel und die Bestandshaltung vornehmlich von Wohnimmobilien. Nach den Investitionskriterien der Immobiliengesellschaft liegt der regionale Investitionsfokus auf Süddeutschland (Bayern und Baden-Württemberg) und auf Ostdeutschland (Sachsen, Thüringen, Sachsen-Anhalt, Brandenburg und Berlin). Ausgehend vom aktuellen Objektbestand erkennen wir jedoch eine starke Ausrichtung auf Sachsen. Der überwiegende Teil des Objekt- und Projektbestandes befindet sich dabei in Chemnitz, Leipzig, Glauchau, Halle, Zwickau sowie Treuen. Die nachfolgende Analyse der Marktpotenziale umfasst dabei zunächst eine gesamtdeutsche Betrachtung der Wohnimmobilienbranche, gefolgt von einer konkreten Darstellung der für die German Real Estate Immobilien GmbH relevanten Regionen.

### **Covid-19 nur kurzfristiger Marktfaktor**

Die nachfolgende Marktbetrachtung vermittelt ein Bild zu den langfristigen Treibern der für die Gesellschaft relevanten Wohnimmobilienmärkte, die auch in der aktuellen von der Covid-19-Pandemie geprägten Situation weiterhin ihre Gültigkeit behalten. Kurzfristig werden jedoch die Covid-19-Auswirkungen dominieren. Es zeigt sich bereits frühzeitig, dass die deutsche Wirtschaft unter der aktuellen Pandemie leidet, was allgemein zu einem vergleichsweise scharfen Rückgang der Beschäftigtenzahlen und zu einer Einkommensreduktion geführt hat. In der Theorie führt dies zu negativen Effekten auf die Immobilienpreisentwicklung.

Gemäß einer empirischen Studie des IW Köln (Institut der deutschen Wirtschaft), wird jedoch davon ausgegangen, dass die aktuelle Stabilität der Mieten sowie die insgesamt rückläufige Zinsentwicklung weiterhin zu einer vergleichsweise soliden Entwicklung im Wohnungsmarktsektor führen dürften. Dass sich die Mieten, als maßgeblicher Faktor für die Wohnungspreisentwicklung, auch in Krisenphasen stabil entwickeln, lässt sich besonders anhand der vergangenen Wirtschaftskrise ablesen. Da eine Mietreduktion einen dauerhaften Effekt haben kann, werden im Zweifel kurzfristige Leerstände akzeptiert, was zu einer unteren Begrenzung der Mietniveaus führt. Folglich hatten kurzfristige BIP-Rückgänge in der Vergangenheit keine sichtbaren Effekte auf die Mietniveaus.

Auch wenn kurzfristig insbesondere im Wohnimmobilienbereich von einer stabilen Mietentwicklung ausgegangen wird, so kann ein starker Wirtschaftseinbruch zu starken Preisrückgängen führen. In verschiedenen Szenario-Berechnungen stuften die Experten des IW Köln Preisrückgänge von 0 – 12% als möglich ein. Jedoch wird hier, wie auch in der Vergangenheit, mit einer schnellen Erholung gerechnet.

### **Wohnimmobilienmarkt Deutschland**

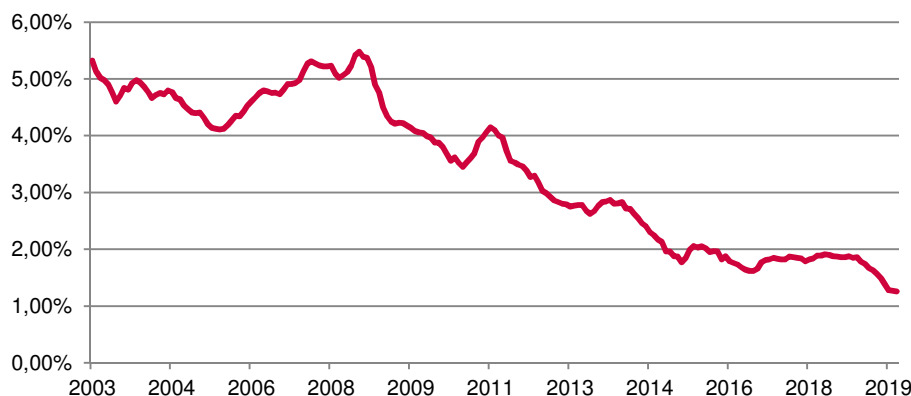
#### ***Immobiliennachfrage auf hohem Niveau***

Das Leitzinsniveau, als wichtigster Treiber einer hohen Immobiliennachfrage, liegt derzeit auf einem historisch niedrigen Niveau von 0,00 %. Zudem hat die Europäische Zentralbank EZB als Reaktion auf die Corona-Krise ein neues 750 Mrd. € starkes Ankaufprogramm aufgelegt, was quasi einer weiteren Zinssenkung gleichkommt. Dies wirkt sich auch auf die Kreditzinsen aus. Laut Bundesbankstatistiken lagen dabei die Effektivsätze bei der Neukreditvergabe im März 2020 bei durchschnittlich 1,22 % (VJ: 1,74 %), womit erneut ein neues Rekordminimum erreicht wurde. Zum Vergleich hierzu: zur Jahrtausendwende lagen die Effektivsätze bei neuen Wohnungsbaukrediten mit über 6,0 %



deutlich höher. Mit der EZB-Entscheidung ist es nun klar, dass Kreditnehmer, von einer langfristigen Fortsetzung der günstigen Kreditkonditionen profitieren können.

### Zinssätze bei neuen Wohnungsbaukrediten für private Haushalte



Quelle: Deutsche Bundesbank; GBC AG

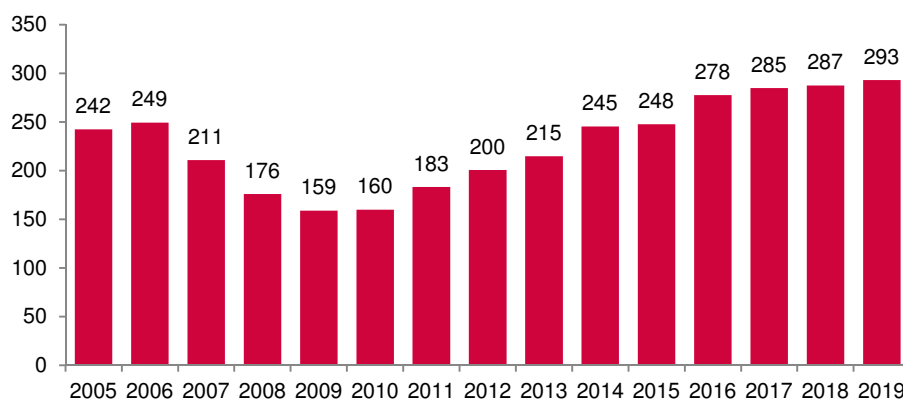
Ein wichtiger zusätzlicher Faktor für die Immobiliennachfrage ist, insbesondere in städtischen Lagen, die demografische Entwicklung. Die Zuwanderungszahlen, insbesondere aus dem europäischen Ausland, liegen dabei auf einem hohen Niveau. Zwischen 1992 und 2018 verzeichnete Deutschland eine Zuwanderung von rund 7,8 Mio. Personen, was einer jährlichen Nettomigration von rund 300.000 Personen entspricht. Als ein besonderer Treiber gilt hierfür das seit 2008/2009 andauernde Wirtschaftswachstum. Parallel zur ausländischen Zuwanderung hält die Binnenwanderung in die deutschen Ballungszentren an, was mit einem zusätzlichen Bedarf an Wohnraum einhergeht. Weitere Effekte wie etwa der zunehmende Trend zur kleineren Haushaltsgröße sorgen für zusätzliche Nachfrageimpulse. Gemäß Statistisches Bundesamt legte der Anteil der Ein-Personen-Haushalte zwischen 2000 und 2018 von 36,1 % auf 41,9 % zu. In diesem Zeitraum legte damit die Anzahl der Ein-Personen-Haushalte um etwa 3,6 Mio. zu.

Unter Berücksichtigung der genannten Faktoren hat das Institut der deutschen Wirtschaft im Rahmen einer Wohnungsbedarfsanalyse einen deutschlandweiten jährlichen Bedarf von 341.700 neuen Wohnungen ermittelt. Im nachfolgend analysierten Immobilienangebot wird es ersichtlich, dass die Wohnungsneubautätigkeit derzeit weit vom errechneten Bedarf entfernt ist.

### Wohnimmobilienangebot deutlich unter Bedarf

Nach Angaben des statistischen Bundesamtes wurden in Deutschland in 2019 insgesamt rund 293 Tausend neue Wohnungen gebaut. Damit ist der vom Institut der deutschen Wirtschaft errechnete Bedarf von jährlich rund 342 Wohnungen deutlich verfehlt worden. Zwar lässt sich auf Basis der Baugenehmigungen zuletzt ein starker Anstieg erkennen, da jedoch die Anzahl der fertiggestellten Wohnungen nur noch leicht zugelegt hatte, hat der so genannte Bauüberhang zugenommen. Gegenüber 2008 kletterte der Bauüberhang in 2018 von 320 Tausend auf 693 Tausend Wohnungen. Grundsätzlich wird hier auch ein wichtiger Aspekt des aktuellen Nachfrageüberhangs erkannt. Denn für die Zunahme des Bauüberhangs werden insbesondere die höhere Abwicklungsdauer sowie die zunehmend begrenzten Baukapazitäten angesehen.

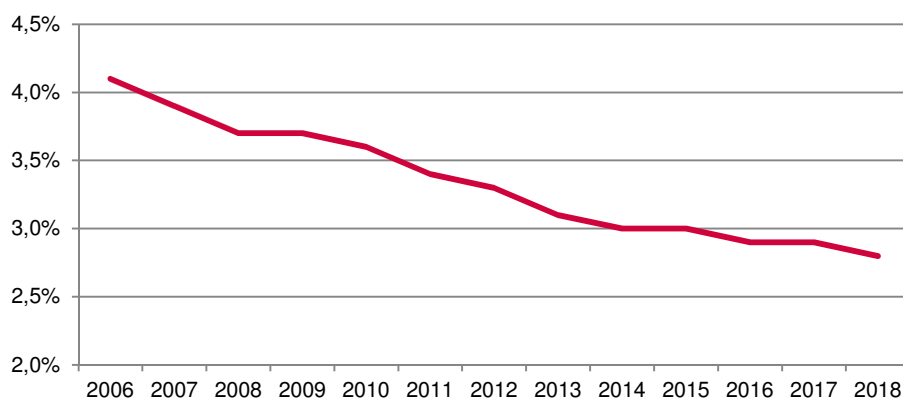
### Anzahl der fertiggestellten Wohnungen in Deutschland (in Tsd.)



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

Eine Folge eines nicht nachfragegerechten Wohnungsbaus lässt sich gut anhand der bundesweiten Leerstände beobachten. Seit mehreren Jahren reduziert sich dabei der marktaktive Leerstand zusehends. Laut empirica lag dieser Ende 2018 bei 2,8 % und damit deutlich niedriger als in der Vergangenheit. Ende 2006 wurde beispielsweise noch ein marktaktiver Leerstand von 4,1 % ermittelt. Während in den städtisch geprägten Gebieten teilweise keine messbaren Leerstände mehr vorliegen, weisen ländlich geprägte Standorte in der Regel aber deutlich höhere Leerstandsquoten auf.

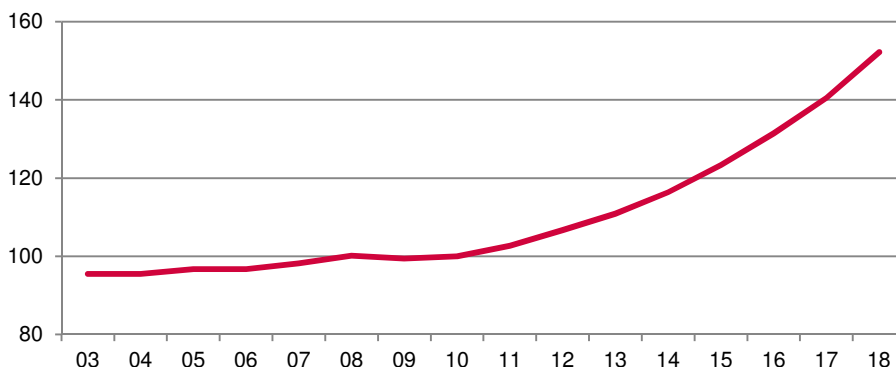
### Marktaktiver Leerstand bei Wohnimmobilien



Quelle: empirica; GBC AG

Eine weitere Ausprägung des Nachfrageüberhangs bei Wohnimmobilien ist der seit mehreren Jahren anhaltende Preisanstieg bei Wohnimmobilien. Der vdp-Immobilienpreisindex, der konkrete Objekt-Transaktionen berücksichtigt, weist insbesondere für die letzten zehn Jahre eine hohe Dynamik auf. Gegenüber 2010 legten die Wohnimmobilienpreise deutschlandweit um 52,2 % deutlich zu.

### vdp-Immobilienpreisindex für Wohnimmobilien (2010=100)



Quelle: vdp – Die deutschen Pfandbriefbanken; GBC AG

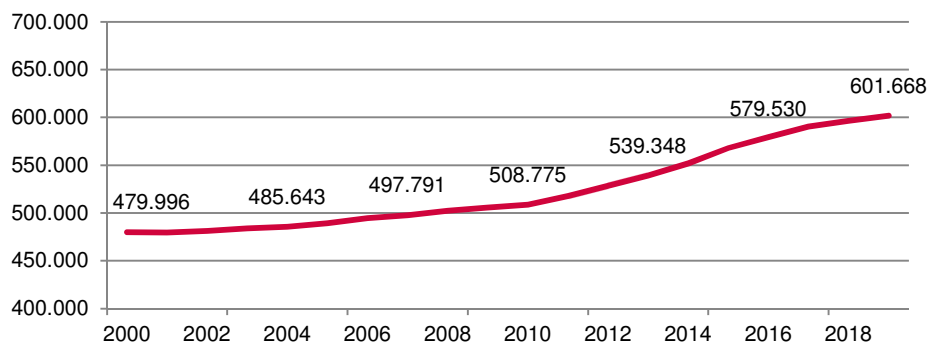
Auch hierfür gilt die Aussage, dass besonders starke Preissteigerungen in den A- und B-Städten verzeichnet wurden, wohingegen in den ländlichen Gebieten Deutschlands eine im Vergleich hierzu moderate Entwicklung stattgefunden hatte.

### Wohnimmobilienmarkt Leipzig

Gemäß Investitionsfokus liegt zwar der regionale Schwerpunkt der German Real Estate Immobilien GmbH auf Süddeutschland und auf Ostdeutschland, der aktuelle Immobilien- bzw. Projektbestand verteilt sich jedoch insbesondere auf die sächsischen Metropolregionen Leipzig, Zwickau und Chemnitz. Leipzig nimmt, gemessen an der Fläche, mit einem Anteil von 35 % am Gesamtobjektbestand der German Real Estate Immobilien GmbH die führende Rolle ein, gefolgt von Chemnitz (19 %) und Glauchau (16 %). In der nachfolgenden Darstellung der für die Gesellschaft wichtigsten Immobilienmärkte fokussieren wir uns auf Leipzig und Chemnitz. Konkrete Marktdaten zur Mittelstadt Glauchau liegen uns nicht vor, aufgrund der räumlichen Nähe zu Chemnitz (35 km) gehen wir aber von einer vergleichbaren Marktsituation aus.

Besonders Leipzig sticht hier, als eine der zehn größten Städte Deutschlands, mit einem sehr attraktiven Marktumfeld für Wohnimmobilien heraus. Eine Basis hierfür stellt das äußerst dynamische Bevölkerungswachstum. Zwischen 2000 und 2019 legte die Anzahl der Einwohner um über 120.000 zu, wobei in 2019 die 600.000 Einwohner-Marke erstmals überschritten wurde. Dies entspricht insgesamt einem Anstieg von 25,3 % bzw. 1,2 % p.a. Im gleichen Zeitraum belief sich der Einwohnerzuwachs beispielsweise in Berlin mit 12,5 %, in München mit 21,6 % oder in Hamburg mit 6,7 % deutlich unterhalb der Entwicklung in Leipzig. Unseren Erkenntnissen zur Folge war Leipzig damit eine der am stärksten wachsenden Städte Deutschlands.

### Einwohnerentwicklung in Leipzig

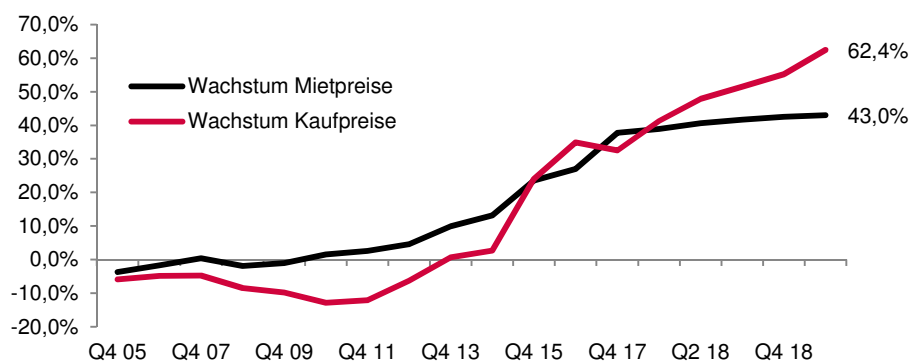


Quelle: Stadt Leipzig; GBC AG

Auch in Leipzig trifft das starke Bevölkerungswachstum mit dem dazugehörigen signifikanten Anstieg der privaten Haushalte auf eine deutlich weniger dynamische Entwicklung des verfügbaren Wohnungsangebotes. In den Jahren 2000 bis 2017 wurden beispielsweise durchschnittlich jährlich insgesamt 1.411 Wohnungen fertiggestellt, denen ein durchschnittlicher jährlicher Einwohneranstieg von etwa 6.500 gegenübersteht. Besonders erwähnenswert ist hier der Umstand, wonach in den vergangenen Jahren eine Stabilisierung bei den Wohnungsfertigstellungen unterhalb des Bedarfsniveaus zu erkennen ist und somit auch keine kurzfristigen positiven Impulse zu erwarten sind.

Folglich hat sich die Quote des marktaktiven Leerstands in den vergangenen Jahren deutlich reduziert. Gemäß Wohnungsbericht der Stadt Leipzig (Monitoringbericht Wohnen 2018) lag der Leerstand zuletzt bereits unter 2,0 % oder unter 7.000 Wohneinheiten. Noch in 2012 wurde eine Leerstandsquote von 6,8 % ermittelt. Eine andere Auswirkung des Nachfrageüberhangs ist der starke Preisanstieg sowie dazugehörig der Angebotsmieten bei Wohnimmobilien.

#### Entwicklung der Miet- und Kaufpreise in Leipzig (in €/qm)



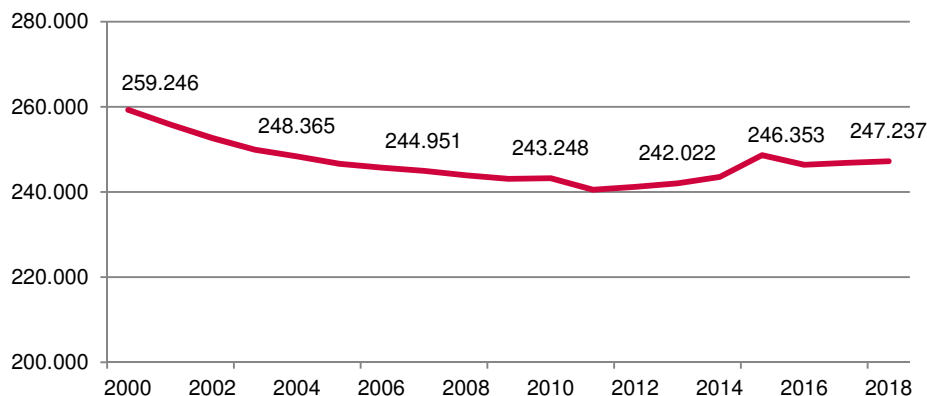
Quelle: Statista, empirica-institut.de; GBC AG

Zwischen 2005 und dem ersten Quartal 2019 legte beispielsweise die Durchschnittsmiete in Leipzig um 43,0 % auf 6,62 €/qm (Q4 2004: 4,46 €/qm) deutlich zu. Im Vergleich hierzu war der Kaufpreisanstieg mit 62,4 % auf 2.061 €/qm (1.269 €/qm) deutlich stärker. Trotz des starken Anstiegs sind die Preisniveaus in Leipzig noch als vergleichsweise moderat anzusehen und mit weiteren Steigerungspotenzialen ausgestattet.

#### Wohnimmobilienmarkt Chemnitz

Chemnitz, als zweiter wichtiger Standort der German Real Estate Immobilien GmbH, weist vergleichbare Tendenzen zu Leipzig auf, wenngleich weniger stark ausgeprägt. Auch wenn über einen langfristigen Zeitraum betrachtet Chemnitz eine rückläufige Einwohnerentwicklung aufweist, so lässt sich insbesondere seit 2011 eine Trendumkehr erkennen, mit einem leichten Anstieg der Einwohnerzahlen zwischen 2011 und 2018 um 2,8 % auf 247.237 (2011: 240.543). Noch vor der Wende zählte Chemnitz mehr als 300.000 Einwohner.

### Einwohnerentwicklung Chemnitz

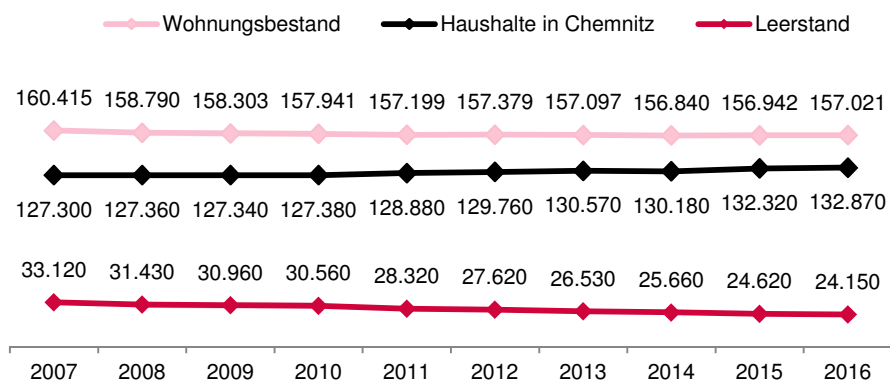


Quelle: Statistisches Landesamt Sachsen; GBC AG

Die Trendumkehr bei der Einwohnerentwicklung wird von einer zunehmenden Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmendaten begleitet. Ansiedelungen von renommierten Firmen wie IBM, Siemens oder Volkswagen haben zu einem starken Anstieg der Bruttowertschöpfung geführt. Zwischen 2010 und 2017 legte diese insbesondere aufgrund einer dynamischen Entwicklung des produzierenden Gewerbes um 23,2 % deutlich zu. Folglich verbesserte sich auch die Kaufkraft je Haushalt, die im Zeitraum 2011 bis 2018 um insgesamt 17,4 % zugelegt hat. Die Anzahl der Erwerbslosen sank im Zuge dessen sukzessive und erreichte Ende 2019 ein neues Rekordtief. Zwischen 2010 und 2019 halbierte sich nahezu die Anzahl der Arbeitslosen von etwas über 14.000 auf rund 7.900.

Zusammenhängend mit der wieder leicht positiven Einwohnerentwicklung in Chemnitz ist der ebenfalls leichte Anstieg der Haushalte, die zwischen 2007 und 2016, unserem zuletzt verfügbaren Zeitraum, um 4,4 % wieder leicht zugenommen haben. Im gleichen Zeitraum steht demgegenüber, insbesondere als Resultat von Rückbaumaßnahmen von Gründerzeit- und Plattenbaugebäuden, eine leichte Reduktion des Wohnungsbestandes um -2,1 % auf 157.021 Wohnungen (2007: 160.415). Damit reduzierte sich per Ende 2016 der rechnerische Leerstand, der als Differenz zwischen Haushaltsanzahl und verfügbaren Wohnungen ermittelt wird, von 33.120 (2007) auf 24.150 Wohnungen. Es ist davon auszugehen, dass sich diese Tendenz auch nach dem Stichtag, der uns vorliegenden Statistiken fortgesetzt hat. Grundsätzlich lässt sich aber der Chemnitzer Wohnungsmarkt als ein vergleichsweise entspannter Markt charakterisieren, der noch von hohen Leerständen und damit auch noch geringen Mietpreisniveaus geprägt ist.

### Wichtige Parameter des Wohnungsmarktes in Chemnitz



Quelle: chemnitz.de; SEKo Monitoringbericht 2018; GBC AG

Insgesamt bewegen sich die Miet- und Kaufpreise noch auf einem moderaten Niveau. Ende 2018 liegen die Angebotsmieten in Chemnitz beispielsweise mit 5,10 €/qm noch deutlich unter dem Niveau anderer Städte vergleichbarer Größenordnung. Allerdings lässt sich auch hier eine aufwärtsgerichtete Tendenz erkennen. Noch Ende 2015 lag die durchschnittliche Angebotsmiete mit 4,88 € um 4,5 % unter dem aktuellen Niveau.

Grundsätzlich lässt sich aber festhalten, dass die Neubautätigkeit in Chemnitz, nicht zuletzt aufgrund der vergleichsweise noch sehr entspannten Situation am Wohnimmobilienmarkt, auf niedrigem Niveau stattfindet. Investoren haben den Chemnitzer Immobilienmarkt noch nicht in den eigenen Fokus gerückt. Es liegt jedoch eine hohe Nachfrage nach qualitativ hochwertigem Wohnraum vor, die jedoch mit dem aktuellen Wohnungsbestand noch nicht vollumfänglich erfüllt wird. Gemäß Portal „chemnitz-in-zahlen“ sind lediglich 14,3 % aller Wohnungen in Chemnitz nach 1991 gebaut worden. In Gesamtdeutschland liegt der Anteil mit 18,9 % jedoch deutlich höher, was als ein Indiz für die noch vergleichsweise geringe Neubautätigkeit der vergangenen Jahre in Chemnitz zu verstehen ist. Die German Real Estate Immobilien GmbH hat den Fokus auf diesem noch vernachlässigten Bereich und könnte folglich von den kurz- bis mittelfristigen guten Renditemöglichkeiten profitieren.

## WICHTIGE OPERATIVE KENNZAHLEN

### Kennzahlen der Emittentin

In Mio. €	31.12.2017	31.12.2018
<i>Aktiva</i>		
Wertpapiere des Anlagevermögens	0,00	16,65
Kasse	0,00	1,14
<i>Passiva</i>		
Eigenkapital	-0,04	-0,10
Genussrechtskapital	0,00	18,57
Sonst. Verbindlichkeiten	0,08	0,13
<i>GuV</i>		
Umsatzerlöse	0,00	0,00
sonstige Aufwendungen	-0,04	-0,05
Bewertungserträge	0,00	-0,12
Finanzerträge	0,00	0,46
Finanzaufwendungen	0,00	-0,38
Ergebnis nach Steuern	-0,04	-0,10

Quelle: German Real Estate S.A.; GBC AG

Die operative Entwicklung der Anleiheemittentin German Real Estate Capital S.A. hängt in erster Linie von den Zinszahlungen der von der German Real Estate Immobilien GmbH ausgegebenen Schuldverschreibungen und Genussrechten ab. Auch auf Ebene der German Real Estate Immobilien GmbH ergibt sich ein ähnliches operatives Bild, da diese Gesellschaft wiederum Zinszahlungen von den Genussrechten und Schuldverschreibungen, die von den Immobilienobjektgesellschaften ausgegeben wurden, erhält. Eine Analyse der operativen Entwicklung der German Real Estate Immobilien GmbH, die zwischen der Anleiheemittentin und den Objektgesellschaften zwischengeschaltet ist, gibt unseres Erachtens ein aussagekräftiges Bild zu den für die Anleihegläubiger relevanten Einnahmen- und Ausgaben ab. Nachfolgend haben wir daher die uns vorliegenden, nicht konsolidierten Zahlen der German Real Estate Immobilien GmbH für die Geschäftsjahre 2017 – 2019 dargestellt.

### Bilanzkennzahlen der GRE Immobilien GmbH

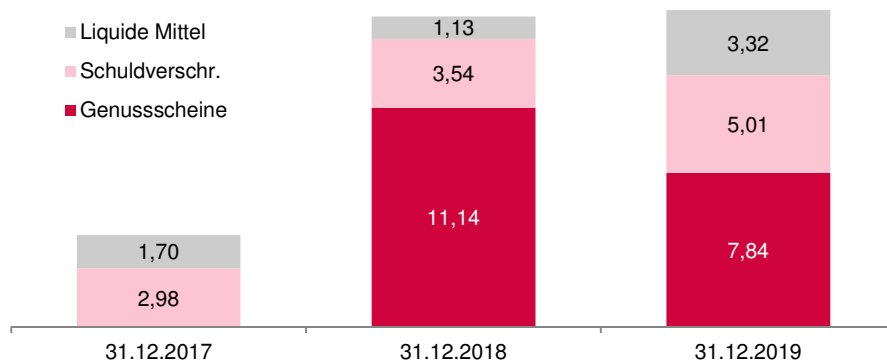
In Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
<i>Aktiva</i>			
Wertpapiere des Anlagevermögens (Genussrechte)	0,00	11,14	7,84
Sonstige Ausleihungen (Schuldverschreibungen)	2,98	3,54	5,01
Kasse	1,70	1,13	3,32
<i>Passiva</i>			
Eigenkapital	0,03	0,03	0,03
Genussrechtskapital	5,30	16,23	16,23
Sonst. Verbindlichkeiten	1,59	1,08	1,10

Quelle: German Real Estate Immobilien GmbH; GBC AG

Das bilanzielle Bild der German Real Estate Immobilien GmbH wird auf der Aktivseite in erster Linie vom Finanzanlagevermögen dominiert. Hier handelt es sich um die von den Objektgesellschaften ausgegebenen Genussrechten und Schuldverschreibungen, die jeweils von der German Real Estate Immobilien GmbH vollständig erworben wurden. In Summe hielt die Gesellschaft zum 31.12.2019 Wertpapiere in Höhe von 12,85 Mio. €

(31.12.2018: 14,69 Mio. €). In den Wertpapieren des Anlagevermögens findet sich damit der aktuelle Finanzierungsstand des Bestands- und Handelsportfolios wieder.

#### Gehaltene Wertpapiere und liquide Mittel (in Mio. €)

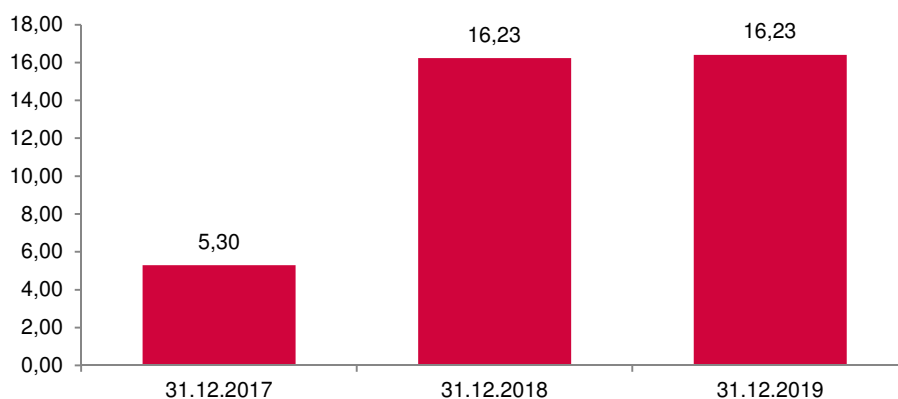


Quelle. German Real Estate Immobilien GmbH; GBC AG

Nicht von den Objektgesellschaften durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen abgerufene Mittel führen zu einer Erhöhung der liquiden Mittel. Folglich findet sich der Rückgang der gehaltenen Wertpapiere in einem Anstieg der liquiden Mittel auf 3,32 Mio. € (31.12.18: 1,13 Mio. €) wieder.

Die Mittelherkunft für die gehaltenen Wertpapiere kommt nahezu ausschließlich aus der Eigenemission von Genussrechten und Schuldverschreibungen an die German Real Estate Capital S.A. und der damit einhergehenden Weiterleitung der Anleihemittel. Abgebildet ist dies im Genussrechtskapital auf der Passivseite der Bilanz der German Real Estate Immobilien GmbH, welches sich zum 31.12.2019 auf insgesamt 16,23 Mio. € (31.12.18: 16,23 Mio. €) belief. Damit ist das gesamte von der German Real Estate Capital S.A. emittierte Anleihevolumen an die GmbH-Gesellschaft weitergeleitet worden.

#### Ausgegebene Genussrechte der German Real Estate Immobilien GmbH (in Mio. €)



Quelle. German Real Estate Immobilien GmbH; GBC AG

Es wird demnach ersichtlich, dass sowohl die Aktiv- als auch die Passivseite der Bilanz von den erhaltenen liquiden Mitteln sowie deren Weitergabe geprägt ist.



## Operative Entwicklung der GRE Immobilien GmbH

In Mio. €	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Umsatzerlöse	0,46	0,32	0,20
Operative Kosten	-0,39	-0,38	-0,28
Finanzerträge	0,24	0,62	0,67
Finanzaufwendungen	-0,31	-0,58	-0,66
Finanzergebnis	-0,07	0,04	0,01
Jahresüberschuss	-0,01	-0,03	-0,08

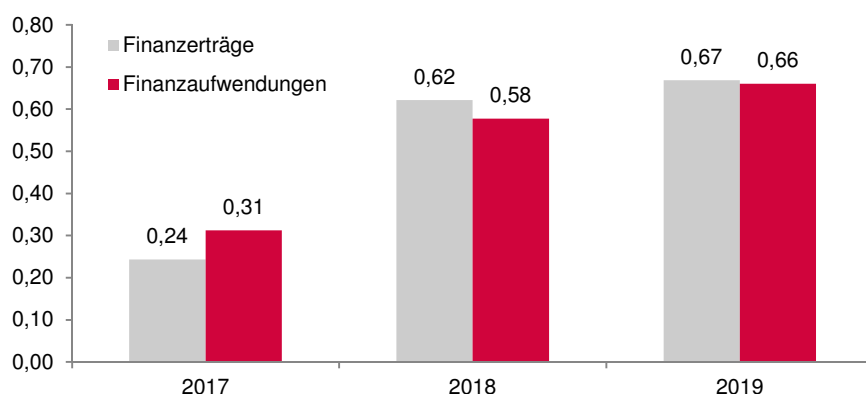
Quelle: German Real Estate Immobilien GmbH; GBC AG

Grundsätzlich weist die GRE Immobilien GmbH nur geringe Umsätze auf, die in erster Linie in Verbindung mit erbrachten Dienstleistungen gegenüber den Objektgesellschaften stehen. Wie vorstehend anhand der Bilanzrelationen erläutert, agiert die Gesellschaft in erster Linie als Emittent von Schuldverschreibungen an die German Real Estate Capital S.A. sowie in gleicher Weise hierzu als Zeichner von Schuldverschreibungen, die von den Objektgesellschaften ausgegeben werden. Gemäß diesem Geschäftsmodell liegt der Fokus der operativen Kennzahlen auf dem Finanzergebnis, welches sich aus den Finanzaufwendungen an die ETP-Emittentin German Real Estate Capital S.A. und den Finanzerträgen der Objektgesellschaften zusammensetzt.

Analog zum dargestellten Anstieg der gehaltenen Wertpapiere erhöhten sich die Finanzerträge in 2018 deutlich und blieben in 2019 auf dem erreichten höheren Niveau. Gemäß Unternehmensangaben sind die für die Finanzerträge zugrundeliegenden gehaltenen Wertpapiere durchschnittlich mit 5,0 % verzinst.

Die von der GRE Immobilien GmbH ausgegebenen Genussrechte sind mit einem gleichen Zinssatz ausgestattet, so dass auch das Niveau der Zinsaufwendungen in etwa auf dem der Zinserträge liegt. Leichte Abweichungen zwischen diesen beiden Ertragspositionen ergeben sich unseres Erachtens lediglich aus einem zeitlichen Unterschied zwischen Aufnahme (Ausgabe von Schuldverschreibungen) und der Weitergabe (Zeichnung von Schuldverschreibungen) der Liquidität.

### Zinseinnahmen und Zinsausgaben (in Mio. €)



Quelle: German Real Estate Immobilien GmbH; GBC AG

Das hier gesehene Gleichgewicht zwischen Finanzerträgen und Finanzaufwendungen ist für die Gläubiger des ETP der German Real Estate Capital S.A. von zentraler Bedeutung. Hiermit wird es ersichtlich, dass die über die GRE Immobilien GmbH eingesetzten Mittel entsprechende Zinserträge nach sich ziehen, welche, weitergeleitet an die ETP-Emittentin, die Grundlage für die Zinszahlungen an die ETP-Gläubiger bildet.

Bei der GRE Immobilien GmbH herrscht dabei insgesamt ein Gleichgewicht zwischen Einnahmen und Ausgaben vor. Sichtbar wird dies anhand des nahezu vollständig ausgeglichenen Jahresergebnisses. Das Kostenbild oberhalb des Finanzergebnisses wird dabei in erster Linie von den Umsatzerlösen in Höhe von 0,20 Mio. € aus der Weiterberechnung von Dienstleistungen dominiert. In nahezu gleicher Höhe stehen dabei den Umsätzen operative Kosten, die in 2019 primär im Zusammenhang mit Rechts- und Beratungsaufwendungen in Verbindung stehen, gegenüber.

## PROGNOSEN

*Hinweis zur aktuellen Corona-Lage: unsere Prognosen basieren auf der Annahme einer planmäßigen Entwicklung bei der Nachvermietung des Bestandsportfolios sowie bei den Neubau- und Sanierungsarbeiten des Handelsportfolios. Diese stellen damit den aktuellen Status Quo dar, welcher sich jedoch aufgrund der Corona-Krise jederzeit ändern kann. Gemäß Unternehmensangaben wurden in den vergangenen Wochen auf den Baustellen Maßnahmen ergriffen, um das Ansteckungsrisiko so gering wie möglich zu halten. Aus heutiger Sicht geht die Unternehmensgruppe dabei aus, die Fertigstellungstermine einzuhalten. Diese Einschätzung haben wir in unseren Prognosen berücksichtigt, wenngleich diese aufgrund der aktuellen Lage naturgemäß mit einer höheren Unsicherheit behaftet sind.*

Aufgrund der vorliegenden Struktur liegt für die Gläubiger/Zeichner des ETP der German Real Estate Capital S.A., über die German Real Estate Immobilien GmbH und den Objektgesellschaften, eine mittelbare Abhängigkeit zur Entwicklung der Objektgesellschaften vor. Dabei bildet das aktuelle, in den Objektgesellschaften gebündelte Bestands- und Handelsportfolio der German Real Estate-Gruppe, die Grundlage für die Zahlungen der fixen und variablen Zinsbestandteile an die ETP-Gläubiger. Die bei der Darstellung der operativen Kennzahlen bereits detailliert skizzierte German Real Estate Immobilien GmbH fungiert in der aktuellen Struktur lediglich als Zwischengesellschaft.

Um das mittelbare Engagement der Anleihegläubiger in dem Bereich der Wohnimmobilien realistisch abzubilden, haben wir die nachfolgenden Prognosen auf Ebene der Projektgesellschaften, also auf Basis der Mittelverwendung des ETP ausformuliert. Wir unterstellen dabei eine quasi-Konsolidierung aller Objektgesellschaften und illustrieren damit die Summe der Umsatz- und Ergebnisbeiträge aus der Immobilienbewirtschaftung, dem Objekthandel sowie aus der Errichtung und Sanierung von Wohnungen. Wir stellen dabei die Fähigkeit des Geschäftsmodells bzw. des aktuellen Portfolios auf den Prüfstand, insbesondere im Hinblick auf die Erwirtschaftung eines ausreichenden Gewinns zur Bedienung der ausgegebenen Schuldverschreibungen und Genussrechte.

### Prognosegrundlage Bestandsportfolio

Die Grundlage für unsere Prognosen stellt dabei das aktuelle Bestands- und Handelsportfolio der Objektgesellschaften dar. Dabei gehen wir beim Bestandsportfolio, im Einklang mit der von der Gesellschaft kommunizierten Unternehmensstrategie, grundsätzlich von einer langfristigen Halteabsicht aus. Als Mindesthaltedauer werden zwei Jahre unterstellt. In den vergangenen Geschäftsjahren hat die German Real Estate Gruppe ein umfangreiches, aus 24 Objekten bestehendes Bestandsportfolio aufgebaut: Die vermietbare Gesamtfläche von 18.214 qm verteilt sich dabei auf insgesamt 225 Wohneinheiten. Bei einer erzielbaren jährlichen Soll Miete von 1,42 Mio. € beläuft sich die auf den zum Teil gutachterlich ermittelten Verkehrswert von 24,76 Mio. € bezogene Potenzial-Mietrendite auf 5,7 %.

Neben den üblichen umzugsbedingten geringen Leerständen werden an ausgewählten Liegenschaften umfangreiche Renovierungsmaßnahmen durchgeführt, was in der Regel mit einer niedrigen Vermietungsquote einhergeht. Über das gesamte Portfolio errechnet sich aktuell ein flächenbezogener Leerstand von 24,6 %. Neben vollvermieteten Objekten verfügt die Gesellschaft über Liegenschaften, die derzeit umfangreich saniert bzw. renoviert werden, was mit einer sehr geringen Vermietungsquote einhergehen kann. Beispielhaft hierfür stehen die Chemnitzer Liegenschaften der Objektgesellschaft Bau und Boden Holding AG. Bei diesem insgesamt 3.473 qm großen Teilportfolio werden bis Ende des laufenden Geschäftsjahres 2020 umfassende Renovierungs- und Sanie-

rungsmaßnahmen durchgeführt. Nach der Finalisierung soll der aktuelle flächenbezogene Leerstand dieses Teilportfolios von 51,1 % schnell in die Vermietung übergehen.

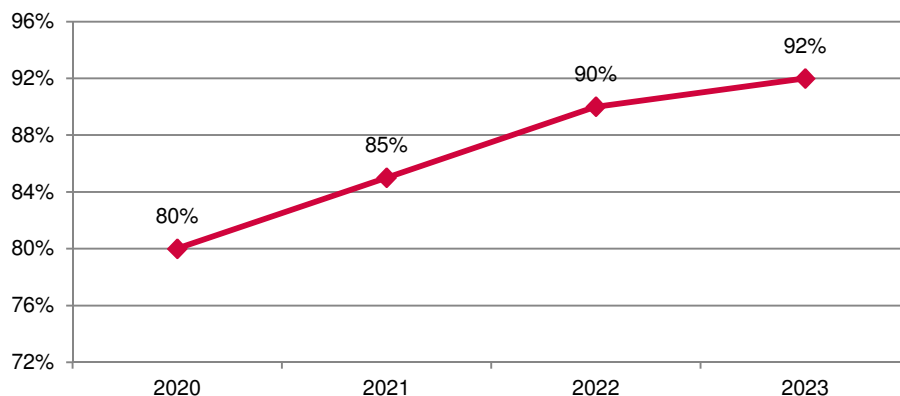
Auf der Annahme aufbauend, dass der überwiegende Teil der Sanierungsobjekte innerhalb der kommenden 12 Monate der Vermietung zugeführt werden kann, unterstellen wir einen sukzessiven Rückgang des Leerstandes. Bis zum Ende des laufenden Geschäftsjahres sehen wir einen Leerstand von 20 %, also nur eine leichte Reduktion, als eine realistische Annahme. Besonders stark dürfte sich die Vermietung sanierter Flächen jedoch erst in den kommenden Geschäftsjahren auswirken. Bis 2023, unserem letzten Prognosezeitraum, rechnen wir mit einer bereits hohen Vermietungsquote von 92,0 %, in der ein gewisser Fluktuationsspielraum berücksichtigt ist.

Standort	Fläche in qm	Leerstand in qm	Leerstandsquote	Soll Miete
Treuen (Schillerstr./Marienstr.)	1.353	73	5,4%	83.431 €
Treuen (Dr. Wilhelm-Külz-Str.)	660	106	16,1%	34.144 €
Halle (Sonnenblumenweg)	487	0	0,0%	49.000 €
Weißenfels (Beuditzstr.)	633	423	66,8%	35.398 €
Bad Dürrenberg (R.-Breitscheid-Str. 2)	401	68	16,9%	22.753 €
Chemnitz (Paul-Gerhard-Str.)	664	143	21,6%	41.463 €
Chemnitz (Lichtenwalderstr.)	660	152	23,0%	41.174 €
Glauchau (Bayernweg)	330	0	0,0%	22.104 €
Glauchau (Fritz-Reuter-Str.)	384	110	28,6%	23.100 €
Glauchau (Gerhart-Hauptmann-Weg)	1.058	0	0,0%	64.966 €
Glauchau (Lichtensteiner Str.)	1.939	1.566	80,8%	149.450 €
Chemnitz (Deulichstr.)	652	236	36,2%	40.241 €
Chemnitz (Platner Str. 3)	321	184	57,3%	20.544 €
Chemnitz (Platner Str. 5)	435	435	100,0%	31.311 €
Chemnitz (Platner Str. 7)	464	303	65,2%	29.565 €
Chemnitz (Platner Str. 9)	441	105	23,7%	28.546 €
Chemnitz (Neefestr.)	535	2045	45,8%	38.520 €
Chemnitz (Haydnstr.)	625	268	42,8%	45.000 €
Kulmbach (Feuerwache)	1.481	0	0,0%	188.653 €
REWE Magdeburg	1.448	0	0,0%	148.800 €
Zwickau (Reichenbacher Str.)	417	66	15,9%	29.177 €
Zwickau (Dürerstr.3)	803	0	0,0%	55.788 €
Zwickau (Dürerstr. 9)	991	0	0,0%	68.316 €
Feuerwache Kulmbach	1.032	0	0,0%	128.786 €
<b>Gesamt</b>	<b>18.214</b>	<b>4.482</b>	<b>24,6%</b>	<b>1.420.235 €</b>

Quelle: German Real Estate Capital S.A.; GBC AG

Bei einer vollständigen Vermietung des Bestandsportfolios liegen die Potenzialmieteinnahmen bei insgesamt 1,42 Mio. €. Für unsere nachfolgend ausformulierten Umsatzprognosen unterstellen wir dabei zwar keine Vermietungsquote von 100 %, wir gehen jedoch davon aus, dass die German Real Estate relativ rasch eine Verbesserung bei der Leerstandsquote erreicht. Alleine auf Basis des aktuellen Bestandsportfolios ergibt sich damit eine erwartete Erhöhung der Mieteinnahmen, womit eine weitere Verbesserung der Basis für die Zinszahlungen der von den Objektgesellschaften an die German Real Estate Immobilien GmbH ausgegebenen Schuldscheine gegeben ist.

### Prognose Vermietungsquote



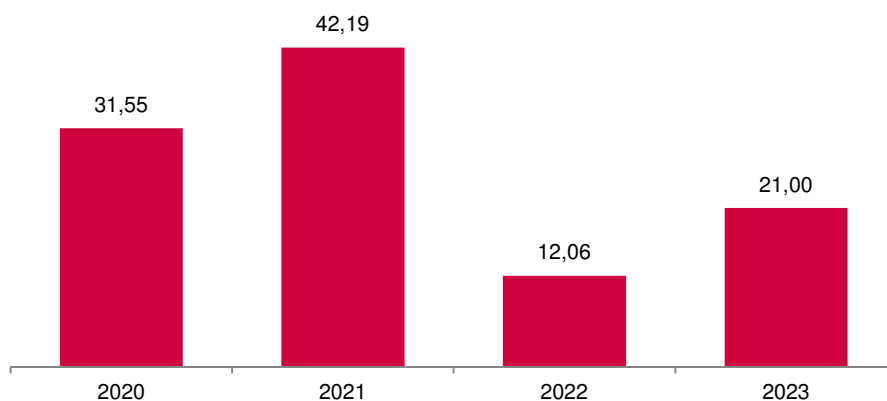
Quelle: GBC AG

### Prognosegrundlage Handelsportfolio

Gemäß strategischer Ausrichtung umfasst das Handelsportfolio diejenigen Objekte, bei denen eine Haltedauer von weniger als zwei Jahren beabsichtigt ist. Aktuell umfasst das Handelsportfolio 22 Liegenschaften, hier sowohl Neubauprojekte als auch die Sanierung denkmalgeschützter Gebäude. Teilweise handelt es sich dabei um bereits fertiggestellte Projekte, für die der Vertriebsprozess bereits gestartet wurde sowie darüber hinaus um Projekte, die sich in der Bau- bzw. Sanierungsphase befinden. Typischerweise werden die fertiggestellten Projekte an institutionelle Kapitalanleger veräußert. Denkmalobjekte werden zudem vorab veräußert, da hierdurch die Erwerber von den steuerlichen Vorteilen bei der Sanierung profitieren können. Bei Vorabveräußerungen halten sich die finanziellen Erfordernisse für die German Real Estate-Gruppe in Grenzen, da im Rahmen der so genannten Erwerberraten die wesentlichen Kosten vom Käufer abgedeckt werden.

Gemäß geplantem Verkaufszeitpunkt ergeben sich aus dem Handelsportfolio folgende zeitraumbezogene Veräußerungserlöse:

#### Veräußerungserlöse nach Verkaufszeitpunkt (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Es ist davon auszugehen, dass die bereits fertiggestellten sowie kurz vor der Fertigstellung stehenden Objekte noch im laufenden Geschäftsjahr veräußert werden, was das von uns erwartete hohe Verkaufsvolumen in 2020 erklärt. Hierbei handelt es sich um ehemalige Bestandsobjekte in Leipzig, Halle, Markranstädt und Zwickau (Verkaufsvolumen: 6,51 Mio. €) sowie um fertiggestellte Denkmalimmobilien in Dresden und Glauchau und Magdeburg (Verkaufsvolumen: 10,36 Mio. €). Darüber hinaus rechnen wir mit einer

Veräußerung bei zwei Neubauprojekten in der Schweiz (Pfeffingen) und in Mallorca (Verkaufsvolumen: 11,20 Mio. €). Ein Teil dieser Objekte wurde gemäß Angaben des German Real Estate-Managements bereits veräußert oder es finden derzeit finale Verkaufsgespräche statt.

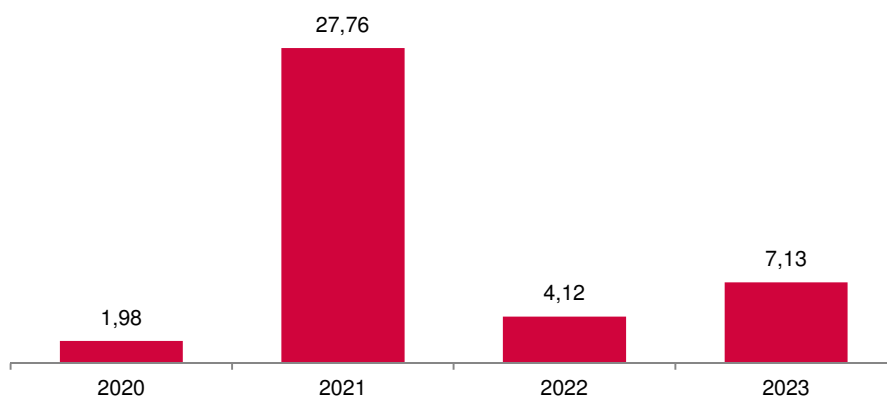
Die Umsatzerlöse der kommenden Geschäftsjahre werden, neben der weiteren Veräußerung von ehemaligen Bestandsobjekten sowie fertiggestellter Denkmalobjekten insbesondere von der Realisierung des Leipziger Projektes in der Ostheimstraße geprägt sein. Über mehrere Bauabschnitte hinweg sollen bis 2023 umfangreiche Renovierungs- und Modernisierungsmaßnahmen durchgeführt und insgesamt 128 neue Wohnungen mit einer Gesamtfläche von 8.300 qm geschaffen werden. Der erwartete Verkaufspreis des Gesamtprojektes liegt, bei einem Gesamtinvestitionsvolumen von rund 30 Mio. €, bei insgesamt 41,31 Mio. €. Verteilt über die kommenden drei Geschäftsjahre wird dieses Projekt demnach die Umsatzentwicklung der German Real Estate-Gruppe dominieren.

## Prognosegrundlage neue Investitionen

Mit der Realisierung des Handelsportfolios und daraus resultierend der erfolgten Veräußerung der fertiggestellten Objekte ist eine Freigabe der gebundenen Finanzmittel verbunden. Die Finanzstruktur des aktuellen Handelsportfolios umfasst neben den Bankkrediten in einem Volumen von 14,17 Mio. € zudem Schuldscheindarlehen (ausgegeben an eine Pensionskasse) in Höhe von 10,66 Mio. € sowie weitergeleitete Mittel des German Real Capital ETP's in Höhe von 10,35 Mio. €. Insbesondere die beiden letztgenannten Finanzierungsinstrumente dienen auf Ebene der Objektgesellschaft als Eigenkapital, welches mit den Bankverbindlichkeiten ergänzt wird. Die Mittel des an die Pensionskasse ausgegebenen Schuldscheindarlehens werden unseren Planungen gemäß in erster Linie für die abschnittsweise Finanzierung des Großprojektes in Leipzig (Ostheimstraße) verwendet.

Daher haben wir lediglich die im Rahmen von Projektveräußerungen zurückgeführten ETP-Mittel als Grundlage für neue Investitionen herangezogen. Gemäß den vorgenannten Verkaufserwartungen könnten in den kommenden Geschäftsjahren auf Basis des dann sukzessive zur Verfügung stehenden ETP-Kapitals in Höhe von 10,35 Mio. € folgende Investitionsvolumina realisiert werden:

### Prognose neue Investitionen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Bei den von uns erwarteten neuen Gesamtinvestitionen in Höhe von 40,99 Mio. € haben wir eine auf die Gesamtprojektkosten bezogene EK-Quote (erbracht aus den Mitteln des ETP) in Höhe von 25 % unterstellt, woraus die hohe Hebelwirkung des so genannten eigenkapitalersetzenden Fremdkapitals nochmals deutlich wird. Selbstverständlich unter-

liegt die Annahme neuer Investitionen, da dies noch nicht konkret bekannt, einer hohen Unsicherheit. Wir gehen jedoch davon aus, dass die German Real Estate-Gruppe, wie bereits in der Vergangenheit, in der Lage sein wird, attraktive neue Projekte zu identifizieren.

Für die Neuinvestitionen haben wir dabei Durchschnittswerte des bestehenden Handelsportfolios unterstellt. Bei einer sich daraus ergebenden durchschnittlichen Dauer zwischen Baubeginn und Veräußerungszeitpunkt von rund 18 Monaten werden die neuen Investitionen erst ab dem Geschäftsjahr 2022 nennenswerte Veräußerungserlöse generieren. Für das laufende und kommende Geschäftsjahr 2020 und 2021 rechnen wir hingegen mit nur geringfügigen Umsatz- und Ergebnisbeiträgen.

## Umsatz- und Ergebnisprognosen

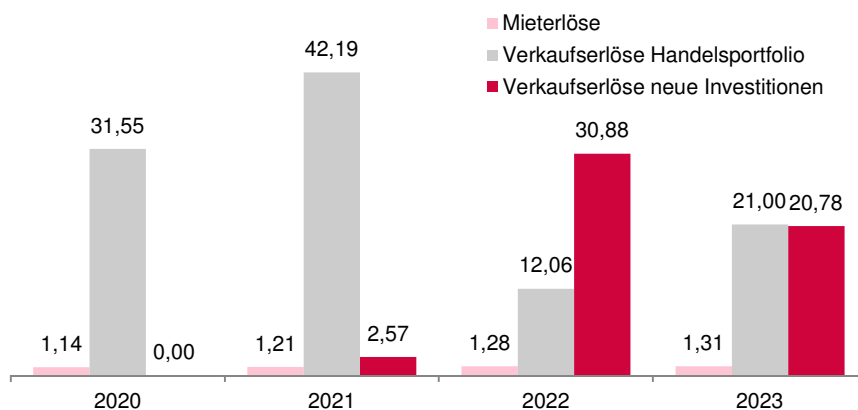
In Mio. €	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	32,69	45,97	44,22	43,09
davon Mieterlöse	1,14	1,21	1,28	1,31
davon Verkaufserlöse	31,55	44,76	42,94	41,78
EBITDA	5,95	10,62	9,52	10,52
Zinsaufwand	1,39	1,60	1,59	1,21

Quelle: GBC AG

Unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen beziehen bewusst den Zeitraum bis zum Geschäftsjahr 2023 ein und gehen damit bis zu dem Zeitpunkt, an dem die Gläubiger des ETP erstmals ordentlich kündigen können (erstmalig zum Ablauf des 20.04.2023). Als Basis unserer Umsatzprognosen dienen dabei die vorgenannten drei Säulen der German Real Estate-Gruppe, die Mieteinnahmen, Verkäufe aus dem Handelsportfolio sowie neue Investitionen. Einen planmäßigen Verlauf bei der Errichtung und Veräußerung der Objekte des Handelsportfolios unterstellt, dürften die Gesamtumsätze der kommenden Geschäftsjahre von den Veräußerungserlösen des bestehenden Handelsportfolios geprägt sein. Ab dem Geschäftsjahr 2022 sollten die freiwerdenden und für den Erwerb neuer Objekte eingesetzten Mittel für einen Anstieg bei den Umsätzen mit neuen Projekten sorgen.

Auch wenn die Mieterlöse im Vergleich zu den Veräußerungsumsätzen deutlich niedriger ausfallen sollten, so sind diese aufgrund des wiederkehrenden Charakters als ein Stabilitätsfaktor zu betrachten. Zumal mit den erwarteten Umsatzerlösen die ETP-bezogenen Zinsaufwendungen gut abgedeckt sein dürften.

### Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €)



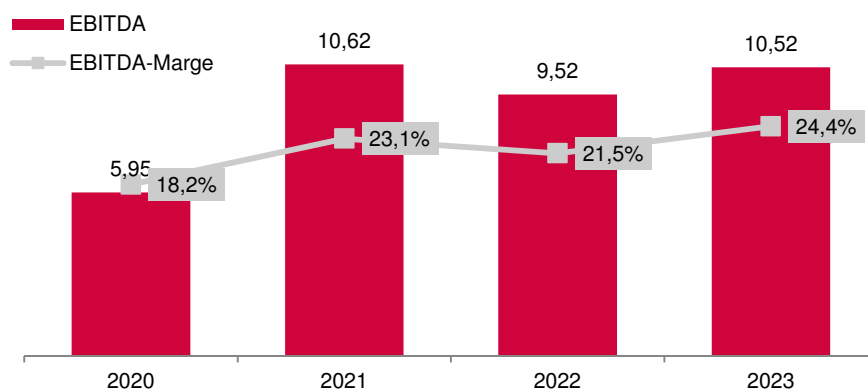
Quelle: GBC AG

Der hohe Umsatzbeitrag des laufenden Geschäftsjahres resultiert, wie dargestellt, aus der geplanten Veräußerung bereits fertiggestellter, ehemaliger Bestandsobjekte, bei denen zum Teil bereits ein Käufer gefunden wurde. Wie dies für den Immobilienhandelsbereich typisch ist, können im Jahresvergleich Umsatzenschwankungen entstehen. Die rückläufigen Veräußerungserlöse aus dem bestehenden Handelsportfolio sollten aber durch neue Investitionen gut aufgefangen werden.

*Wichtiger Hinweis: Unsere Ertragsprognosen berücksichtigen ähnlich der HGB-Bilanzierung keine ergebniswirksamen Wertveränderungen der Bestandsimmobilien, was aber bei einer IFRS-Bilanzierung üblich wäre. Es ist davon auszugehen, dass die gehaltenen Objekte, insbesondere nach den erfolgten Renovierungs- und Sanierungsmaßnahmen sowie aufgrund der allgemein aufwärtsgerichteten Marktentwicklung einen höheren Wertansatz aufweisen als dies nach dem Kostenprinzip der Fall ist. Die sich daraus ergebenden stillen Reserven stellen für die Gläubiger des ETP einen weiteren Sicherheitsfaktor dar.*

Typischerweise lassen sich im Bereich der Immobilienvermietung hohe Margenniveaus erwirtschaften. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir hier mit einer EBIT-Marge zwischen 68 % – 73 %. Parallel dazu unterstellen wir bei der Objektveräußerung eine branchenübliche Rohmarge von ca. 25 %, so dass sich insgesamt mit beiden Geschäftssegmenten vergleichsweise hohe Ergebnisniveaus erreichen lassen. Dabei dürfte langfristig eine EBITDA-Marge von ca. 25 % zu erzielen sein:

#### EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)

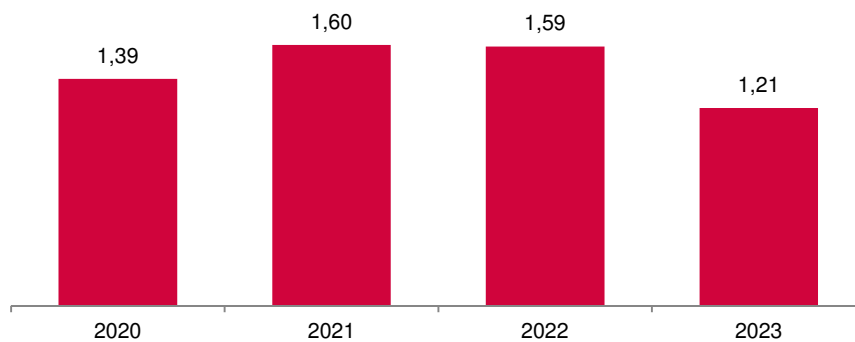


Quelle: GBC AG

Das von uns simulierte EBITDA auf „Als Ob“-Konzernbasis liefert die Grundlage für die Zinszahlungen und ist damit für die ETP-Gläubiger eine zentrale Kennzahl. Wir haben dabei sowohl die Bankfinanzierungen auf Objektebene als auch die ausstehenden Schuldscheindarlehen sowie das ausstehende Volumen des ETP in unseren Prognosen des Finanzaufwands einbezogen.



### Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir dabei mit Zinsaufwendungen in Höhe von zwischen 1,21 Mio. € und 1,60 Mio. €. Auf das EBITDA bezogen ergibt sich daraus eine sehr hohe Zinsdeckung von über 4,3. Ab 2023 errechnet sich sogar ein Wert von 8. Selbst deutliche Ergebnismrückgänge würden demnach ausreichen, um die Finanzaufwendungen zu entrichten. Deutliche Ergebnismrückgänge würden aber auch bedeuten, dass weniger Projekte umgesetzt würden, was wiederum einen geringeren Finanzierungsbedarf mit entsprechend niedrigeren Finanzaufwendungen bedeutet.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Durch die Abdeckung des Bestands- und Handelsbereiches profitiert die Gesellschaft sowohl von stetigen Einnahmen als auch von günstigen Marktopportunitäten.</li> <li>• Die Objektgesellschaften verfügen über einen jeweils umfangreichen Immobilien- und Handelsbestand, wodurch die Zins- und Tilgungsleistungen des ETP sichergestellt sind.</li> <li>• Das Management der Gesellschaft sowie der „GmbH“ ist erfahren und weist eine gute Kenntnis zu den adressierten Immobilienmärkten auf.</li> <li>• Ermittelte Bonitätskennzahlen liegen im Bereich des quasi-Investmentgrade-Ratings.</li> <li>• Anleihegläubiger sind indirekt im Immobilienbereich engagiert, womit ein hoher Sicherheitsaspekt vorliegt.</li> <li>• Zinszahlungen der Objektgesellschaften und der „GmbH“ an die Emittentin sind vertraglich gesichert.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Es liegt eine Abhängigkeit von der Entwicklung der Objektgesellschaften vor, auf denen kein gesellschaftsrechtlicher Einfluss genommen werden kann.</li> <li>• Beim ETP liegt in der Regel ein nur geringes Handelsvolumen vor, was den Einstieg aber auch den Verkauf erschweren könnte.</li> <li>• Es liegt eine Abhängigkeit zu den bestehenden Schlüsselpersonen vor.</li> <li>• Zwischen der Emissionsgesellschaft, der Zwischengesellschaft sowie den Objektgesellschaften besteht keine gesellschaftsrechtliche Verknüpfung.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Das ETP weist mit einem Zinssatz von 3,0 % eine attraktive Verzinsung auf. Es besteht zudem die Möglichkeit der variablen Verzinsung von bis zu 10%.</li> <li>• Das ETP notiert derzeit deutlich unter „pari“. Bei einem aktuellen Einstieg ergibt sich eine hohe Effektivverzinsung.</li> <li>• Für das Handelsportfolio stehen relevante Verkäufe an. Mit den daraus erwarteten hohen Ergebnisbeiträgen könnte die variable Verzinsung möglich werden.</li> <li>• Das Wertpapier ist im Marktvergleich sowohl unter Rendite- als auch Risikogesichtspunkten überdurchschnittlich attraktiv.</li> <li>• Insbesondere beim Bestandsportfolio könnten hohe stille Reserven vorliegen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ein Teil der erwarteten Umsätze bei den Projektgesellschaften hängt mit neuen Investitionen zusammen, die erst noch identifiziert und gesichert werden müssen.</li> <li>• Verschiebungen von Immobilienprojekten könnten einen Einfluss auf die Zinszahlungen der Objektgesellschaften haben.</li> <li>• Eine volatile Kursentwicklung des ETP ist angesichts des niedrigen Transaktionsniveaus möglich.</li> <li>• Eine Verschärfung der Corona-Pandemie könnte zu Verzögerungen beim Verkauf, bei der Instandhaltung oder bei der Nachvermietung führen.</li> </ul>

## BEWERTUNG

### Bonitätskennzahlen

Kennzahlenblock		GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e	Mittelwert	GDV-Grenzwert (Investment-Grade)
Zinsdeckungsgrad	EBITDA-Zinsdeckung	4,27	6,63	5,98	8,66	6,39	>3,00
Verschuldung	Total Debt/EBITDA	5,72	3,24	3,54	1,98	3,62	< 2,75
Kapitalstruktur	Risk Bearing Capital	38,7%	44,6%	49,6%	65,6%	49,6%	> 25%
Rentabilität	FFO/Total Debt	9,5%	18,5%	16,6%	31,6%	19,0%	> 15%

Quelle: GBC AG;   A-Rating   BBB-Rating

Auf Basis unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen haben wir die Entwicklung der Bonitätskennzahlen prognostiziert. Wir haben uns bei der Auswahl der Bonitätskennzahlen an dem Kreditleitfaden des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV; Stand: August 2018) orientiert. Zur Erreichung eines Quasi-Investmentgrade-Ratings liegen vom GDV entsprechende Mindestvorgaben vor. Diese haben wir ins Verhältnis zum Mittelwert der von uns prognostizierten Bonitätskennzahlen der kommenden Geschäftsjahre 2020 – 2023 gesetzt. Als Ergebnis lässt sich dabei festhalten, dass unsere Simulation der konsolidierten Ergebnisse der Objektgesellschaften bei allen Kennzahlenblöcken zumindest im Bereich eines BBB-Ratings liegen und damit die Minimumanforderungen eines Quasi-Investment-Grade-Ratings erfüllen.

Besonders der EBITDA-Zinsdeckungsgrad liegt dabei im Mittelwert unseres Prognosezeitraums bei 6,09 im Bereich eines vergleichbaren Ratings von A- bis A+ und damit sogar im Bereich der Bestnote. Wie in den vorstehend detailliert dargestellten Prognosen erläutert, ist dies insbesondere eine Folge der hohen Ergebnisbeiträge aus der Vermietung der Objekte sowie aus dem erwarteten Fortschritt bei den Handelsobjekten.

Noch besser fällt die Bonitätseinschätzung bei der von uns erwarteten Kapitalstruktur aus. Mit einem Risk Bearing Capital (gleichzusetzen mit der EK-Quote) von 49,6 % liegt hier eine herausragend gute Quote vor, die gemäß GDV über A+ eingestuft wird. Für den deutlichen Anstieg der Eigenkapitalquote haben wir eine Thesaurierung der Jahresergebnisse unterstellt. Zudem haben wir die Mittel des ETP auf Ebene der Projektgesellschaft als Eigenkapital klassifiziert und damit einen externen Blickwinkel eingenommen.

Bei der Verschuldungskennzahl Total Debt/EBITDA und bei der Rentabilitätsquote Fund from Operations/Total Debt haben wir Werte ermittelt, die jeweils im Bereich eines vergleichbaren BBB-Ratings liegen. In dieser Stufe wird die Bonität im Rahmen der GDV-Klassifizierung als „gut“ eingestuft.

**Insgesamt sind die Bonitätskennzahlen unserer Pro Forma-Prognose, ausgehend von einer konsolidierten Darstellung der Objektgesellschaften, als „Sehr gut“ einzustufen, was dem Notenbereich A- bis A+ entspricht. Hier liegt damit eine gute Bonitätsqualität vor, die besagt, dass die Objektgesellschaften, eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit aufweisen, ihre finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen.**

## Anleihevergleich

Die sehr guten Bonitätskennzahlen der German Real Estate-Gruppe lassen in Verbindung mit den Ausstattungsmerkmalen des German Real Estate ETP eine Aussage zur Attraktivität des Wertpapiers zu. Für den Anleihevergleich haben wir alle derzeit im Mittelstandsbereich notierten Anleihen, die eine gültige Bonitätsnote vorweisen, zusammengefasst:

Emittent	Laufzeit	Beginn	Ende	Rating	Kupon	Effektivverzinsung	Volumen in Mio. €
Diok RealEstate AG	5	01.10.2018	01.10.2023	B	6,000%	8,118%	45
ETL (2018/2026)	7	01.12.2018	02.01.2026	BBB-	5,750%	5,030%	25
ETL (2019/2027)	7	01.12.2019	02.01.2027	BBB-	5,250%	4,544%	15
Euroboden GmbH (2017/2022)	5	10.11.2017	10.11.2022	B+	6,000%	5,225%	25
Euroboden GmbH (2019/2024)	5	01.10.2019	01.10.2024	B+	5,000%	5,791%	40
EYEMAXX Real Estate AG (2016/2021)	5	17.03.2016	17.03.2021	BBB-	7,000%	6,659%	30
EYEMAXX Real Estate AG (2018/2023)	5	25.04.2018	25.04.2023	BB	5,500%	7,229%	52,45
EYEMAXX Real Estate AG (2019/2024)	5	23.09.2019	23.09.2024	BB	5,500%	7,925%	50
FCR Immobilien AG (2014/2024)	5	30.04.2019	30.04.2024	BB-	5,250%	6,655%	30
FCR Immobilien AG (2016/2021)	5	18.10.2016	18.10.2021	B+	7,100%	8,379%	15
FCR Immobilien AG (2018/2023)	5	20.02.2018	20.02.2023	B+	6,000%	6,767%	25
FCR Immobilien AG (2020/2025)	5	01.04.2020	01.04.2025	B+	4,250%	4,318%	30
Schalke 04 e.V. (2016/2021)	5	07.07.2016	07.07.2021	BB-	4,250%	9,148%	16
Schalke 04 e.V. (2016/2023)	7	07.07.2016	07.07.2023	BB-	5,000%	9,012%	34
HOMANN HOLZWERKSTOFFE GmbH	5	14.06.2017	14.06.2022	BB-	5,250%	5,495%	60
HÖRMANN Industries GmbH	5	06.06.2019	06.06.2024	BB	4,500%	4,069%	50
Joh. Friedrich Behrens AG	5	18.06.2019	18.06.2024	B	6,250%	7,374%	15
Karlsberg Brauerei GmbH	5	28.04.2016	27.04.2021	BB-	5,250%	1,858%	40
Metalcorp Group S.A.	5	02.10.2017	02.10.2022	BB-	7,000%	19,882%	120
Neue ZWL GmbH (2015/2021)	6	17.02.2015	17.02.2021	B	7,500%	11,608%	25
Neue ZWL GmbH (2017/2023)	6	08.12.2017	08.12.2023	B	7,250%	8,058%	15
Neue ZWL GmbH (2018/2025)	6	15.11.2018	15.11.2024	B	6,500%	7,857%	17,5
Neue ZWL GmbH (2018/2025)	6	18.12.2019	18.12.2025	B	6,500%	8,684%	15
PNE AG	5	02.05.2018	02.05.2023	BB	4,000%	3,664%	50
SANHA GmbH & Co. KG	10	04.06.2013	04.06.2023	C	7,750%	18,712%	37,5
Semper Idem Underberg AG (2018/2024)	6	04.07.2018	04.07.2024	BB-	4,000%	4,103%	25
Semper Idem Underberg AG (2019/2025)	6	18.11.2019	18.11.2025	BB-	4,000%	3,929%	60
Mittelwert					5,689%	7,411%	
Median					5,500%	6,767%	
<b>German Real Estate ETP</b>		<b>20.04.2018</b>	<b>20.04.2023</b>	<b>-</b>	<b>3,000% + variabel</b>	<b>14,064 %</b>	<b>30</b>

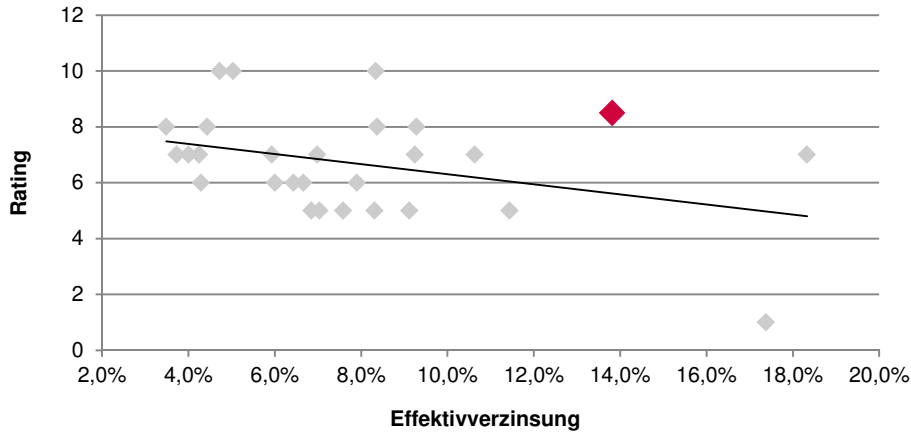
Quelle: Bondguide; Unternehmenshomepage; GBC AG

Die im Rahmen dieses Anleihevergleiches ausgewählten Anleihen sind mit einem durchschnittlichen Kupon in Höhe von 5,69 % ausgestattet. Nachdem im Zuge der Corona-bedingten Marktverwerfungen der Bereich der Mittelstandsanleihen in der Breite starke Kursverluste hinnehmen musste, haben sich die Kurse mittlerweile wieder gut erholt. Dennoch notieren die von uns ausgewählten Anleihen noch unter „pari“ und damit liegt die durchschnittliche Effektivverzinsung mit 7,41 % über Kupon-Niveau.

Da bei der Anleihe der German Real Estate Capital S.A. noch keine Kurserholung stattgefunden hat, notiert diese derzeit bei 75,50 %. Unter Einbezug des ersten möglichen Kündigungstermins errechnet sich auf dieser Kursbasis eine Effektivverzinsung von 14,06 % und damit deutlich oberhalb des Marktniveaus. Wird dieser hohe Wert in Verbindung zum Risikoprofil des Anleihemarktes gegenübergestellt, so lässt sich eine überdurchschnittliche Attraktivität der German Real Estate-Anleihe deutlich erkennen. Selbst wenn wir eine Risikobewertung alleine auf Basis der erwarteten 2020er Kennzahlen, die

gemäß GDV-Rating zwischen BBB- und BB+ anzusiedeln sind, lässt sich die überdurchschnittliche Attraktivität des Wertpapiers erkennen:

### Rating-Risiko-Matrix



Quelle: GBC AG

Im Rahmen einer Chance-Risiko-Regressionsanalyse liegt das Wertpapier deutlich oberhalb der Regressionsgeraden (+55,0 %) und ist damit unserer Einschätzung nach **stark überdurchschnittlich attraktiv**.

## 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:**

stark überdurchschnittlich attraktiv (5 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als stark überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
überdurchschnittlich attraktiv (4 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
attraktiv (3 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als attraktiv einzustufen.
unterdurchschnittlich attraktiv (2 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
stark unterdurchschnittlich attraktiv (1 GBC Falke)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als stark unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.

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, Karin Jägg, Email: jaegg@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), Finanzanalyst**  
**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](mailto:compliance@gbc-ag.de)





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

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