

## TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

Datum: 06.03.2019

Votum:		Kaufen
zuvor:		Kaufen
Kursziel (in Euro)		7,00 (zuvor: 7,00)
Kurs (Xetra) (in Euro)		4,12
05.03.2019	17:36 Uhr	
Kurspotenzial		70%

Unternehmensdaten	
Branche	Immobilien
Marktsegment	General Standard
ISIN	DE0007501009
Reuters	TTOG.DE
Bloomberg	TTO

Aktiendaten	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	21,075
Streubesitz	18,9%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	86,8
∅ Tagesumsatz (Stück)	6.181
52W Hoch	03.07.2018 4,90 Euro
52W Tief	15.03.2018 2,80 Euro

Termine	
Hauptversammlung	10.05.2019
Q2-Zahlen	August 2019

	Performance	
	Absolut	Relativ ggü. SDAX
1 Monat	5,6%	3,4%
3 Monate	22,6%	18,2%
6 Monate	12,6%	16,7%
12 Monate	41,1%	46,9%

Index-Gewichtung	
Keine Indexzugehörigkeit	



Quelle: TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG; Bloomberg

### Ergebnissprung 2018 - Ziele 2019e dürften u.E. übertroffen werden

- Das Nettoergebnis vor Abzug der Minderheiten von 4,1 (0,9) Mio. Euro hat unsere Prognose (4,2 Mio. Euro) und die zwei Mal erhöhte Guidance (4,1 Mio. Euro) getroffen. Hervorzuheben ist die erstmalige Dividende von 0,12 Euro je Aktie. Das Ergebnis spiegelt u.E. die gute Entwicklung der Beteiligung GEG wider.
- Wir erwarten, dass TTL 2019e die Guidance (Nettoergebnis vor Abzug der Minderheiten: >6 (unsere Prognose: 7,1) Mio. Euro) übertrifft. GEG hat bereits zum Jahresauftakt zwei Transaktionen vermeldet (Volumen: 140 Mio. Euro). TTL gibt aus unserer Sicht zudem eher zurückhaltende Prognosen ab. Das Wachstum bleibt u.E. intakt. Dennoch könnten immobilienpezifische Risiken wie eine unerwartet frühe Zinserhöhung oder die sinkende Verfügbarkeit von renditeadäquaten Investmentobjekten dieses beeinträchtigen (siehe Erläuterungen auf Seite 3 und 11).
- Die Aktie hat zuletzt deutlich zugelegt (1M: +6%). Allerdings verlief die Kursentwicklung volatil - marktbedingt und durch den noch geringen Streubesitz. Wir bestätigen unser Kaufen-Votum (Kursziel: 7,00 Euro; DCF-, EVA- und Peer Group-Modell).

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
Operative Kosten	-0,1	-0,2	-0,4	-2,2	-1,9	-2,0
EBITDA	-0,1	-0,2	-0,4	-1,5	-1,1	-1,2
Bet.-, at-equity Ergeb.	0,0	0,0	1,2	7,2	8,9	11,9
EBT	-0,1	-0,2	0,9	4,8	7,1	10,0
JÜ vor Minderheiten	-0,1	-0,2	0,9	4,1	7,1	10,0
Jahresüberschuss	-0,1	-0,2	0,5	3,3	6,0	8,6
Ergebnis je Aktie	-0,02	-0,02	0,05	0,19	0,29	0,41
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,12	0,23	0,33
Finanzanlagen	0,0	4,9	46,2	99,4	104,0	109,0
Eigenkapitalquote	n/a	96,2%	65,9%	52,1%	55,1%	57,2%
Nettofinanzversch.	0,0	0,0	15,1	31,5	31,3	31,1
Net Gearing	0,1	0,0	0,5	0,6	0,5	0,5
Erhaltene Dividenden	0,0	0,0	0,1	0,5	4,4	7,0
CE inkl. Zinsen, Div.*	-	-0,2	0,0	-0,7	3,0	5,0
CE Zins., Div.* / Aktie	-	-0,04	0,00	-0,04	0,14	0,24
CE Zinsen, Div.* Yield	-	-17,3%	0,2%	-1,1%	3,5%	5,7%
KGV	-	-	30,0	19,3	14,4	10,1
KBV	-	-	0,6	1,4	1,4	1,3
Kurs / CE Zinsen, Div.*	-	-	589,1	-93,6	28,5	17,4
Dividendenrendite	-	-	0,0%	3,3%	5,6%	8,0%

Zahlen in Mio. Euro (außer EpS, DpS, CE inkl. Zinsen/Dividenden je Aktie in Euro) Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG \* Cash Earnings inkl. Zinserträge/-zahlungen und erhaltene Dividenden

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokuments, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 85 Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 85 WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäss § 67 WpHG bestimmt.

DIESES DOKUMENT DARF NICHT IN DEN VEREINIGTEN STAATEN, KANADA, DIE SCHWEIZ ODER JAPAN VERTEILT WERDEN

### Kontakt


 Independent Research GmbH

 Friedrich-Ebert-Anlage 36  
 60325 Frankfurt am Main

 Telefon: +49 (69) 971490-0  
 Telefax: +49 (69) 971490-90  
 Internet: www.irffm.de

 Erstellung abgeschlossen am 06.03.19 um 15:30 Uhr  
 Erstmalige Weitergabe am 06.03.19 um 15:45 Uhr

 Ersteller: M. Engelmayer; S. Röhle, CFA (Analysten)  
 E-Mail: mengelmayer@irffm.de; sroehle@irffm.de

**TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG**

**Branche: Immobilien**

ISIN: DE0007501009

Bloomberg: TTO

Marktsegment: General Standard

Streuebesitz: 18,9%

**Votum: Kaufen (zuvor: Kaufen)**

**Kursziel: 7,00 (zuvor: 7,00) Euro**

**Kurspotenzial: 70%**

Kurs (Xetra): 4,12 Euro

vom 05.03.2019 um 17:36 Uhr

**Prognosen: Annahmen**

- Detaillierte, projektbezogene Planung für die Beteiligung GEG
- AuMs resultieren aus Projekttakquisen (z.B. Global Tower), gewonnenen Mandaten (GIC) und Track Record; Gesamtleistung ergibt sich aus Fees
- EBITDA-Marge von GEG von ca. 60% entspricht den Peers (45% bis 70%)
- Gewinn von TTL ergibt sich zum Großteil aus abgeleitetem at-equity-Ergebnis von GEG; zudem separate operative Kostenplanung für die TTL
- Angekündigtes DpS von TTL: 2019e: 0,20 bis 0,25 Euro
- Weiteres Wachstum ist u.E. über Darlehen, Sach-KE, etc. zu finanzieren

**Gewinn- und Verlustrechnung**

Angaben in Mio. Euro	2016	2017	2018	2019e	2020e
<b>Umsatzerlöse</b>	0,0	0,0	0,6	0,7	0,7
Sonstige Erträge	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Personalaufwand	0,0	-0,1	-1,1	-1,2	-1,4
Sonstige Aufwendungen	-0,2	-0,3	-1,0	-0,7	-0,7
<b>EBITDA</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>
<b>EBIT</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>
Finanzergebnis	0,0	1,2	6,2	8,2	11,2
Zinserträge/-aufwendungen	0,0	0,0	-1,0	-0,7	-0,7
Erg. at-equity, (stille) Beteiligung	0,0	1,2	7,2	8,9	11,9
<b>EBT</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>4,8</b>	<b>7,1</b>	<b>10,0</b>
Steuern	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0
<b>JÜ vor Abzug Minderheiten</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>4,1</b>	<b>7,1</b>	<b>10,0</b>
Minderheitenanteile	0,0	-0,3	-0,8	-1,1	-1,4
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>3,3</b>	<b>6,0</b>	<b>8,6</b>
<b>Ergebnis je Aktie (in Euro)</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,05</b>	<b>0,19</b>	<b>0,29</b>	<b>0,41</b>
Dividende je Aktie (in Euro)	0,00	0,00	0,12	0,23	0,33
Ausschüttungsquote	0,0%	0,0%	63,3%	80,4%	81,2%

**Bilanz und Kapitalflussrechnung**

Angaben in Mio. Euro	2016	2017	2018	2019e	2020e
Finanzanlagen	4,9	46,2	99,4	104,0	109,0
Sonst. Vermögensgegenst.	0,0	0,3	4,5	4,0	4,1
Liquide Mittel	0,0	0,6	2,3	0,8	0,7
Sonstiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>4,9</b>	<b>47,1</b>	<b>106,3</b>	<b>108,9</b>	<b>113,8</b>
Eigenkapital vor Minderheiten	4,7	23,3	46,8	50,3	54,0
Nicht beherrschende Anteile	0,0	7,8	8,6	9,7	11,1
Eigenkapital	4,7	31,1	55,4	60,0	65,1
Finanzverbindlichkeiten langfr.	0,0	8,4	43,2	41,8	40,4
Finanzverbindlichkeiten kurzfr.	0,0	7,3	6,0	5,6	6,7
Sonstige Verbindlichkeiten	0,2	0,4	1,7	1,5	1,5
Erhaltene Dividenden	0,0	0,1	0,5	4,4	7,0
CE* inkl. Zinsen, Dividenden	-0,2	0,0	-0,7	3,0	5,0
Capex	0,0	1,1	0,2	0,0	0,0
Free Cashflow	-0,2	-1,1	-0,9	3,0	5,0
Kapitalerhöhung	0,2	1,5	2,5	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	0,0	0,0	0,0	-2,5	-4,8

**GuV Wachstumsraten, Margen sowie Kennzahlen von GEG**

	2016	2017	2018	2019e	2020e
Wachstum EBT	-	- 452,4%	49,3%	40,9%	
Wachstum EpS	-	- 314,9%	50,9%	42,0%	
Operative Kosten	-0,2	-0,4	-2,2	-1,9	-2,0
Zur Information: Kennzahlen der Beteiligung GEG German Estate Group					
AuM (Mio. Euro)	1.687,0	2.367,0	3.028,0	3.903,0	5.028,0
Gesamtleistung (Mio. Euro)	18,8	25,1	36,0	47,0	60,2
EBITDA (Mio. Euro)	8,4	12,3	18,9	26,5	36,0
Jahresüberschuss (Mio. Euro)	5,7	10,8	15,7	21,9	29,4

**Bilanz- und Kapitalfluss-Kennzahlen**

	2016	2017	2018	2019e	2020e
Finanzanlagen / Bilanzsumme	99,5%	98,0%	93,5%	95,5%	95,7%
Eigenkapitalquote	96,2%	65,9%	52,1%	55,1%	57,2%
Anlagendeckungsgrad II	96,7%	85,4%	99,2%	97,9%	96,9%
Nettofinanzv. (Mio. Euro)	0,0	15,1	31,5	31,3	31,1
Net Gearing	0,0	0,5	0,6	0,5	0,5
ROI	-6,5%	2,0%	4,4%	5,6%	7,7%
ROE	-6,9%	3,8%	9,5%	12,4%	16,4%
CE* inkl. Zinsen, Div. Yield	-17,3%	0,2%	-1,1%	3,5%	5,7%
Free Cashflow Yield	-	-7,0%	-1,4%	3,5%	5,7%

**Bewertung: Annahmen**

- Sum-of-the-Parts-Modell mit separater Bewertung der durchgerechneten 33,9%-Beteiligung an GEG und des 1,0%-Anteils an DIC Asset
- Bewertung von GEG mit DCF-, EVA- und Peer Group-Modell; geringere Gewichtung der Peer Group u.a. wegen nur zwei börsennotierter Peers
- EVA- und DCF-Modell: Umsatzwachstum sinkt bis 2028e auf 2,5%, EBIT-Marge etabliert sich bei 60%; WACC von 7,6% (Beta: 1,1; langfristige Eigen-/Fremdkapitalquote von 80%/20% wegen geringem Leverage)
- Bewertung des DIC Asset-Anteils auf Basis des aktuellen Börsenwerts

**Bewertung**

	Fairer Wert (Mio. Euro)	Fairer Wert je Aktie (Euro)
DCF-Modell	189,5	8,99
EVA-Modell	160,0	7,59
Peer Group-Modell	81,0	3,84
Gewichtung	40%/40%/20%	40%/40%/20%
<b>Gewichteter fairer Wert</b>	<b>156,0</b>	<b>7,40</b>
<b>Kursziel (Euro)</b>		<b>7,00</b>

**Bewertungsmultiplikatoren**

	2016	2017	2018	2019e	2020e
Buchwert je Aktie (Euro)	-0,02	0,72	2,20	2,63	2,85
KGV	-	30,0	19,3	14,4	10,1
KBV	-	0,6	1,4	1,4	1,3
Kurs / CE* inkl. Zinsen, Div.	-	589,1	-93,6	28,5	17,4
Dividendenrendite	-	0,0%	3,3%	5,6%	8,0%

Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

\* CE = Cash Earnings

## SWOT-Analyse

SWOT-Analyse	
Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sehr gute Marktstellung der wichtigsten Beteiligung GEG vor allem im Frankfurter Büroimmobilienmarkt (Landmark-Projekte)</li> <li>▪ TTL und GEG mit starken Partnern (Individualmandat für Singapurs Staatsfonds GIC) und Netzwerk (KKR, Deutsche Immobilien Chancen-Gruppe)</li> <li>▪ Attraktive Dividendenrendite</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Komplexe Unternehmensstruktur</li> <li>▪ Derzeit noch geringer Streubesitz von ca. 19% - höhere Volatilität des Aktienkurses</li> <li>▪ Abhängigkeit von Schlüsselpersonen bei TTL und GEG; TTL derzeit noch von den Ergebnisbeiträgen und Dividenden der GEG abhängig</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ausbau der Marktposition bzw. Expansion von GEG in weitere Standorte</li> <li>▪ Diversifikation des Portfolios von TTL durch Neu-Akquisitionen</li> <li>▪ Fortsetzung des Wachstumstrends bei GEG (AuM 2020e: 5 (2018: &gt;3) Mrd. Euro)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Überdurchschnittlich langer Aufschwung am Immobilienmarkt birgt Risiken (u.a. starke Asset Inflation)</li> <li>▪ Früher als erwarteter Anstieg der Zinsen</li> <li>▪ Geringeres Angebot an Investmentobjekten mit adäquaten Renditen</li> </ul>

Quelle: Independent Research

## Bewertung

### Bewertungsfazit: TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

*Fairer Wert von 7,40 (zuvor: 7,15) Euro je Aktie*

Wir bewerten die Aktie von TTL anhand eines Sum-of-the-Parts-Modells:

- Beteiligung von durchgerechnet 33,9% an der GEG German Estate Group: mit einem Economic Value Added-Modell, DCF-Modell und einer Peer Group-Analyse
- Beteiligung von durchgerechnet 1,0% an der DIC Asset AG (bewertet auf Basis des aktuellen Börsenwerts) gehalten über den 15,1%-Anteil an der DIC Capital Partners (Europe)

Auf Basis dessen ermitteln wir für TTL einen gemittelten Enterprise Value von 184,7 (zuvor: 179,8) Mio. Euro. Dabei steht die 33,9%ige Beteiligung an GEG für gemittelt 177,5 (zuvor: 172,8) Mio. Euro oder 96% des Enterprise Values und die Beteiligung an der DIC Asset AG (über die 15,1%ige Beteiligung an DIC Capital Partners (Europe)) für 7,2 (zuvor: 7,0) Mio. Euro bzw. 4% des Enterprise Values. Den gemittelten fairen Wert von TTL kalkulieren wir mit 156,0 (zuvor: 150,8) Mio. Euro bzw. 7,40 (zuvor: 7,15) Euro je Aktie. Dieser reflektiert das starke Wachstum der wichtigsten Beteiligung GEG, für die wir angesichts der Partnerschaft mit Singapurs Staatsfonds GIC (AuM von ca. 7 Mrd. USD in Immobilien), des letzten Newsflows (u.a. Kauf des Bürokomplexes Eurotheum im Frankfurter Bankenviertel), zahlreicher Entwicklungsprojekte (u.a. Revitalisierung und Neubau des Pasing Central in München direkt am ICE-Bahnhof München-Pasing) und des starken Bevölkerungszuwachses in der wichtigen Stadt Frankfurt (Prognose für 2030 laut des Bürgeramts: 810 (2017: 741) Tsd. Einwohner) bis 2020e ein signifikantes Wachstum der AuM auf 5,0 (31.12.18: >3,0) Mrd. Euro erwarten.

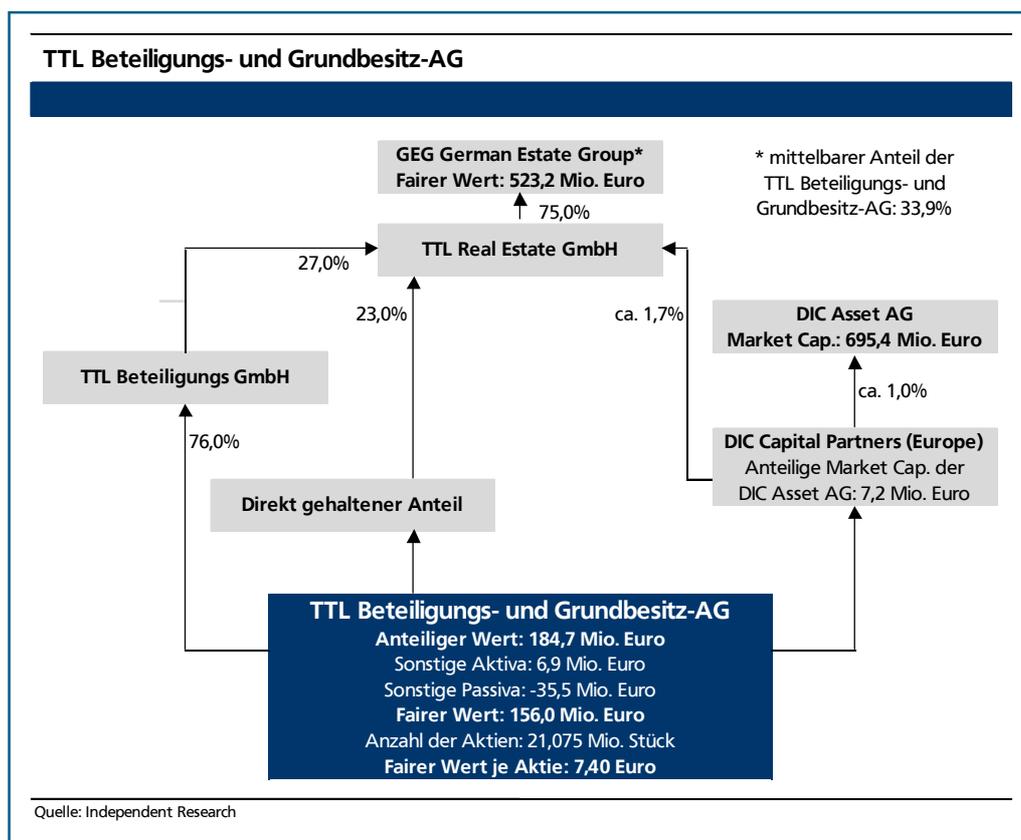
TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG			
Bewertung - Zusammenfassung			
	Fairer Wert (Mio. Euro)	Fairer Wert je Aktie (Euro)	Gewichtung
DCF-Modell	189,5	8,99	40%
EVA-Modell	160,0	7,59	40%
Peer Group-Modell	81,0	3,84	20%
<b>Gewichteter fairer Wert</b>	<b>156,0</b>	<b>7,40</b>	
<b>Kursziel (Euro)</b>			<b>7,00</b>

Quelle: Independent Research

*Gemittelter fairer Wert von GEG: 523,2 (zuvor: 509,2) Mio. Euro*

### Bewertung der GEG German Estate Group: DCF-Modell

Die Beteiligung GEG bewerten wir mit einem DCF-Modell (Gewichtung: 40%), einem EVA-Modell (40%) und einer Peer Group-Analyse (20%). Die Peer Group-Analyse fließt mit einem geringeren Gewicht ein, weil die Aussagekraft mit nur zwei Peer Group-Unternehmen u.E. weniger stark ist. Wir ermitteln für GEG einen fairen Wert von 523,2 (zuvor: 509,2) Mio. Euro. Der Anstieg resultiert aus der Umstellung der DCF- und EVA-Modelle auf die Jahre 2019e bis 2028e (bisher: 2018e bis 2027e) und aus höheren Peer Group-Multiplikatoren.



**GEG German Estate Group GmbH & Co. KG**  
**Bewertung - Zusammenfassung**

	Fairer Wert (Mio. Euro)	Gewichtung
DCF-Modell	621,9	40,0%
EVA-Modell	535,1	40,0%
Peer Group-Modell	302,0	20,0%
<b>Gewichteter fairer Wert</b>	<b>523,2</b>	

Quelle: Independent Research

WACC von 7,6%

Optimierung der Kapitalstruktur bei GEG würde fairen Wert steigern

In unserem dreistufigen DCF-Modell haben wir für den Detailplanungszeitraum bis einschließlich 2020e unsere detaillierten Prognosen herangezogen. Ab 2021e gehen wir in eine Trendanalyse über. Wir gehen dabei bis 2028e von einer Abschwächung des Umsatzwachstums auf 2,5% aus. Die EBIT-Marge lassen wir auf 60,0% steigen. In der Phase III (Terminalwert) rechnen wir mit einem der Inflationsrate entsprechenden Wachstum der ewigen Rente von 2,0%. Den WACC kalkulieren wir mit 7,6%. Dies ist u.E. konservativ, zum einen wegen des Beta von 1,1. Bei einer Analyse der Betas der Peer Group-Unternehmen (5-Jahres-Betascheiben) haben wir Betas von 0,7 bis 1,0 ermittelt. Wir sind hier etwas konservativer, wengleich sich GEG als Investment Manager u.E. durch stabile und wiederkehrende Provisionen auszeichnet. Zum anderen haben wir bei der langfristigen Zielkapitalstruktur auf Grund der moderaten Finanzverschuldung eine

**GEG German Estate Group GmbH & Co. KG****Discounted Cashflow-Modell**

Angaben in Mio. Euro	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Umsatzerlöse	31,7	41,0	45,8	51,9	57,9	63,5	68,5	72,6	75,7	77,6
Wachstum Umsatzerlöse	-	29,1%	11,8%	13,3%	11,5%	9,7%	7,9%	6,1%	4,3%	2,5%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>47,0</b>	<b>60,2</b>	<b>67,9</b>	<b>76,9</b>	<b>85,7</b>	<b>93,9</b>	<b>101,3</b>	<b>107,5</b>	<b>112,1</b>	<b>114,9</b>
Wachstum Gesamtleistung	-	28,1%	12,7%	13,3%	11,5%	9,7%	7,9%	6,1%	4,3%	2,5%
EBIT-Marge	52,9%	56,6%	58,6%	58,8%	59,0%	59,2%	59,4%	59,6%	59,8%	60,0%
<b>EBIT</b>	<b>24,8</b>	<b>34,1</b>	<b>39,8</b>	<b>45,2</b>	<b>50,5</b>	<b>55,6</b>	<b>60,2</b>	<b>64,1</b>	<b>67,0</b>	<b>68,9</b>
- Ertragssteuern	-7,5	-10,2	-11,9	-13,6	-15,2	-16,7	-18,1	-19,2	-20,1	-20,7
+ Abschreibungen	1,7	1,9	1,9	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0	3,1	3,2
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cash Flow</b>	<b>19,1</b>	<b>25,7</b>	<b>29,7</b>	<b>33,8</b>	<b>37,8</b>	<b>41,6</b>	<b>45,0</b>	<b>47,9</b>	<b>50,1</b>	<b>51,5</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-2,2	-2,8	-1,5	-1,8	-1,8	-1,7	-1,5	-1,2	-0,9	-0,6
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-1,4	-1,7	-2,0	-2,2	-2,4	-2,7	-2,9	-3,0	-3,2	-3,2
<b>Free Cash Flow</b>	<b>15,5</b>	<b>21,2</b>	<b>26,3</b>	<b>29,8</b>	<b>33,6</b>	<b>37,2</b>	<b>40,6</b>	<b>43,6</b>	<b>46,0</b>	<b>47,7</b>
<b>Barwerte</b>	<b>14,6</b>	<b>18,5</b>	<b>21,3</b>	<b>22,3</b>	<b>23,3</b>	<b>24,0</b>	<b>24,2</b>	<b>24,1</b>	<b>23,6</b>	<b>22,7</b>
Summe Barwerte	218,6	in % des Gesamtwerts: 66%								
Terminalwert	416,4	<b>Modell-Parameter:</b>								
<b>Wert des operativen Geschäfts</b>	<b>635,0</b>	Langfristige Bilanzstruktur: Eigenkapital: 80% Fremdkapital: 20%								
+ liquide Mittel	5,6	Risikofreie Rendite: 3,0% Beta: 1,1 Risikoprämie FK: 3,0%								
- Finanzverschuldung	-18,7	Risikoprämie: 5,0% Tax-Shield: 30,0%								
<b>Marktwert Eigenkapital</b>	<b>621,9</b>	Zins EK: 8,4% Zins FK: 4,2%								
		Wachst. ew. Rente: 2,0% WACC: 7,6% Datum: 06.03.19								

Quelle: Independent Research

**Sensitivitätsanalyse (in Euro)**

	Diskontierungszinssatz (WACC)			
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Wachstum	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%
ewige Rente	647,0	621,9	597,9	574,8
	692,3	665,3	639,4	616,6
	747,7	718,2	694,4	671,2
	816,6	788,7	764,4	741,2

Quelle: Independent Research

*Fairer Wert von GEG laut DCF-Modell: 621,9 (zuvor: 621,3) Mio. Euro*

Eigenkapitalquote von 80% (zu Marktwerten) unterstellt. Mit einer bilanziellen Eigenkapitalquote von 61% zum 31.12.17 fährt GEG vor allem im Vergleich zu Corestate (EK-Quote zum 31.12.17: 39%) einen niedrigen Leverage (EK-Quote von Patrizia Immobilien zum 31.12.17: 60%). Mit einer Optimierung der Kapitalstruktur könnte GEG u.E. seine Kapitalkosten (WACC) senken und damit den fairen Wert erhöhen. Auf Basis der aktuellen Kapitalstruktur ermitteln wir in unserem DCF-Modell für GEG einen fairen Marktwert des Eigenkapitals von 621,9 (zuvor: 621,3) Mio. Euro.

**GEG German Estate Group GmbH & Co. KG**
**Economic Value-Added-Modell**

Angaben in Mio. Euro	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Umsatzerlöse	31,7	41,0	45,8	51,9	57,9	63,5	68,5	72,6	75,7	77,6
Wachstum Umsatzerlöse	-	29,1%	11,8%	13,3%	11,5%	9,7%	7,9%	6,1%	4,3%	2,5%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>47,0</b>	<b>60,2</b>	<b>67,9</b>	<b>76,9</b>	<b>85,7</b>	<b>93,9</b>	<b>101,3</b>	<b>107,5</b>	<b>112,1</b>	<b>114,9</b>
Wachstum Gesamtleistung	-	28,1%	12,7%	13,3%	11,5%	9,7%	7,9%	6,1%	4,3%	2,5%
<b>AuM Jahresende</b>	<b>3.903</b>	<b>5.028</b>	<b>6.253</b>	<b>7.595</b>	<b>9.005</b>	<b>10.414</b>	<b>11.743</b>	<b>12.900</b>	<b>13.797</b>	<b>14.355</b>
Wachstum AuM	-	28,8%	24,4%	21,5%	18,6%	15,7%	12,8%	9,9%	7,0%	4,0%
Capital Employed Jahresanfang	68,8	82,1	97,8	112,5	126,4	138,6	148,3	154,7	161,4	167,5
In % der AuM Jahresanfang	2,3%	2,1%	1,9%	1,8%	1,7%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%
Veränderung des Capital Employed	13,2	15,7	14,7	13,9	12,2	9,7	6,4	6,7	6,0	5,0
<b>Capital Employed Jahresende</b>	<b>82,1</b>	<b>97,8</b>	<b>112,5</b>	<b>126,4</b>	<b>138,6</b>	<b>148,3</b>	<b>154,7</b>	<b>161,4</b>	<b>167,5</b>	<b>172,5</b>
In % der AuM Jahresende	2,1%	1,9%	1,8%	1,7%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%
<b>EBIT</b>	<b>24,8</b>	<b>34,1</b>	<b>39,8</b>	<b>45,2</b>	<b>50,5</b>	<b>55,6</b>	<b>60,2</b>	<b>64,1</b>	<b>67,0</b>	<b>68,9</b>
EBIT-Marge	52,9%	56,6%	58,6%	58,8%	59,0%	59,2%	59,4%	59,6%	59,8%	60,0%
Ertragssteuern	-7,5	-10,2	-11,9	-13,6	-15,2	-16,7	-18,1	-19,2	-20,1	-20,7
<b>NOPAT</b>	<b>17,4</b>	<b>23,9</b>	<b>27,8</b>	<b>31,6</b>	<b>35,4</b>	<b>38,9</b>	<b>42,1</b>	<b>44,9</b>	<b>46,9</b>	<b>48,3</b>
ROCE (Basis: durchschn. Capital Employed)	23,1%	26,5%	26,5%	26,5%	26,7%	27,1%	27,8%	28,4%	28,5%	28,4%
WACC	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
<b>Excess Return</b>	<b>15,5%</b>	<b>19,0%</b>	<b>18,9%</b>	<b>18,9%</b>	<b>19,1%</b>	<b>19,6%</b>	<b>20,3%</b>	<b>20,8%</b>	<b>21,0%</b>	<b>20,8%</b>
NOPAT	17,4	23,9	27,8	31,6	35,4	38,9	42,1	44,9	46,9	48,3
Absolute Kapitalkosten	-5,2	-6,2	-7,4	-8,5	-9,6	-10,5	-11,2	-11,7	-12,2	-12,7
<b>EVA</b>	<b>12,2</b>	<b>17,7</b>	<b>20,4</b>	<b>23,1</b>	<b>25,8</b>	<b>28,4</b>	<b>30,9</b>	<b>33,2</b>	<b>34,7</b>	<b>35,6</b>
<b>Barwerte</b>	<b>11,5</b>	<b>15,4</b>	<b>16,5</b>	<b>17,3</b>	<b>17,9</b>	<b>18,3</b>	<b>18,5</b>	<b>18,4</b>	<b>17,8</b>	<b>16,9</b>
Summe Barwerte	168,5	in % des Gesamtwerts: 65%								
Terminalwert	310,8	<b>Modell-Parameter:</b> Langfristige Bilanzstruktur: Eigenkapital: 80% Fremdkapital: 20% Risikofreie Rendite: 3,0% Beta: 1,1 Risikoprämie FK: 3,0% Risikoprämie: 5,0% Tax-Shield: 30,0% Zins EK: 8,4% Zins FK: 4,2% Wachst. ew. Rente: 2,0% WACC: 7,6% Datum: 06.03.19								
<b>Zwischensumme</b>	<b>479,4</b>									
+ Capital Employed aktuell	68,8									
+ Liquide Mittel aktuell	5,6									
- Finanzverschuldung	-18,7									
<b>Marktwert Eigenkapital</b>	<b>535,1</b>									

Quelle: Independent Research

**Sensitivitätsanalyse (in Euro)**

Wachstum ewige Rente	Diskontierungszinssatz (WACC)				
	1,5%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%
2,0%	553,9	508,1	469,3	436,0	
2,5%	587,8	<b>535,1</b>	491,2	454,0	
3,0%	629,1	567,5	517,1	475,0	
	680,5	607,0	548,1	499,8	

Quelle: Independent Research

**Bewertung der GEG German Estate Group: EVA-Modell**

Unser EVA-Modell basiert ebenfalls auf einem dreistufigen mit dem DCF-Modell vergleichbaren Ansatz. Zur Ermittlung des von GEG erwirtschafteten Excess Returns haben wir dabei den erzielten ROCE den Kapitalkosten (WACC) gegenübergestellt. Über den Zeitraum 2019e

<b>GEG German Estate Group GmbH &amp; Co. KG</b>			
<b>Peer Group - Analyse</b>			
	<b>KGV</b>		
	<b>2019e</b>		<b>2020e</b>
Corestate	5,0		4,7
Patrizia Immobilien	19,6		18,1
<b>Median</b>	<b>12,3</b>		<b>11,4</b>
<b>Standardabweichung</b>	<b>10,3</b>		<b>9,4</b>
<b>Nettoergebnis</b>			
Angaben in Mio. Euro	<b>2019e</b>		<b>2020e</b>
<b>GEG</b>	<b>21,9</b>		<b>29,4</b>
<b>Fairer Wert</b>	<b>268,7</b>		<b>335,3</b>
<b>Gewichteter fairer Wert</b>	<b>302,0</b>		
<small>Quelle: Independent Research; Bloomberg</small>			
<small>Schlusskurse vom 05.03.19</small>			

Fairer Wert von GEG laut EVA-Modell: 535,1 (zuvor: 526,1) Mio. Euro

bis 2028e ermitteln wir u.E. attraktive Excess Returns von 16% bis 21% bzw. deutlich positive Economic Value Added (EVA). Auf Basis der abgezinsten EVA kalkulieren wir für GEG einen fairen Marktwert des Eigenkapitals von 535,1 (zuvor: 526,1) Mio. Euro.

Fairer Wert von GEG laut Peer Group-Analyse: 302,0 (zuvor: 251,0) Mio. Euro

#### Bewertung der GEG German Estate Group: Peer Group-Analyse

Auf Grund der Ertragsstruktur mit zu einem wesentlichen Teil wiederkehrenden Provisionen aus den verwalteten AuM verfolgt GEG u.E. ein ähnliches Geschäftsmodell wie Corestate und Patrizia Immobilien. Eine detailliertere Analyse zeigt, dass GEG bei der Gesamtleistung mit einem erwarteten CAGR 2018 bis 2020e von 29% (Peer Group-Median: -1%) und beim EBITDA von 38% (Peer Group-Median: 6%) auf Grund der (erwarteten) Akquisition von Landmark-Projekten, der Kooperation mit Singapurs Staatsfond GIC und der Unterstützung der finanzstarken Anteilseigner deutlich stärker wächst. Auf Basis der für Asset Manager u.E. sinnvollen KGV-Multiplikatoren ermitteln wir für GEG einen fairen Marktwert des Eigenkapitals von 300,2 (zuvor: 251,0) Mio. Euro. Der im Vergleich zum DCF- und EVA-Modell niedrigere Wert reflektiert die kurzfristigere Ausrichtung der Peer Group-Analyse auf die Jahre 2019e und 2020e (bisher: 2018e bis 2020e).

#### Bewertung der Anteile an der DIC Asset AG

Fairer Wert der DIC Asset AG: 7,2 (zuvor: 7,0) Mio. Euro

Über die 15,1%ige Beteiligung an DIC Capital Partners (Europe) ist TTL mit ca. 1,0% an der börsennotierten DIC Asset AG beteiligt. Auf Basis der aktuellen Marktkapitalisierung der DIC Asset AG von 695,4 (zuvor: 680,6) Mio. Euro ermitteln wir für diesen Anteil einen fairen Marktwert des Eigenkapitals von 7,2 (zuvor: 7,0) Mio. Euro.

## Finanz-, Bilanz- und Ergebnisanalyse

### Ergebnisanalyse

*Aufstockung des Anteils und hohe Dynamik bei GEG führen zu Ergebnissprung*

*Teilverkauf des Global Tower-Projekts und Akquisition des Eurotheum führen zu hohen Fees für GEG*

*AuM von 5,0 (31.12.18: >3,0) Mrd. Euro bis 2020e*

#### TTL erreicht 2018 eigene Zielsetzung und zahlt erstmals eine Dividende

Mit einem Nettoergebnis vor Abzug der Minderheiten von 4,1 (0,9; unsere Prognose: 4,2) Mio. Euro hat TTL u.E. spürbar von der guten Entwicklung der wichtigsten Beteiligung GEG profitiert und die Guidance getroffen. Dies spiegelt sich im Ergebnis aus at-equity-Beteiligungen und (stillen) Beteiligungen von 7,2 (1,2; unsere Prognose: 5,7) Mio. Euro wider. So hat GEG die AuM zum 31.12.18 auf >3,0 (31.12.17: 2,4) Mrd. Euro gesteigert. In Q4 2018 wurde das Immobilienportfolio im Frankfurter Bankenviertel durch den Kauf des Eurotheum für 250 Mio. Euro gestärkt. Bereits im September hatte GEG den Frankfurter Garden Tower erworben (Investitionsvolumen: 275 Mio. Euro). Zudem wurde im Oktober für die Projektentwicklung des Global Towers in Frankfurt (Investitionsvolumen: ca. 340 Mio. Euro) die HANSAINVEST Real Assets als Partner gewonnen (Anteil: 50%). Das Q4-Ergebnis aus at-equity-Beteiligungen und (stillen) Beteiligungen von 3,5 Mio. Euro zeigt u.E., dass GEG aus dieser Transaktion und dem Zukauf erhebliche Provisionen generiert hat. Hervorzuheben ist u.E. die erstmalige Dividendenzahlung von 0,12 (0,00) Euro je Aktie, die höher als zunächst angekündigt und von uns erwartet (0,10 Euro je Aktie) ausfällt.

#### GEG: Signifikante Ausweitung der AuM durch Landmark-Projekte und starke Partner

Wir sehen unverändert die Beteiligung GEG als wichtigsten Treiber an. An unserer AuM-Prognose für 2020e von 5,0 (31.12.18: >3,0) Mrd. Euro halten wir fest. Mitte Februar hat GEG die ersten zwei Transaktionen für 2019 verkündet, den Kauf des KAP1 in Düsseldorf (Mietfläche: ca. 9.500 m<sup>2</sup>; Leerstand: rd. 30%; Repositionierung geplant; zentrale Innenstadtlage) und eines Bürogebäudes in der Mainzer Altstadt (Mietfläche: ca. 31.000 m<sup>2</sup>; langfristig vollvermietet an die Deutsche Bahn) für 140 Mio. Euro. Das 2019 von GEG angepeilte Investitionsvolumen von ca. 750

#### TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

##### Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	H1 2017	H2 2017	2017	H1 2018	H2 2018	2018	2018e
	Ist	Ist	Ist	Ist	Ist	Ist	Prognose
Umsatzerlöse	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,6	0,5
Operative Kosten	0,0	-0,4	-0,4	-0,8	-1,4	-2,2	-1,4
Finanzergebnis	0,1	1,1	1,2	2,0	4,3	6,2	5,1
Zinserträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,4	-1,0	-0,6
Ergebnis at-equity, (stille) Beteiligungen	0,1	1,1	1,2	2,6	4,7	7,2	5,7
<b>Jahresüberschuss vor Abzug der Minderheiten</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>
Minderheiten (an TTL Bet.* und damit an GEG)	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,8	-0,8
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	11,400	11,521	11,494	15,446	18,997	17,614	17,406
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,01	0,04	0,05	0,07	0,12	0,19	0,20
Eigenkapital zum Periodenende	6,5	31,1	31,1	44,8	55,4	55,4	55,5
Verbindlichkeiten	0,1	16,1	16,1	33,5	50,9	50,9	35,1
Bilanzsumme zum Periodenende	6,6	47,1	47,1	78,3	106,3	106,3	90,5
Eigenkapitalquote zum Periodenende	98,8%	65,9%	65,9%	57,3%	52,1%	52,1%	61,3%

Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

\* TTL Beteiligungs GmbH

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments  
 DIESES DOKUMENT DARF NICHT IN DEN VEREINIGTEN STAATEN, KANADA, DIE SCHWEIZ ODER JAPAN VERTEILT WERDEN

**TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG**
**Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung**

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
Umsatzerlöse	0,0	0,0	0,0	0,6	0,7	0,7
Operative Kosten	-0,1	-0,2	-0,4	-2,2	-1,9	-2,0
<b>EBITDA</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>
Finanzergebnis	0,0	0,0	1,2	6,2	8,2	11,2
Zinserträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,7	-0,7
Ergebnis at-equity, stille Beteiligungen, Beteiligungen	0,0	0,0	1,2	7,2	8,9	11,9
GEG German Estate Group	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>4,8</b>	<b>7,1</b>	<b>10,0</b>
Minderheitenanteile (an TTL Bet.* und damit an GEG)	0,0	0,0	-0,3	-0,8	-1,1	-1,4
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>3,3</b>	<b>6,0</b>	<b>8,6</b>
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	6,550	6,588	11,494	17,614	21,075	21,075
Ergebnis je Aktie (in Euro)	-0,02	-0,02	0,05	0,19	0,29	0,41

Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

\* TTL Beteiligungs GmbH

*Investitionsziel von GEG von 750 Mio. Euro für 2019 könnte übertroffen werden*

Mio. Euro könnte u.E. übertroffen werden (AuM aktuell: 3,2 Mrd. Euro). Zudem sind zahlreiche Landmark-Projekte in der Entwicklung. So hat die Münchener Hyp der GEG im Januar eine Finanzierung von 275 Mio. Euro für die Entwicklung des Garden Towers gewährt. Als Wachstumsimpuls sehen wir weiterhin das Individualmandat des Singapurischer Staatsfonds GIC (AuM: >100 Mrd. USD). Wegen des AuM-Wachstums dürfte GEG u.E. bis 2020e die Gesamtleistung auf 60,2 (2018e: 36,0) Mio. Euro und das Nettoergebnis auf 29,4 (2018e: 15,7) Mio. Euro steigern.

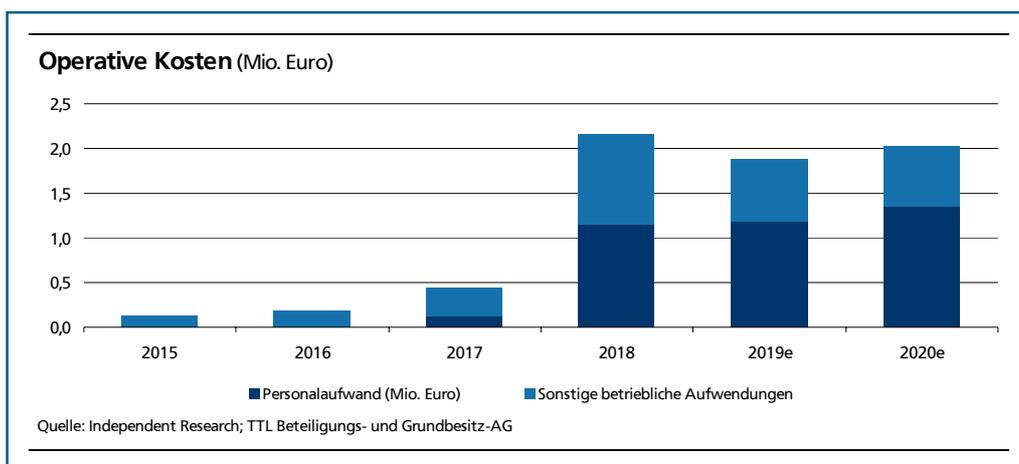
**GEG German Estate Group GmbH & Co. KG**
**Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung**

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017*	2018e	2019e	2020e
Assets under Management	700,0	1.687,0	2.367,0	3.028,0	3.903,0	5.028,0
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>10,2</b>	<b>8,1</b>	<b>14,7</b>	<b>24,3</b>	<b>31,7</b>	<b>41,0</b>
In % der durchschnittlichen AuM	-	0,7%	0,7%	0,9%	0,9%	0,9%
Development Fees	-	-	6,4	2,2	7,2	9,6
Gebühren Akquisition, Finanzierung, Institutionelle Kunden	-	-	3,3	14,9	14,5	17,5
Gebühren Asset und Property Management	-	-	3,6	5,7	8,3	12,0
Gebühren Verkäufe	-	-	1,3	1,5	1,8	2,0
Sonstige betriebliche Erträge	2,7	10,6	10,5	11,7	15,3	19,2
<b>Gesamtleistung</b>	<b>12,9</b>	<b>18,8</b>	<b>25,1</b>	<b>36,0</b>	<b>47,0</b>	<b>60,2</b>
In % der durchschnittlichen AuM	-	1,6%	1,2%	1,3%	1,4%	1,3%
<b>EBITDA</b>	<b>4,5</b>	<b>8,4</b>	<b>12,3</b>	<b>18,9</b>	<b>26,5</b>	<b>36,0</b>
EBITDA-Marge	35,1%	44,7%	49,2%	52,4%	56,5%	59,7%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,9</b>	<b>5,7</b>	<b>10,8</b>	<b>15,7</b>	<b>21,9</b>	<b>29,4</b>
<b>Dividende</b>	<b>2,8</b>	<b>5,6</b>	<b>10,5</b>	<b>15,3</b>	<b>21,3</b>	<b>28,7</b>
Ausschüttungsquote	97,5%	97,0%	97,5%	97,5%	97,5%	97,5%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,9</b>	<b>5,7</b>	<b>10,8</b>	<b>15,7</b>	<b>21,9</b>	<b>29,4</b>
Beteiligungsquote der TTL Real Estate an GEG	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Ergebnisanteil TTL Real Estate	2,1	4,3	8,1	11,7	16,4	22,1
Anteil TTL an TTL Real Estate (TTL Bet.** voll konsolidiert)	-	-	-	50,0%	50,0%	50,0%
<b>Ergebnisanteil TTL (TTL Bet.** voll konsolidiert)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5,9</b>	<b>8,2</b>	<b>11,0</b>
Nicht beherrschter Anteil TTL Bet.** an TTL Real Estate	-	-	-	6,5%	6,5%	6,5%
Minderheitenanteile	-	-	-	-0,8	-1,1	-1,4

Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

\* Extrapolation aus den Eckdaten der GEG German Estate Group \*\* TTL Beteiligungs GmbH

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments  
 DIESES DOKUMENT DARF NICHT IN DEN VEREINIGTEN STAATEN, KANADA, DIE SCHWEIZ ODER JAPAN VERTEILT WERDEN**



*U.E. konservative Guidance für 2019e*

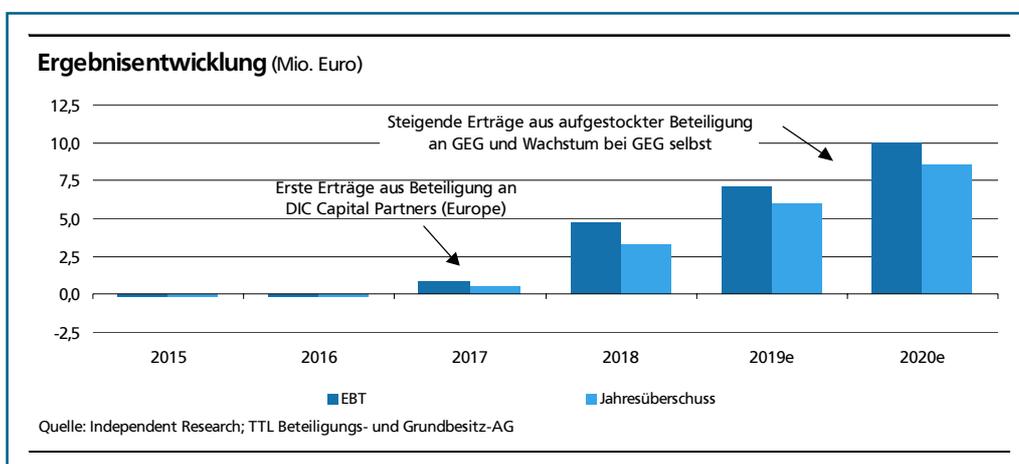
*Dividendenrendite 2019e von rd. 6%*

*Wirtschaftslage und Verfügbarkeit von Immobilien als Unsicherheitsfaktoren*

**Weiterhin deutlich steigendes Ergebnis und Anhebung der Dividende erwartet**

Für 2019 hat TTL ein Nettoergebnis vor Abzug der Minderheiten von >6 (2018: 4,1) Mio. Euro in Aussicht gestellt. Angesichts der 2018 geschaffenen Basis (gestiegene, provisionsgenerierende AuM), der in Umsetzung befindlichen Projekte und des u.E. konservativen Planungsansatzes des Managements (Guidance für 2018 wurde zwei Mal erhöht) halten wir an unserer Prognose eines Nettoergebnisses vor Abzug der Minderheiten von 7,1 Mio. Euro fest. Potenzial sehen wir im angestrebten Ausbau des Beteiligungsportfolios (GEG mit Schwerpunkt Frankfurt), zumal sich TTL hierdurch breiter aufstellen könnte (bisher hohe Abhängigkeit von GEG und vom Immobilienmarkt Frankfurt). Nach eigenen Angaben ist TTL bereits in konkreten Verhandlungen. Das DpS erwarten wir 2019e unverändert bei 0,23 (Guidance: 0,20 bis 0,25) Euro je Aktie.

Voraussetzung für das Erreichen unserer Prognosen ist eine robuste Wirtschaftslage und eine anhaltend gute Nachfrage nach (Büro-)Immobilien. Eine stärkere Abkühlung der Wirtschaft oder eine unerwartet frühe Zinserhöhung sind als Risikofaktoren zu nennen. Laut der Februar-Umfrage von Reuters erwarten die befragten Volkswirte eine Anhebung des Einlagenzinssatzes durch die EZB in Q1 2020 (auf -0,25% (derzeit: -0,40%)) und des Leitzinses dann in H2 2020. Als Unsicherheitsfaktor könnte sich zudem die sinkende Verfügbarkeit von Investmentobjekten mit adäquaten Renditen erweisen. Mit zwei größeren Transaktionen fällt der Jahresauftakt bei GEG bisher jedoch stark aus.



Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments  
 DIESES DOKUMENT DARF NICHT IN DEN VEREINIGTEN STAATEN, KANADA, DIE SCHWEIZ ODER JAPAN VERTEILT WERDEN

## Finanzanalyse

*Eigenkapitalquote komfortabel bei über 50%*

### Deutlich gestärktes Eigenkapital durch Sacheinlagen

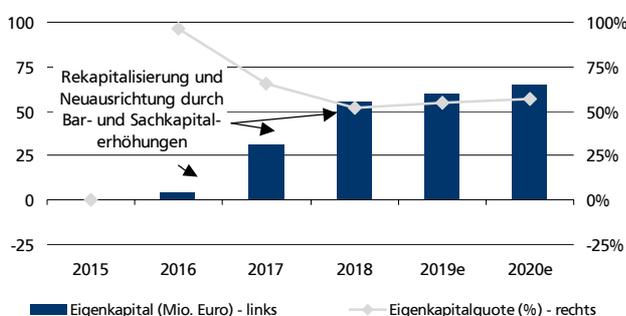
Auf Grund der Bar- und Sachkapitalerhöhungen (Volumen 12,1 Mio. Euro), der vorzeitigen Wandlung der Wandelanleihe 2017/22 (Nominalvolumen: 9,0 Mio. Euro; Bilanzansatz: 8,1 Mio. Euro) und des erzielten Nettogewinns stieg das Eigenkapital zum 31.12.18 auf 55,4 (31.12.17: 31,1) Mio. Euro. Infolge der Aufstockung der indirekten Beteiligung an GEG haben sich auch die Finanzanlagen zum 31.12.18 spürbar auf 99,4 (31.12.17: 46,2) Mio. Euro erhöht. Hierin ist eine stille Beteiligung an der Zwischenholding TTL Real Estate i.H.v. 15,4 Mio. Euro enthalten, der auf der Passivseite entsprechende Finanzverbindlichkeiten gegenüberstehen (Bilanzverlängerung). Weil TTL den indirekten Erwerb von GEG-Anteilen zum Teil fremdfinanziert hat, lag die Nettofinanzverschuldung zum 31.12.18 mit 31,5 (31.12.17: 15,7) Mio. Euro über dem Vorjahreswert. Dies ist u.E. vor dem Hintergrund eines Net Gearing zum 31.12.18 von 0,6 tragfähig.

*Positiver Cashflow ab 2019e*

### Dividendeneinnahmen von GEG ermöglichen Dividendenausschüttungen durch TTL

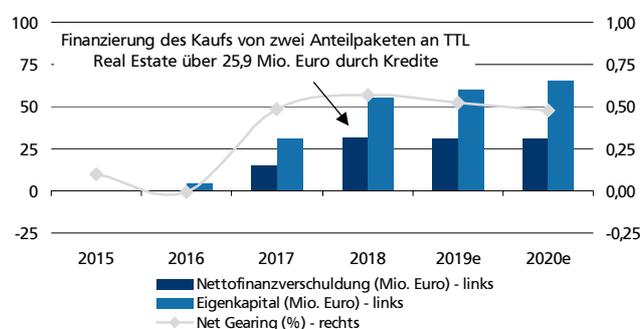
Wie in den Vorjahren erwarten wir, dass GEG fast ihren kompletten Jahresüberschuss ausschüttet. Daher prognostizieren wir für TTL Zuflüsse aus erhaltenen Dividenden von 4,4 Mio. Euro 2019e und 7,0 Mio. Euro 2020e. Somit dürfte TTL ab 2019e einen positiven Mittelzufluss (Cash Earnings inklusive Zinserträge/-auszahlungen und erhaltene Dividenden) erwirtschaften, was TTL u.E. dazu befähigt, selbst Dividenden auszuschütten.

**Eigenkapital und Eigenkapitalquote**



Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

**Entwicklung der Nettofinanzverschuldung**



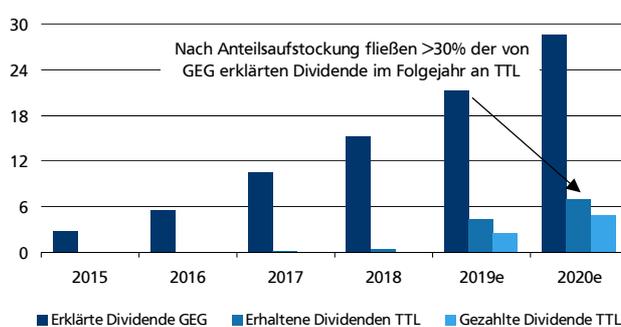
Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und

**Entwicklung des Cashflows**



Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

**Erklärte, erhaltene und gezahlte Dividenden (Mio. Euro)**



Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments  
DIESES DOKUMENT DARF NICHT IN DEN VEREINIGTEN STAATEN, KANADA, DIE SCHWEIZ ODER JAPAN VERTEILT WERDEN**

## TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

## Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
Materialaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rohhertrag</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Personalaufwand	0,0	0,0	-0,1	-1,1	-1,2	-1,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,1	-0,2	-0,3	-1,0	-0,7	-0,7
<b>EBITDA</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>
Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>
Finanzergebnis	0,0	0,0	1,2	6,2	8,2	11,2
Zinserträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,7	-0,7
Ergebnis at-equity, stille Beteiligungen, Beteiligungen	0,0	0,0	1,2	7,2	8,9	11,9
<b>EBT</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>4,8</b>	<b>7,1</b>	<b>10,0</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Abzug der Minderheiten</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>4,1</b>	<b>7,1</b>	<b>10,0</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	-0,3	-0,8	-1,1	-1,4
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>3,3</b>	<b>6,0</b>	<b>8,6</b>
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	6,550	6,588	11,494	17,614	21,075	21,075
Ergebnis je Aktie (in Euro)	-0,02	-0,02	0,05	0,19	0,29	0,41
Dividende je Aktie (in Euro)	0,00	0,00	0,00	0,12	0,23	0,33
Ausschüttungsquote	0,0%	0,0%	0,0%	63,3%	80,4%	81,2%

Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

## TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

## Bilanz

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen	0,0	4,9	46,2	99,4	104,0	109,0
Sonstiges Anlagevermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,0</b>	<b>4,9</b>	<b>46,2</b>	<b>99,4</b>	<b>104,0</b>	<b>109,0</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,3	4,5	4,0	4,1
Ertragssteueransprüche	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	0,0	0,0	0,6	2,3	0,8	0,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,9</b>	<b>6,9</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>0,0</b>	<b>4,9</b>	<b>47,1</b>	<b>106,3</b>	<b>108,9</b>	<b>113,8</b>
Gezeichnetes Kapital	6,6	6,6	14,1	21,1	21,1	21,1
Zur Durchführung beschlossener KE geleistete Einlage	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalrücklage	19,4	23,1	35,8	32,6	32,6	32,6
Verlust-/Gewinnvortrag	-26,0	-26,2	-26,6	-6,8	-3,3	0,4
Umrechnungsdifferenzen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht beherrschende Anteile	0,0	0,0	7,8	8,6	9,7	11,1
<b>Eigenkapital</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,7</b>	<b>31,1</b>	<b>55,4</b>	<b>60,0</b>	<b>65,1</b>
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	8,4	43,2	41,8	40,4
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten und Rückstellungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>8,4</b>	<b>43,2</b>	<b>41,9</b>	<b>40,5</b>
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	7,3	6,0	5,6	6,7
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	1,3	1,4	1,4
Kurzfristige Rückstellungen	0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Ertragssteuerverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten und Rückstellungen</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	<b>8,2</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>0,0</b>	<b>4,9</b>	<b>47,1</b>	<b>106,3</b>	<b>108,9</b>	<b>113,8</b>

Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

## TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

## Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
Immaterielle Vermögensgegenstände	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sachanlagen	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzanlagen	-	99,5%	98,0%	93,5%	95,5%	95,7%
Sonstiges Anlagevermögen	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Steuern	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Anlagevermögen</b>	-	<b>99,5%</b>	<b>98,0%</b>	<b>93,5%</b>	<b>95,5%</b>	<b>95,8%</b>
Vorräte	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	-	0,0%	0,6%	4,3%	3,7%	3,6%
Ertragssteueransprüche	-	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	-	0,4%	1,3%	2,2%	0,7%	0,6%
<b>Umlaufvermögen</b>	-	<b>0,5%</b>	<b>2,0%</b>	<b>6,5%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,2%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	-	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Gezeichnetes Kapital	-	133,6%	30,0%	19,8%	19,4%	18,5%
Zur Durchführung beschlossener KE geleistete Einlage	-	25,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitalrücklage	-	471,4%	75,9%	30,6%	29,9%	28,6%
Verlust-/Gewinnvortrag	-	-534,2%	-56,5%	-6,4%	-3,1%	0,3%
Umrechnungsdifferenzen	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Aktien	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht beherrschende Anteile	-	0,0%	16,5%	8,1%	8,9%	9,7%
<b>Eigenkapital</b>	-	<b>96,2%</b>	<b>65,9%</b>	<b>52,1%</b>	<b>55,1%</b>	<b>57,2%</b>
Pensionsrückstellungen	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	-	0,0%	17,8%	40,6%	38,4%	35,5%
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steuern	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten und Rückstellungen</b>	-	<b>0,0%</b>	<b>17,8%</b>	<b>40,7%</b>	<b>38,4%</b>	<b>35,6%</b>
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	-	0,0%	15,5%	5,6%	5,1%	5,9%
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Erhaltene Anzahlungen	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-	2,0%	0,2%	0,3%	0,1%	0,1%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	-	0,0%	0,0%	1,2%	1,2%	1,2%
Kurzfristige Rückstellungen	-	1,7%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Ertragssteuerverbindlichkeiten	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten und Rückstellungen</b>	-	<b>3,8%</b>	<b>16,3%</b>	<b>7,2%</b>	<b>6,5%</b>	<b>7,2%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	-	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

## TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

## Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
<b>EBT</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>4,8</b>	<b>7,1</b>	<b>10,0</b>
Abschreibungen und Amortisationen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Rückstellungen	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	0,0
Buchgewinne/-verluste	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Beteiligungs- und at-equity-Ergebnis	0,0	0,0	-1,2	-2,9	-8,9	-11,9
Veränderung der Vorräte, Forderungen und LuL sonstigen Aktiva	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,1
Veränderung der Verbindlichkeiten LuL und sonstigen Passiva	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,2	0,0
Zinsaufwendungen/-erträge	0,0	0,0	0,0	-4,5	0,7	0,7
Ertragssteueraufwendungen/-erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertragssteuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,3</b>
Veränderungen des Working Capitals	-	0,1	0,0	0,3	-0,3	0,0
<b>Cash Earnings</b>	<b>-</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,3</b>
Kauf/Verkauf von immateriellen Vermögensgegenständen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kauf/Verkauf von Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kauf/Verkauf von Finanzanlagen	0,0	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0
Kauf/Verkauf von Unternehmen im Konsolidierungskreis	0,0	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Dividenden	0,0	0,0	0,1	0,5	4,4	7,0
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>4,4</b>	<b>7,0</b>
Kapitalerhöhung	0,0	0,2	1,5	2,5	0,0	0,0
Verkauf/Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,5	-4,8
Aufnahme/Tilgung von Finanzverbindlichkeiten und Anleihen	0,1	0,0	0,2	-0,2	-1,8	-0,3
Gezahlte Zinsen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,7
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,8</b>
Wechselkurs- und konsolidierungsbedingte Änderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungswirksame Veränderungen	-0,1	0,0	0,6	1,7	-1,5	-0,1
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	0,1	0,0	0,0	0,6	2,3	0,8
<b>Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>2,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
<b>Weitere Kennzahlen</b>						
<b>Cashflow aus Geschäftstätigkeit inkl. Zinsen und erhaltene Dividenden</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,8</b>	<b>5,0</b>
<b>Cash Earnings inkl. Zinsen und erhaltene Dividenden</b>	<b>-</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>3,0</b>	<b>5,0</b>

Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

## TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

## Kennzahlen

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
<b>Wachstumsanalyse</b>						
Wachstum EBT	-	-	-	452,4%	49,3%	40,9%
Wachstum Nettoergebnis	-	-	-	535,7%	80,5%	42,0%
Wachstum EpS	-	-	-	314,9%	50,9%	42,0%
<b>Kennzahlen TTL und GEG</b>						
TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG						
Operative Kosten (Mio. Euro)	-0,1	-0,2	-0,4	-2,2	-1,9	-2,0
Beteiligungs- und at-equity-Ergebnis (Mio. Euro)	0,0	0,0	1,2	7,2	8,9	11,9
Erhaltene Dividenden (ein Jahr versetzt) (Mio. Euro)	0,0	0,0	0,1	0,5	4,4	7,0
GEG German Estate Group GmbH & Co. KG						
Assets under Management (Mio. Euro)	700,0	1.687,0	2.367,0	3.028,0	3.903,0	5.028,0
Gesamtleistung (Mio. Euro)	12,9	18,8	25,1	36,0	47,0	60,2
EBITDA (Mio. Euro)	4,5	8,4	12,3	18,9	26,5	36,0
EBITDA-Marge	35,1%	44,7%	49,2%	52,4%	56,5%	59,7%
Jahresüberschuss (Mio. Euro)	2,9	5,7	10,8	15,7	21,9	29,4
Dividende (Mio. Euro)	2,8	5,6	10,5	15,3	21,3	28,7
<b>Renditeanalyse</b>						
ROI	-	-6,5%	2,0%	4,4%	5,6%	7,7%
ROE	-	-6,9%	3,8%	9,5%	12,4%	16,4%
<b>Bilanzanalyse</b>						
Finanzanlagen (Mio. Euro)	0,0	4,9	46,2	99,4	104,0	109,0
Davon nach der Equity-Methode bilanzierte Finanzanlagen	0,0	0,0	40,3	78,1	82,0	86,0
Davon sonstige Beteiligungen	0,0	4,9	5,9	21,3	22,1	22,9
Eigenkapitalquote	n/a	96,2%	65,9%	52,1%	55,1%	57,2%
Anlagendeckungsgrad I	-	96,7%	67,2%	55,7%	57,7%	59,8%
Anlagendeckungsgrad II	-	96,7%	85,4%	99,2%	97,9%	96,9%
Anlagenintensität	0,0%	99,5%	98,0%	93,5%	95,5%	95,8%
<b>Verschuldung</b>						
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	0,0	0,0	15,1	31,5	31,3	31,1
Net Gearing	0,1	0,0	0,5	0,6	0,5	0,5
<b>Cashflow-Analyse</b>						
Cash Earnings (Mio. Euro)	-	-0,2	-0,4	-1,2	-0,6	-1,3
Cash Earnings inkl. Zinserträge/-zahlungen u. erhaltene Dividenden (Mio. Euro)	-	-0,2	0,0	-0,7	3,0	5,0
Free Cashflow (Mio. Euro)	-	-0,2	-1,1	-0,9	3,0	5,0
Cash Earnings je Aktie (Euro)	-	-0,04	-0,03	-0,07	-0,03	-0,06
Cash Earnings inkl. Zinserträge/-zahlungen und erh. Dividenden je Aktie (Euro)	-	-0,04	0,00	-0,04	0,14	0,24
Free Cashflow je Aktie (Euro)	-	-0,04	-0,10	-0,05	0,14	0,24
Cash Earnings Yield	-	-17,3%	-2,4%	-1,8%	-0,7%	-1,5%
Cash Earnings inkl. Zinserträge/-zahlungen und erh. Dividenden Yield	-	-17,3%	0,2%	-1,1%	3,5%	5,7%
Free Cashflow Yield	-	-	-7,0%	-1,4%	3,5%	5,7%
<b>Bewertungsmultiplikatoren</b>						
Buchwert je Aktie (Euro)	-0,02	0,72	2,20	2,63	2,85	3,09
KGV	-	-	30,0	19,3	14,4	10,1
KBV	-	-	0,6	1,4	1,4	1,3
Kurs / Cash Earnings inkl. Zinsen und erhaltene Dividenden	-	-	589,1	-93,6	28,5	17,4
Dividendenrendite	-	-	0,0%	3,3%	5,6%	8,0%

Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments  
 DIESES DOKUMENT DARF NICHT IN DEN VEREINIGTEN STAATEN, KANADA, DIE SCHWEIZ ODER JAPAN VERTEILT WERDEN

## Rechtliche Hinweise

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - (Gültig ab dem 18.12.2009)

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Halten:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

### Pflichtangaben nach § 85 WpHG und Art. 20 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i. V. m. der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958

#### Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

#### Quartalsübersicht

Die vierteljährliche Übersicht aller in Finanzanalysen des letzten Quartals enthaltenen Anlageurteile aufgeteilt nach Anlagekategorien (Quartalsübersicht nach Art. 6 Absatz 3 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958) ist auf der Homepage der Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/votenzaehlung.pdf> veröffentlicht.

#### Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

##### Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinssfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Eine ausführliche Beschreibung der Bewertungsmodelle ist auf der Homepage der Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/bewertungsmodelle.pdf> veröffentlicht.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Einschätzungen und/oder Prognosen sind datumsbezogen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel (ebenfalls datumsbezogen) nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen können sich ebenfalls auf die Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Des Weiteren wurden für die Unternehmensbewertung Prognosezahlen von der Emittentin bezüglich der künftigen Geschäftsentwicklung verwendet, deren Richtigkeit, Vollständigkeit und Herleitung von Independent Research nicht weiter verifiziert wurden.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX®, EuroStoxx 50SM und Stoxx Europe 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird, wenn von der Independent Research GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkomentar oder eine Studie verfasst. Dies erfolgt im Regelfall nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Übersicht der Umvotierungen:

Eine Übersicht der Umvotierungen der letzten 12 Monaten befindet sich auf der Homepage von Independent Research GmbH unter [www.irffm.de](http://irffm.de) (<http://irffm.de/images/stories/pdf/umvotierung.pdf>).

Gesamtübersicht über Anlageempfehlungen von Finanzinstrumenten und Emittenten

Eine täglich erstellte Gesamtübersicht mit den aufsichtsrechtlich vorgegebenen Details aller Anlageempfehlungen zu Finanzinstrumenten und / oder Emittenten, die die Independent Research GmbH in den zurückliegenden 12 Monaten verbreitet hat nach Art. 4 Absatz 1i) der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 ist auf der Homepage von Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/offenlegung.pdf> veröffentlicht.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften des § 80 WpHG.

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 06.03.2019 -**

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Emittenten existieren:

Emittent	Interessenskonflikte
TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG	5, 6

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über die Erbringung von sonstigen Wertpapierdienstleistungen gemäss Anhang I Abschnitte A und B der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates getroffen oder im gleichen Zeitraum ergab sich auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Entschädigung.
- 5) haben diese Finanzanalyse ohne den Bewertungs-/Prognoseanteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
- 7) verfügen über eine Netto Long Position von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
- 8) verfügen über eine Netto Short Position von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.

**Rechtliche Hinweise**

Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Grossbritannien, der Schweiz oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Copyright: Das Urheberrecht für alle Inhalte dieser Studie liegt bei Independent Research GmbH, Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten. Inhalte dieser Studie dürfen ohne vorherige schriftliche Zustimmung weder ganz noch auszugsweise kopiert, verändert, vervielfältigt oder veröffentlicht werden.

**DIESES DOKUMENT WIRD IHNEN AUSSCHLIESSLICH ZU IHRER INFORMATION ZUR VERFÜGUNG GESTELLT UND DARF, WEDER VOLLSTÄNDIG NOCH TEILWEISE, EGAL AUS WELCHEM GRUND, AN DIE MEDIEN ODER AN DIE PRESSE WEITERGELEITET WERDEN. ES DARF WEDER DIREKT NOCH INDIREKT REPRODUZIERT BZW. WEITERVERTEILT NOCH AN IRGEND EINE ANDERE PERSON WEITERGEGEBEN WERDEN. UNABHÄNGIG DAVON DARF DAS DOKUMENT WEDER GANZ NOCH TEILWEISE VERÖFFENTLICHT WERDEN. AUCH DARF WEDER DIESES DOKUMENT NOCH EINE KOPIE DIESES DOKUMENTS IN DIE VEREINIGTEN STAATEN, KANADA, DIE SCHWEIZ ODER JAPAN GEBRACHT ODER NACH DORTHIN ÜBERMITTELT WERDEN BZW. DIREKT ODER INDIREKT IN DEN VEREINIGTEN STAATEN, KANADA ODER DIE SCHWEIZ VERBREITET BZW. IN JAPAN ODER AN EINEN EINWOHNER DIESER LÄNDER WEITERGEGEBEN WERDEN.**

**DIESES DOKUMENT WIRD IN GROSSBRITANNIEN NUR AN PERSONEN VERTEILT, DIE (A) (I) UNTER ARTIKEL 19 ODER ARTIKEL 49 DES U.K. FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000 (FINANCIAL PROMOTION) ORDER 2005 FALLEN ODER (II) AN DIE DIESES DOKUMENT RECHTMÄSSIG VERTEILT WERDEN DARF UND (B) QUALIFIZIERTE INVESTOREN GEMÄß ARTIKEL 2(1)(E) DER PROSPEKTRICHTLINIE (RICHTLINIE 2003/71/EG IN DER JEWEILS GÜLTIGEN FASSUNG) SIND (ALLE SOLCHE PERSONEN IM FOLGENDEN "RELEVANTE PERSONEN" GENANNT). ANDERE PERSONEN DÜRFEN AUFGRUND DES INHALTS DIESES DOKUMENTS KEINE ENTSCHEIDUNGEN TREFFEN ODER SICH AUF DIESES DOKUMENT VERLASSEN. JEGLICHE INVESTITION ODER INVESTITIONSAKTIVITÄT AUF DIE SICH DIESE INFORMATIONEN BEZIEHEN IST NUR FÜR RELEVANTE PERSONEN ZUGÄNGLICH UND WIRD NUR MIT RELEVANTEN PERSONEN EINGEGANGEN. PERSONEN; DIE NICHT RELEVANTE PERSONEN SIND; SOLLTEN NICHT AUF DIESES DOKUMENT ODER SEINEN INHALT VERTRAUEN ODER AUF DESSEN GRUNDLAGE HANDELN.**

DIESES DOKUMENT UND JEDES GEGEBENENFALLS FOLGENDE ANGEBOT IST NUR AN PERSONEN INNERHALB DES EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSRAUMS ("EWR") GERICHTET DIE "QUALIFIZIERTE ANLEGER" IM SINNE VON ARTIKEL 2(1)(E) DER PROSPEKTRICHTLINIE (RICHTLINIE 2003/71/EC IN DER JEWEILS GÜLTIGEN FASSUNG) SIND ("QUALIFIZIERTE ANLEGER"). IM HINBLICK AUF JEDE PERSON, DIE IN DEM EWR IM RAHMEN EINES ANGEBOTS AKTIEN ERWIRBT (EIN "ANLEGER") ODER DER EIN ANGEBOT VON AKTIEN GEMACHT WIRD, WIRD DAVON AUSGEGANGEN, DASS SIE ZUSICHERT UND AKZEPTIERT, DASS SIE EIN QUALIFIZIERTER ANLEGER IST. IM HINBLICK AUF JEDEN ANLEGER WIRD DARÜBER HINAUS ANGENOMMEN, DASS ER ZUSICHERT UND DAMIT EINVERSTANDEN IST, DASS DIE AKTIEN, DIE ER IM RAHMEN DES ANGEBOTS ERWIRBT, NICHT FÜR PERSONEN IM EWR, DIE KEINE QUALIFIZIERTEN ANLEGER SIND, ERWORBEN WURDEN ODER FÜR EINE PERSON IN GROSSBRITANNIEN ODER EINEM ANDEREN MITGLIEDSSTAAT (WO ES EINE VERGLEICHBARE GESETZGEBUNG GIBT), FÜR DEN DER ANLEGER BEFUGT IST, EIGENSTÄNDIG ENTSCHEIDUNGEN ZU TREFFEN, UND DASS DIE AKTIEN NICHT ERWORBEN WURDEN UM SIE IN DEM EWR PERSONEN ANZUBIETEN ODER WEITERZUVERÄUßERN, WENN DIES DAZU FÜHREN WÜRD, DASS DIE GESELLSCHAFT, DOE INDEPENDENT RESEARCH GMBH ODER EIN ANDERER MANAGER IM SINNE DES ARTIKEL 3 DER PROSPEKTRICHTLINIE EINEN PROSPEKT VERÖFFENTLICHEN MÜSSEN. DIE GESELLSCHAFT, DIE INDEPENDENT RESEARCH GMBH UND DEREN VERBUNDENE UNTERNEHMEN UND ANDERE WERDEN SICH AUF DIE WAHRHEIT UND GENAUIGKEIT DER VORANGEHENDEN ZUSICHERUNGEN UND EINVERSTÄNDNISERKLÄRUNGEN VERLASSEN.

DIESES DOKUMENT IST KEIN EMISSIONSPROSPEKT GEMÄSS ARTIKELN 652A UND/ODER 1156 DES SCHWEIZER ZIVILGESETZBUCHES. EIN ANGEBOT VON AKTIEN FINDET IN DER SCHWEIZ NUR ÜBER EINE PRIVATPLATZIERUNG STATT, D.H. AN EINE KLEINE ANZAHL VON AUSGEWÄHLTEN INVESTOREN OHNE EIN ÖFFENTLICHES ANGEBOT UND NUR AN INVETOREN WELCHE DIE AKTIEN NICHT KAUFEN UM SIE AN DIE ÖFFENTLICHKEIT WEITERZUVERLAUFEN: DIESES DOKUMENT DARF NICHT IM ZUSAMMENHANG MIT EINEM ANDEREN ANGEBOT VERWENDET WERDEN UND DARF WEDER KOPIERT NOCH SONST AN DIE ÖFFENTLICHKEIT IN DIE SCHWEIZ VERSANDT WERDEN.

IN AUSTRALIEN SICHERN SIE MIT ENTGEGENNAHME DIESES DOKUMENTS ZU, DASS SIE EIN "SOPHISTICATED INVESTOR" ODER EIN "PROFESSIONAL INVESTOR" ODER EIN "WHOLESALE CLIENT" (GEMÄSS SECTIONS 708(10), 708(11) UND 761G DES AUSTRALISCHEN CORPORATIONS ACT 2001(CTH)) SIND UND SOMIT EINE PERSON, DER EIN WERTPAPIERANGEBOT OHNE EIN INFORMATIONSDOKUMENT NACH CHAPTER 6D DES AUSTRALISCHEN CORPORATIONS ACT GEMACHT WERDEN KANN. DIESES DOKUMENT WIRD NICHT IN VERBINDUNG MIT EINEM ÖFFENTLICHEN ANGEBOT VON WERTPAPIEREN DER GESELLSCHAFT IN AUSTRALIEN ZUR VERFÜGUNG GESTELLT UND STELLT KEINEN WERTPAPIERPROSPEKT ODER EIN DOKUMENT, DAS EINER OFFENLEGUNGSPFLICHT NACHKOMMT, DAR. ES WURDE NICHT BEI DER AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION EINGEREICHT ODER DIESER BEKANNT GEMACHT. DIE BEREITSTELLUNG DIESES DOKUMENTS STELLT KEIN ANGEBOT UND KEINE AUFFORDERUNG ZUR ABGABE EINES ANGEBOTS VON WERTPAPIEREN DAR. EIN ANGEBOT ODER EINE AUFFORDERUNG ZUR ABGABE EINES ANGEBOTS WIRD NUR SOLCHEN PERSONEN GEMACHT WERDEN, DIE DER INDEPENDENT RESEARCH GMBH NACHGEWIESEN HABEN, DASS SIE EIN "SOPHISTICATED INVESTOR" ODER EIN "PROFESSIONAL INVESTOR" ODER EIN "WHOLESALE CLIENT" NACH DEN VORSCHRIFTEN DES AUSTRALISCHEN CORPORATIONS ACT SIND.

DIE VERTEILUNG DIESES DOKUMENTS IN ANDEREN STAATEN KANN DURCH GESETZ BESCHRÄNKT SEIN, UND PERSONEN, IN DEREN BESITZ DIESES DOKUMENT GELANGT, SOLLTEN SICH ÜBER ETWAIGE BESCHRÄNKUNGEN INFORMIEREN UND DIESE EINHALTEN. DIE NICHTEINHALTUNG DIESER BESCHRÄNKUNGEN KANN EINEN VERSTOSS GEGEN DIE GESETZE SOLCHER STAATEN DARSTELLEN. MIT DER ENTGEGENNAHME DIESES REPORTS ERKLÄREN SIE IHR EINVERSTÄNDNIS MIT DEN VORSTEHENDEN EINSCHRÄNKUNGEN.

**Stand: 06.03.2019**

**Independent Research GmbH  
Friedrich-Ebert-Anlage 36  
60325 Frankfurt am Main**

**Zuständige Aufsichtsbehörde:**  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main