



**Researchstudie (Anno)**

**CR Capital AG**

**CR CAPITAL AG**

**NAV-Bewertung zeigt hohes Kurs-Potenzial auf**

**Aufbau einer Digitalen Finanzplattform soll weiteres  
dynamisches Wachstum bringen**

**Kursziel: 58,54 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 11

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 24.06.2021 (13:47 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 24.06.2021 (14:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

## CR Capital AG\*5a,5b,11

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 58,54 €**

aktueller Kurs: 31,90  
24.06.21 / XETRA / 09:02 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A2GS625  
WKN: A2GS62  
Börsenkürzel: CRZK  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 3,76  
Marketcap<sup>3</sup>: 119,94  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 119,10  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 42,8 %

Transparenzlevel:

Open Market

Marktsegment:

Basic Board

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Felix Haugg  
haugg@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

### Unternehmensprofil

Branche: Beteiligungen

Fokus: Immobilienbasierte Kapitalanlagen

Mitarbeiter: 9 Stand: 31.12.2020

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Stefan Demske



CR Capital AG ist eine an der Frankfurter Wertpapierbörse (Basic Board) notierte Investmentgesellschaft, die in wachstumsstarke Unternehmen entlang der Immobilienwertschöpfungskette investiert. Ihre Geschäftstätigkeit besteht in der Gründung, dem Erwerb, Aufbau und Verkauf von Beteiligungen, die attraktive Kapitalanlagemöglichkeiten für eine breite Zielgruppe von Privatpersonen und institutionellen Investoren anbieten.

Neben Immobilien bieten die CR-Beteiligungen über verschiedene Vehikel auch die Möglichkeit in lukrative Kapitalanlageprodukte und Opportunitäten zu investieren. Ziel ist es in den kommenden ein bis zwei Jahren eine digitale Finanzplattform aufzubauen, über die der Anleger provisions- und gebührenfrei zum besten Preis an- und verkaufen kann.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Gesamtleistung	17,40	36,81	107,43	64,53
EBITDA	3,99	11,56	91,23	62,11
Jahresüberschuss	5,77	7,80	92,47	51,27

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	3,07*	4,15*	24,69*	13,69
Dividende je Aktie	1,00	1,50	0,75	1,50
Aktienanzahl	1,88	1,88	3,76	3,76

Kennzahlen				
Eigenkapital	28,39	35,41	125,09	177,98
EK-Quote	67,5%	77,9%	91,4%	94,4%
Beteiligungen (IFRS-Wert)	-	-	100,53	169,47
NAV je Aktie (ausgehend vom EK)	15,12	18,85	33,30	47,37

\*Auf Basis gewichteter Aktienanzahl ohne eigene Aktien

### Finanztermine

19.08.21: Hauptversammlung

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

21.06.2019: RS / 48,30\* / KAUFEN

08.10.2018: RS / 35,40\* / KAUFEN

17.08.2018: RS / 31,00\* / KAUFEN

\* vor Aktiensplit

\*\* 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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die CR Capital AG ist ein Investmenthaus, das Beteiligungen entlang der gesamten Immobilienwertschöpfungskette hält und aufbaut. Gemäß strategischem Fokus werden dabei insbesondere Gesellschaften im Bereich Real Estate erworben und aufgebaut, die bezahlbaren Wohnraum in den Regionen Berlin, Brandenburg und Leipzig Selbstnutzern sowie Kapitalanlegern anbieten.
- Bezeichnend dafür steht die Hauptbeteiligung Terrabau GmbH die auf der Errichtung „bezahlbaren Wohnraums“ fokussiert ist. Gemeint sind damit Wohnimmobilien unterhalb 350.000 €, einem stark nachgefragten Segment, in dem die Gesellschaft aufgrund der seriellen Bauweise sowie der Abdeckung der wesentlichen Wertschöpfungs-schritte sehr konkurrenzfähig ist. Weiterhin werden dabei die von einer hohen Nachfrage geprägten Regionen Berlin und Leipzig adressiert. Gemäß Unternehmensangabe befinden sich derzeit rund 600 Objekte im Bau bzw. kurz vor Baubeginn.
- Flankierend zur Hauptbeteiligung Terrabau GmbH befinden sich weitere Geschäftsfelder im Aufbau. Hier sollen künftig sowohl sicherheitsorientierten als auch renditeorientierten Kapitalanlegern Investitionsmöglichkeiten angeboten werden. Über einen derzeit in Vorbereitung befindlichen offenen Immobilien-Publikumsfonds soll sicherheitsorientierten Anlegern eine jährliche Ausschüttung von 4-5 % p.a. ermöglicht werden. Zudem soll als Private Equity-Anlage künftig renditeorientierten Anlegern die Investitionen in renditestarke und nachhaltige Projekte ermöglicht werden.
- Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die CR Capital AG, hauptsächlich durch Beteiligungserträge der Terrabau GmbH ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 51,27 Mio. € (VJ: 92,47 Mio. €) erwirtschaftet. Die Erträge aus den Beteiligungen haben das Eigenkapital auf 177,98 Mio. € (31.12.2020) stark ansteigen lassen. Dabei weist die CR Capital AG eine für Beteiligungsgesellschaften überdurchschnittlich hohe EK-Quote in Höhe von 94,4 % auf, was ein typisches Bild für IFRS10-bilanzierende Gesellschaften ist.
- Die künftige Ergebnisentwicklung der CR Capital AG wird derzeit noch vom Beteiligungsergebnis dominiert sein. Gemäß Unternehmensangaben liegt bei der Terrabau GmbH die Anzahl der im Bau befindlichen bzw. kurz vor Beginn stehenden Einheiten bei 600. Für die kommenden Geschäftsjahre unterstellen wir einen jährlichen Anstieg von 10 %, was sich entsprechend positiv auf das Beteiligungsergebnis auswirken würde.
- Wir haben die CR Capital AG im Rahmen eines NAV-Ansatzes bewertet. Hierfür haben wir die Terrabau GmbH, als derzeit wichtigste Beteiligungsgesellschaft, unter Verwendung marktüblicher Multiples bewertet und einen fairen Wertansatz in Höhe von 233,81 Mio. € ermittelt.
- Da sich der künftige Geschäftsbereich der immobilienbasierten Kapitalanlagen über die Tochter CR Opportunities derzeit noch im Aufbau befindet, nehmen wir aktuell diesbezüglich noch keine Fair-Value-Ermittlung vor. Ziel ist es hier aber in den kommenden ein bis zwei Jahren eine digitale Finanzplattform aufzubauen, über die der Anleger Finanzanlagen provisions- und gebührenfrei zum besten Preis an- und verkaufen kann. Dies kann somit weitere signifikante Bewertungspotenziale für die Zukunft bringen.
- Bewertungsfazit: Nach Berücksichtigung abdiskontierter Verwaltungskosten-Kosten sowie der aktuellen liquiden Mittel haben wir einen NAV je Aktie in Höhe von 58,54 € ermittelt. Ausgehend vom aktuellen CR-Aktienkurs in Höhe von 31,90 € liegt ein hohes Kaufpotenzial von über 80% vor und wir vergeben das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

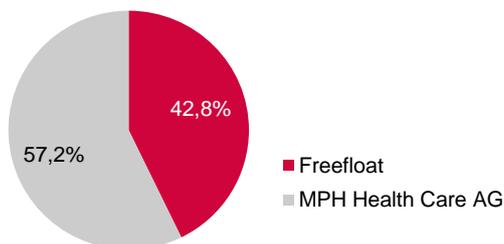
<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Unternehmen</b> .....	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Geschäftstätigkeit der CR Capital AG .....	4
Kosten- und qualitätsoptimiertes Bauen .....	4
Immobilienbasierte Kapitalanlagen - Digitale Finanzplattform im Aufbau .....	4
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>5</b>
Immobilienmarkt Berlin .....	5
Immobilienmarkt Leipzig .....	6
<b>Unternehmensentwicklung</b> .....	<b>7</b>
Geschäftsentwicklung zum 31.12.2020 .....	7
Bilanzierung nach IFRS 10 als Investmenthaus .....	7
Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2020 .....	7
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	8
<b>Bewertung</b> .....	<b>9</b>
<b>Anhang</b> .....	<b>11</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Aktionär	in %
MPH Health Care AG	57,2%
Streubesitz	42,8%

Quelle: MPH Health Care AG; GBC AG



### Geschäftstätigkeit der CR Capital AG

Die CR Capital AG ist als Investmenthaus in Beteiligungen entlang der Wertschöpfungskette des Immobilienbereiches engagiert. Besonders im Fokus steht derzeit noch die aktuelle Hauptbeteiligung Terrabau GmbH. In Kürze soll der Bereich „Immobilienbasierte Kapitalanlagen“ zudem aufgebaut werden.

#### ***Kosten- und qualitätsoptimiertes Bauen***

Die Terrabau GmbH konzentriert sich auf die Errichtung „bezahlbaren Wohnraums“. Gemeint sind damit schwerpunktmäßig Immobilien unterhalb von 350.000 €, für die aufgrund des aktuellen Marktumfelds eine besonders hohe Nachfrage vorliegt. Die Gesellschaft hat den Bereich des geförderten Wohnungsbaus im Fokus, welcher für Käufer den Vorteil eines im Vergleich zur Miete geringeren Kapitaldienstes hat. Hier besetzt die Gesellschaft ein wichtiges Thema um die Wohnungsknappheit in den deutschen Metropolregionen und profitiert dabei von einer hohen Nachfrage in diesem Bereich. In der Projektentwicklung deckt die Terrabau GmbH alle Wertschöpfungsstufen, von der Planung über den Bau bis hin zur schlüsselfertigen Übergabe, ab.

#### ***Immobilienbasierte Kapitalanlagen - Digitale Finanzplattform im Aufbau***

Das Kerngeschäft wird künftig um zusätzliche Geschäftsfelder ergänzt. In diesem Geschäftsbereich sollen künftig sowohl sicherheitsorientierte als auch renditeorientierte Kapitalanleger angesprochen werden. Über einen derzeit in Vorbereitung befindlichen offenen Immobilien-Publikumsfonds soll sicherheitsorientierten Anlegern eine jährliche Ausschüttung von 4-5 % p.a. angeboten werden. Die Anlagestrategie des Immobilienfonds liegt auf Neubauwohnimmobilien in deutschen Metropolregionen und soll zum Startzeitpunkt mit einem Volumen von voraussichtlich 70 Mio. € ausgestattet sein.

Ziel ist es in den kommenden ein bis zwei Jahren eine digitale Finanzplattform aufzubauen, über die der Anleger provisions- und gebührenfrei zum besten Preis an- und verkaufen kann. CR Capital will lt. Presseinterviews damit den Private-Equity-Markt einer breiten Kundenschicht zugänglich machen und dieser ermöglichen, dauerhaft reales Vermögen aufzubauen. Das Ziel lautet: „Private Equity für jede(n)“. Dabei sollen die Anleger von einer festen Rendite und einem Equity Kicker, die zusammen hohe Verzinsungen erzielen, profitieren. Hieraus könnten sich interessante Skaleneffekte und Wertschöpfungspotenziale für die Gesellschaft ergeben.

## MARKT UND MARKTUMFELD

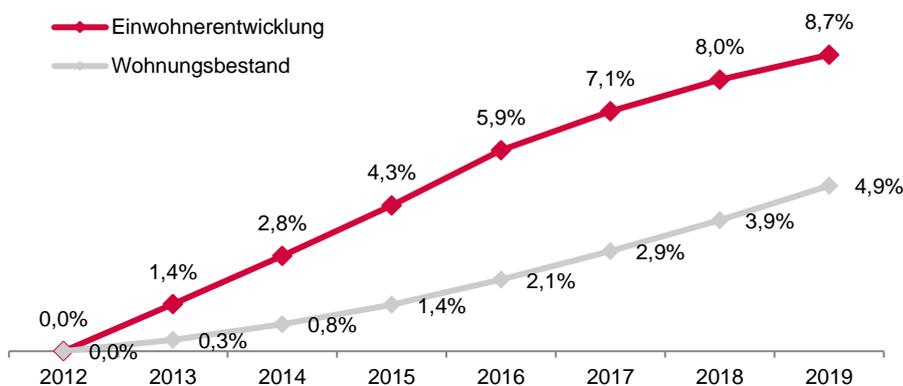
Die CR Capital AG agiert nach der in 2019 erfolgten Neustrukturierung zwar vornehmlich als Investment-Gesellschaft, der Fokus liegt aber weiterhin auf den Bereich des bezahlbaren Wohnens. Innerhalb der wichtigsten Beteiligung Terrabau GmbH wird dabei der Haus- und Wohnungsbau abgedeckt, mit der Fokussierung auf den Wachstumsregionen im Berliner und Leipziger Umland. Dabei bewegt sich die Gesellschaft in einem ohnehin von einer hohen Nachfrage geprägten Bereich. Deutschlandweit hat sich die Nachfrage nach Ein- und Mehrfamilienhäusern im Corona-Jahr 2020 sogar noch verstärkt, was unter anderem auf einen stärkeren Wunsch nach großflächigem Wohneigentum und dem HomeOffice-Trend zugeschrieben wird. Der vom statistischen Bundesamt berechnete Preisindex für Wohnimmobilien verzeichnete in den ersten drei Quartalen 2020 einen Rekordanstieg von 11,0 Punkten. Gegenüber 2015 legten die Häuserpreise um nahezu 40 % zu.

Das aktuelle Niedrigzinsumfeld dürfte zur Aufrechterhaltung der hohen Nachfrage nach Wohnimmobilien beitragen. Dabei war in 2020 sogar ein weiterer Rückgang der ohnehin schon günstigen Finanzierungsbedingungen zu beobachten. Ende 2020 lag der durchschnittliche Zinssatz für besicherte Wohnungsbaukredite mit 10jähriger Zinsbindung auf Rekordtiefstwert von 1,11 % (Anfang 2020: 1,35 %). Ausgehend von den ergriffenen Stützungsmaßnahmen ist von einem Fortbestand des Niedrigzinsumfelds auszugehen. Folglich sollte die Nachfrage, nicht zuletzt aufgrund der hohen verfügbaren Liquidität sowie fehlender Anlagealternativen weiter hoch bleiben. Zudem hatte das Wohnungsangebot in den vergangenen Jahren nicht ausgereicht, um den errechneten Bedarf zu decken.

### Immobilienmarkt Berlin

Die in Deutschland vorherrschende Angebotslücke wird anhand von Berlin und dem Umland besonders deutlich. Hier spielt insbesondere der Umstand eines überproportionalen Bevölkerungswachstums eine wichtige Rolle, dem jedoch ein nur unzureichender Anstieg beim Wohnungsbestand gegenüber steht. Zwischen 2012 und 2019 stieg die Einwohnerzahl in Berlin um 8,7 %, die Anzahl der Wohnungen erhöhte sich in diesem Zeitraum hingegen um lediglich 4,9 %. Auch wenn bei der Bautätigkeit eine Beschleunigung zu erkennen ist, reicht diese derzeit nicht aus, um die hohe Nachfrage zu bedienen.

#### Einwohnerentwicklung vs. Wohnungsbestand



Quelle: Amt für Statistik Berlin Brandenburg; GBC AG

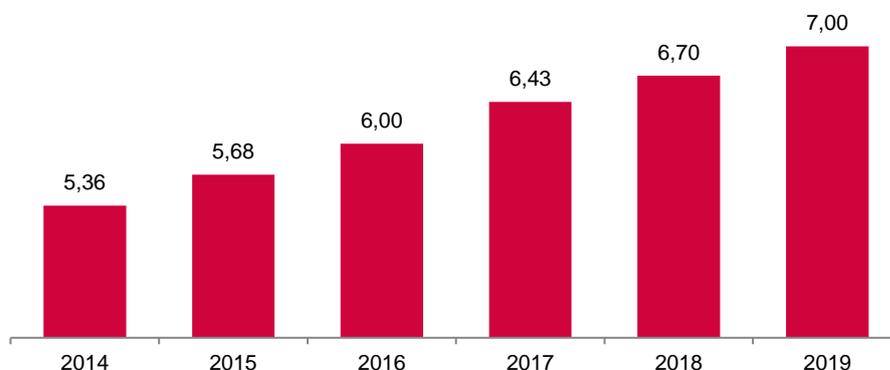
Naturgemäß geht ein derart sichtbarer Nachfrageüberhang mit Preissteigerungen einher. Zwischen 2011 und 2019 legten gemäß dem Wohnungsmarktbericht der Investitionsbank Berlin die durchschnittlichen Angebotsmieten in Berlin von 6,17 €/qm auf 10,45 €/qm um

nahezu 70 % deutlich zu. Die durchschnittlichen Kaufpreise für Einfamilienhäuser haben sich in einer Dekade (2009-2018) sogar von ca. 205.000 € auf ca. 430.000 € mehr als verdoppelt.

## Immobilienmarkt Leipzig

Leipzig präsentiert sich noch dynamischer als das ohnehin schon von einem starken Einwohneranstieg geprägte Berlin und ist damit eine der am schnellsten wachsenden Städte in Deutschland. Dabei steht einem Einwohneranstieg in Höhe von 13,8 % (2012 – 2019) lediglich ein Anstieg des Wohnungsbestandes in Höhe von 3,3 % gegenüber. Folglich erhöhten sich die durchschnittlichen Angebotsmieten in den vergangenen Jahren signifikant, jedoch noch nicht so stark wie Berlin. Zwischen 2014 und 2019 legten die durchschnittlichen Angebotsmieten von 5,36 €/m um 30,6 % auf 7,00 €/qm spürbar zu.

### Durchschnittliche Angebotsmieten in Leipzig (in €/qm)



Quelle: Stadt Leipzig, Bürgerumfrage 2019; GBC AG

Mit dem Fokus auf der Errichtung bezahlbaren Wohnraums steht die Beteiligungsgesellschaft Terrabau dieser Entwicklung entgegen und beabsichtigt dabei über das Konzept der standardisierten Bauweise insbesondere die Nachfragerlücke bei kostengünstigeren Objekten zu schließen. Zugleich dürfte die Gesellschaft von einer Fortsetzung der aufgezeigten Tendenzen profitieren. Sowohl die regional bedingten günstigen sozioökonomischen Faktoren als auch die derzeit hohe Nachfrage nach Wohnimmobilien, vor dem Hintergrund fehlender Anlagealternativen, haben dabei tendenziell einen Nachfrageüberhang in den Metropolregionen Deutschlands (darunter Berlin, Leipzig) zur Folge.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Geschäftsentwicklung zum 31.12.2020

In Mio. €	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Gesamtleistung*	17,40	36,81	107,43	64,53
EBITDA	3,99	11,56	91,23	62,11
Nachsteuerergebnis	5,77	7,80	92,47	51,27

Quelle: CR Capital AG; GBC AG; \*inkl. Beteiligungserträge

### Bilanzierung nach IFRS 10 als Investmenthaus

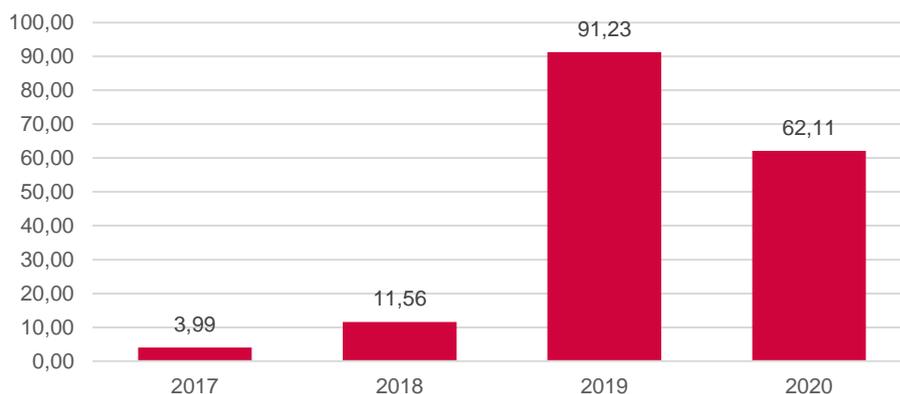
Die CR Capital AG wendet als Investmenthaus (seit 2019) die Bilanzierung nach IFRS 10 an. Mit Erlangung des Investmenthausstatus werden alle Tochterunternehmen, die keine Dienstleistungen erbringen, nicht mehr vollkonsolidiert. Sämtliche Vermögenswerte und Schulden der betreffenden Beteiligung sind nur noch mit dem beizulegenden Zeitwert bei den Finanzanlagen erfasst. Diesbezüglich haben sich seit dem Geschäftsjahr 2019 sowohl das GuV- als auch das Bilanzbild der CR Capital AG maßgeblich verändert. Das GuV-Bild der CR Capital AG ist mit der Anwendung von IFRS 10 von den Beteiligungserträgen dominiert.

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2020

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020, hat vornehmlich die Terrabau GmbH zu einem Beteiligungsergebnis in Höhe von 64,38 Mio. € (VJ: 94,48 Mio. €) beigetragen.

Nach Berücksichtigung der so genannten Overhead-Kosten, also der Verwaltungskosten, die auf Ebene der CR Capital AG anfallen, weist die Gesellschaft erneut ein hohes EBITDA in Höhe von 62,11 Mio. € (GJ 2020) aus. Auch wenn es sich bei den Beteiligungserträgen grundsätzlich um Erträge aus Finanzbeteiligungen handelt, haben wir, ähnlich wie die CR Capital AG, diese den operativen Erträgen zugewiesen.

### EBITDA (in Mio. €)



Quelle: CR Capital AG; GBC AG

Da die Finanzierung des Projektgeschäftes in den Beteiligungsgesellschaften stattfindet, spielt das Finanzergebnis der CR Capital AG eine nur untergeordnete Rolle. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 wurden jedoch hohe Abschreibungen auf gehaltene Wertpapiere in Höhe von 10,16 Mio. € ausgewiesen. Dies hatte zu einer, im Vergleich zum EBITDA stärkeren Reduktion des Nachsteuerergebnisses auf 51,27 Mio. € (VJ: 92,47 Mio. €) geführt.

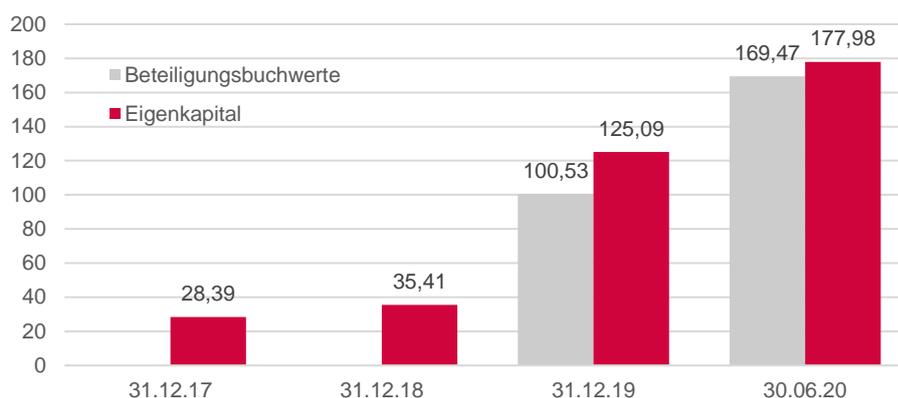
## Bilanzielle und finanzielle Situation

In Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Eigenkapital	28,39	35,41	125,09	177,98
EK-Quote	67,5%	77,9%	91,4%	94,4%
Renditeliegenschaften	10,85	19,06	10,40	-
Zum Verkauf bestimmte Immobilien	9,38	1,81	4,32	-
Beteiligungen nach IFRS 10	-	-	100,53	169,47
Liquide Mittel	1,98	3,94	1,07	0,84

Quelle: CR Capital AG; GBC AG

Die beschriebene, neu angewendete Bilanzierung nach IFRS 10, hatte erhebliche Auswirkungen auf das Bilanzbild der CR Capital AG. Grundsätzlich hätte die Ausbuchung der konsolidierten Vermögenswerte und der Zugang der Beteiligungsbuchwerte in das Finanzanlagevermögen in Summe eine Bilanzverkürzung nach sich ziehen müssen. Da jedoch bei der Erstanwendung von IFRS 10 der faire Projektwert unterstellt wurde, hat die Hebung der entsprechenden stillen Reserven zu einem starken ergebniswirksamen Anstieg der Beteiligungsbuchwerte geführt. Die Berücksichtigung weiterer Wertsteigerungen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 hatte die Beteiligungsbuchwerte (Finanzanlagen) auf zuletzt 169,47 Mio. € (31.12.2020) deutlich ansteigen lassen. Vor der Umstellung auf IFRS 10 waren in der CR-Bilanz keine wesentlichen langfristigen Finanzanlagen enthalten.

### Eigenkapital und Beteiligungsbuchwerte



Quelle: CR Capital AG; GBC AG

Auf der Passivseite erhöhte sich das Eigenkapital analog zum Anstieg der Beteiligungsbuchwerte. Zum 31.12.2020 weist die CR Capital AG ein Eigenkapital in Höhe von 177,98 Mio. € aus. Gegenüber dem Eigenkapital zum 31.12.2018 in Höhe von 35,41 Mio. € hat hier eine deutliche Steigerung stattgefunden. IFRS 10-bilanzierende Unternehmen weisen in der Regel überdurchschnittlich hohe Eigenkapitalquoten auf. Dies ist mit einer EK-Quote in Höhe von 94,4 % auch bei der CR Capital AG der Fall und darauf zurückzuführen, dass der überwiegende Teil des operativen Geschäftes nicht konsolidiert ist. Sowohl die in der Terrabau GmbH ausgelagerten Projekte als auch das damit zusammenhängende Fremdkapital sind ausgebucht worden.

## BEWERTUNG

Wir haben die CR Capital AG mittels der Berechnung des Net Asset Value (NAV) als branchentypische Kennzahl für Beteiligungunternehmen bewertet.

Mit der Umstellung auf die Bilanzierung als Investment Entity nach IFRS 10 haben wir die Bewertung der CR Capital AG auf einen NAV (Net Asset Value)-Ansatz umgestellt. Im Net Asset Value oder Substanzwert wird das wirtschaftliche Eigenkapital dargestellt, als Resultat aus den Marktwerten der Vermögenswerte abzüglich des Fremdkapitals. Bei der CR Capital AG findet dabei bereits im Rahmen der IFRS 10-Bilanzierung eine Marktwert- bzw. faire Wertermittlung der Vermögenswerte statt, womit der Bilanzausweis des Eigenkapitals als Net Asset Value herangezogen werden kann. Die finanziellen Vermögenswerte der CR Capital AG sind der mit Abstand wichtigste Aktivposten der Bilanz und belaufen sich zum 31.12.2020 lt. Bilanz auf 169,47 Mio. €. Wir gehen davon aus, dass es sich hier fast ausschließlich um den Wertansatz der Terrabau GmbH handelt, wohingegen die weiteren Beteiligungsgesellschaften CR Global Care GmbH und CR Opportunities GmbH keine relevante Größenordnung aufweisen.

Nachfolgend haben wir, basierend auf der geschätzten operativen Entwicklung der Terrabau GmbH, eine eigene Berechnung des fairen Wertes dieser Beteiligung vorgenommen. Die Basis unserer Bewertung bildet die mit der erwarteten Veräußerung von Wohnobjekten in Zusammenhang stehende prognostizierte Umsatz- und Ergebnisentwicklung. Mit Unternehmensmeldung vom 27.05.2021 hat die Gesellschaft die Veräußerung von 161 Wohneinheiten mit einem Umsatzvolumen von ca. 54 Mio. € innerhalb der ersten drei Monate 2021 bekannt gegeben. Zudem ist bekannt, dass sich derzeit ca. 600 Einheiten in der Bauphase bzw. kurz vor Baubeginn befinden.

Die Basis für unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen der Terrabau GmbH stellen damit die im Zusammenhang mit der Veräußerung von Wohnobjekten stehenden Erträge dar. Gemäß Unternehmensangaben liegt die Anzahl der im Bau befindlichen bzw. kurz vor Beginn stehenden Einheiten bei ca. 600. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir bei der Anzahl der übergebenen Einheiten mit einem jährlichen Anstieg von 10 %. Darauf aufbauend sowie unter Berücksichtigung marktüblicher Multiples (siehe Peer-Group-Darstellung) haben wir für die Terrabau GmbH einen fairen Wert in Höhe von 233,81 Mio. € ermittelt:

	KGV 2021e	KGV 2022e	KGV 2023e
Traumhaus AG	14,3x	11,7x	10,1x
Helma Eigenheimbau AG	12,7x	9,8x	8,3x
Instone Real Estate AG	12,7x	9,6x	8,2x
<b>Mittelwert</b>	<b>13,2x</b>	<b>10,4x</b>	<b>8,8x</b>
Terrabau GmbH - Jahresüberschuss	19,57 Mio. €	21,87 Mio. €	24,40 Mio. €
Terrabau GmbH – fairer Wert	258,39 Mio. €	227,15 Mio. €	215,89 Mio. €
<b>Mittelwert – fairer Wert</b>	<b>233,81 Mio. €</b>		

Für unsere nachfolgende NAV-Bewertung werden wir den im Rahmen des Peer-Group-Modells ermittelten fairen Unternehmenswert heranziehen. Da sich der künftige Geschäftsbereich der immobilienbasierten Kapitalanlagen derzeit noch im Aufbau befindet, nehmen wir aktuell diesbezüglich noch keine Fair-Value-Ermittlung vor. Sobald hierfür erste Eckdaten zum Geschäftsumfang etc. vorliegen, werden wir die zusätzlichen Potenziale in den fairen NAV der CR Capital AG einbeziehen.

### Herleitung des fairen Wertes je Aktie der CR Capital AG

	Fairer Wert gemäß GBC-Berechnung
Terrabau GmbH	233,81 Mio. €
Immobilienbasierte Kapitalanlagen/ Digitale Finanzplattform	<i>derzeit noch nicht in Bewertung berücksichtigt und somit weiteres Upside-Potenzial für die Zukunft</i>
Overhead-Kosten (abdiskontiert)	-11,54 Mio. €
Nettoliquidität	0,84 Mio. €
Gesamt-NAV	223,11 Mio. €
Aktienzahl	3,81 Mio.
<b>NAV je Aktie</b>	<b>58,54 €</b>

Quelle: GBC AG

Der somit von uns ermittelte faire NAV je Aktie beläuft sich auf 58,54 €. Dieser Wert setzt sich aktuell noch nahezu ausschließlich aus dem von uns hergeleiteten Wertansatz der Terrabau GmbH. Ein essenzieller Faktor der Terrabau-Bewertung ist die Fähigkeit der Gesellschaft, weitere Projekte erwerben zu können, die einen jährlichen Anstieg bei den Objekt-Veräußerungen und -Fertigstellungen ermöglichen.

**Ausgehend vom aktuellen CR-Aktienkurs in Höhe von 31,90 € liegt ein hohes Kurspotenzial von über 80% vor und wir vergeben das Rating KAUFEN.**

Ziel der Gesellschaft ist es, in den kommenden ein bis zwei Jahren eine digitale Finanzplattform aufzubauen, über die Anleger provisions- und gebührenfrei zum besten Preis Finanzanlagen an- und verkaufen kann. Hieraus könnten sich sehr interessante Skaleneffekte und Wertschöpfungspotenziale für die Gesellschaft ergeben und dies kann somit weitere signifikante Bewertungspotenziale für die Zukunft bringen, welche wir aktuell noch nicht berücksichtigt haben.

## 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>

#### **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>

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

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

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

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10\%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10\%$ und $< + 10\%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10\%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

**§ 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,5b,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

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

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

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

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Heinzlbecker, Email: heinzlbecker@gbc-ag.de

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst**  
**Felix Haugg, B.A., Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

### **§ 3 Urheberrechte**

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

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

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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