

TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

Datum: 03.12.2018

Votum:		Kaufen
zuvor:		Kaufen
Kursziel (in Euro)		7,00 (zuvor: 7,00)
Kurs (Xetra) (in Euro)		3,34
30.11.2018	17:36 Uhr	
Kurspotenzial		110%

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

Profiteur vom Wachstum der GEG - Erstmalige Dividendenzahlung

- Das Q3-Nettoergebnis vor Abzug der Minderheiten von 1,0 (H1 2018: 1,5) Mio. Euro zeigt u.E. die erneut gute Entwicklung der wichtigsten Beteiligung GEG. So hat GEG im September den Garden Tower in Frankfurt erworben und hierdurch hohe Fees generiert. Auf Grund des Teilverkaufs des Global Towers an HANSAINVEST erwarten wir bei GEG und damit TTL ein starkes Q4 (bestätigte Guidance 2018: Nettoergebnis vor Abzug der Minderheiten von 4,1 (unsere Prognose: 4,2) Mio. Euro).
- Als indirektes Investmentvehikel an GEG (Kooperation mit Singapurs Staatsfonds GIC; starke Gesellschafter wie KKR) dürfte TTL in den nächsten Jahren vom Wachstum des Asset Managers profitieren (AuM 2020e: 5,0 (2017: 2,4) Mrd. Euro). Wir rechnen mit weiteren Zukäufen, die nach der verschobenen Aktienplatzierung über Darlehen, Sach-KEs etc. finanziert werden dürften.
- Unser Kursziel von 7,00 Euro (DCF-, EVA-, Peer Group-Modell) und Kaufen-Votum haben Bestand, zumal angesichts der erstmaligen Dividende von 0,10 Euro je Aktie für 2018. Die jüngsten Kursverluste (1M: -14%) sehen wir als Gewinnmitnahmen.

Aktien Daten	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	21,075
Streubesitz	18,9%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	70,4
∅ Tagesumsatz (Stück)	5.527
52W Hoch	03.07.2018
52W Tief	30.11.2017
	4,90 Euro
	2,14 Euro

Termine	
Q4-Zahlen	15.02.2019
Hauptversammlung	10.05.2019

	Performance	
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	-14,4%	-12,9%
3 Monate	-10,7%	-1,9%
6 Monate	-7,2%	3,9%
12 Monate	55,3%	79,7%

Index-Gewichtung	
Keine Indexzugehörigkeit	



Quelle: TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG; Bloomberg

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Operative Kosten	-0,1	-0,2	-0,4	-1,4	-1,5	-1,6
EBITDA	-0,1	-0,2	-0,4	-0,9	-1,2	-1,2
Bet.-, at-equity Ergeb.	0,0	0,0	1,2	5,7	8,9	11,9
Sonst. Finanzergeb.	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,7	-0,7
EBT	-0,1	-0,2	0,9	4,2	7,1	10,0
Jahresüberschuss	-0,1	-0,2	0,5	3,4	6,0	8,6
Ergebnis je Aktie	-0,02	-0,02	0,05	0,20	0,29	0,41
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,10	0,23	0,33
Finanzanlagen	0,0	4,9	46,2	88,3	92,9	97,8
Eigenkapitalquote	n/a	96,2%	65,9%	61,3%	64,4%	66,5%
Nettofinanzversch.	0,0	0,0	15,1	32,9	32,5	32,3
Net Gearing	0,1	0,0	0,5	0,6	0,5	0,5
Erhaltene Dividenden	0,0	0,0	0,1	0,8	4,3	7,0
CE inkl. Zinsen, Div.*	-	-0,2	0,0	-0,8	2,5	5,1
CE Zins., Div.* / Aktie	-	-0,04	0,00	-0,05	0,12	0,24
CE Zinsen, Div.* Yield	-	-17,3%	0,2%	-1,5%	3,5%	7,2%
KGV	-	-	30,0	16,9	11,7	8,2
KBV	-	-	0,6	1,3	1,2	1,1
Kurs / CE Zinsen, Div.*	-	-	589,1	-68,5	28,2	13,8
Dividendenrendite	-	-	0,0%	3,0%	6,9%	9,9%

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.

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 03.12.18 um 10:00 Uhr
 Erstmalige Weitergabe am 03.12.18 um 10:20 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

Streubesitz: 18,9%

Votum: Kaufen (zuvor: Kaufen)

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

Kurspotenzial: 110%

Kurs (Xetra): 3,34 Euro

vom 30.11.2018 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: 2018: 0,10 Euro; 2019: 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	2018e	2019e	2020e
Umsatzerlöse	0,0	0,0	0,5	0,3	0,3
Sonstige Erträge	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Personalaufwand	0,0	-0,1	-0,9	-1,0	-1,1
Sonstige Aufwendungen	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
EBITDA	-0,2	-0,4	-0,9	-1,2	-1,2
EBIT	-0,2	-0,4	-0,9	-1,2	-1,2
Finanzergebnis	0,0	1,2	5,1	8,3	11,2
Zinserträge/-aufwendungen	0,0	0,0	-0,6	-0,7	-0,7
Beteiligungsergebnis	0,0	0,3	0,6	0,7	0,8
At-equity-Ergebnis	0,0	0,9	5,1	8,2	11,0
EBT	-0,2	0,9	4,2	7,1	10,0
Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
JÜ vor Abzug Minderheiten	-0,2	0,9	4,2	7,1	10,0
Minderheitenanteile	0,0	-0,3	-0,8	-1,1	-1,4
Jahresüberschuss	-0,2	0,5	3,4	6,0	8,6
Ergebnis je Aktie (in Euro)	-0,02	0,05	0,20	0,29	0,41
Dividende je Aktie (in Euro)	0,00	0,00	0,10	0,23	0,33
Ausschüttungsquote	0,0%	0,0%	50,6%	80,6%	81,1%

Bilanz und Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Finanzanlagen	4,9	46,2	88,3	92,9	97,8
Sonst. Vermögensgegenst.	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Liquide Mittel	0,0	0,6	1,9	0,5	0,5
Sonstiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Bilanzsumme	4,9	47,1	90,5	93,8	98,7
Eigenkapital vor Minderheiten	4,7	23,3	46,9	50,8	54,5
Nicht beherrschende Anteile	0,0	7,8	8,6	9,6	11,1
Eigenkapital	4,7	31,1	55,5	60,4	65,6
Finanzverbindlichkeiten langfr.	0,0	8,4	27,8	26,4	25,0
Finanzverbindlichkeiten kurzfr.	0,0	7,3	7,0	6,6	7,7
Sonstige Verbindlichkeiten	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3
Erhaltene Dividenden	0,0	0,1	0,8	4,3	7,0
CE* inkl. Zinsen, Dividenden	-0,2	0,0	-0,8	2,5	5,1
Capex	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0
Free Cashflow	-0,2	-1,1	-0,9	2,5	5,1
Kapitalerhöhung	0,2	1,5	2,5	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	0,0	0,0	0,0	-2,1	-4,8

GuV Wachstumsraten, Margen sowie Kennzahlen von GEG

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Wachstum EBT	-	- 388,5%	68,4%	41,4%	
Wachstum EpS	-	- 332,4%	44,3%	42,6%	
Operative Kosten	-0,2	-0,4	-1,4	-1,5	-1,6
Zur Information: Kennzahlen der Beteiligung GEG German Estate Group					
AuM (Mio. Euro)	1.687,0	2.367,0	2.978,0	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	2018e	2019e	2020e
Finanzanlagen / Bilanzsumme	99,5%	98,0%	97,5%	99,1%	99,1%
Eigenkapitalquote	96,2%	65,9%	61,3%	64,4%	66,5%
Anlagendeckungsgrad II	96,7%	85,4%	94,3%	93,5%	92,6%
Nettofinanzv. (Mio. Euro)	0,0	15,1	32,9	32,5	32,3
Net Gearing	0,0	0,5	0,6	0,5	0,5
ROI	-6,5%	2,0%	5,0%	6,5%	8,9%
ROE	-6,9%	3,8%	9,8%	12,3%	16,3%
CE* inkl. Zinsen, Div. Yield	-17,3%	0,2%	-1,5%	3,5%	7,2%
Free Cashflow Yield	-	-7,0%	-1,5%	3,5%	7,2%

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 2027e 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	188,8	8,96
EVA-Modell	156,5	7,43
Peer Group-Modell	63,2	3,00
Gewichtung	40%/40%/20%	40%/40%/20%
Gewichteter fairer Wert	150,8	7,15
Kursziel (Euro)		7,00

Bewertungsmultiplikatoren

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Buchwert je Aktie (Euro)	-0,02	0,72	2,20	2,63	2,87
KGV	-	30,0	16,9	11,7	8,2
KBV	-	0,6	1,3	1,2	1,1
Kurs / CE* inkl. Zinsen, Div.	-	589,1	-68,5	28,2	13,8
Dividendenrendite	-	0,0%	3,0%	6,9%	9,9%

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

* CE = Cash Earnings

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Bewertung

Bewertungsfazit: TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

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

- Beteiligung von durchgerechnet 33,9% an der GEG German Estate Group: mittels eines Economic Value Added-Modells, DCF-Modells 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 179,8 (zuvor: 178,1) Mio. Euro. Dabei steht die 33,9%ige Beteiligung an GEG für gemittelt 172,8 (zuvor: 171,3) 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 7,0 (zuvor: 6,8) Mio. Euro bzw. 4% des Enterprise Values. Den gemittelten fairen Wert von TTL kalkulieren wir mit 150,8 (zuvor: 149,1) Mio. Euro bzw. 7,15 (zuvor: 7,07) 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. Beteiligung von HANSAINVEST am Global Tower 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 eine Verdoppelung der AuM auf 5,0 (31.12.17: 2,4) Mrd. Euro erwarten.

Fairer Wert von 7,15 (zuvor: 7,07) Euro je Aktie

TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG Bewertung - Zusammenfassung

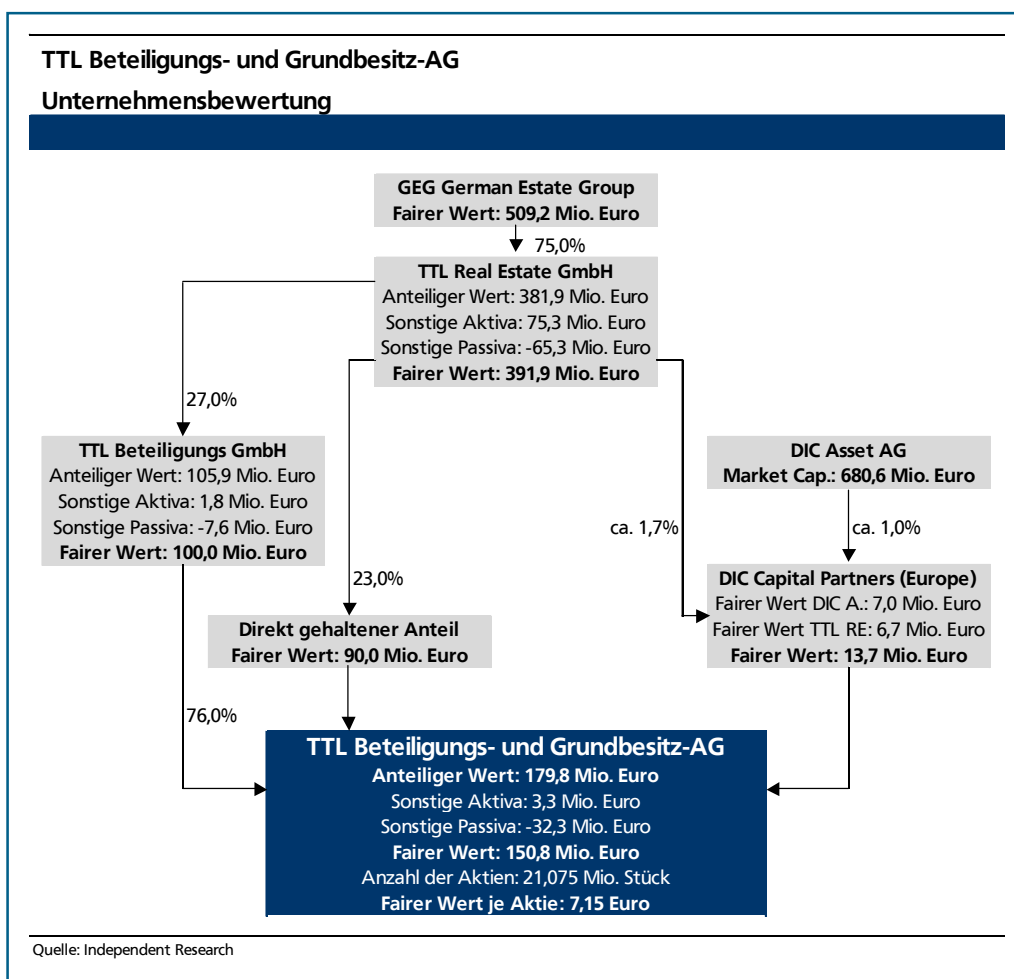
	Fairer Wert (Mio. Euro)	Fairer Wert je Aktie (Euro)	Gewichtung
DCF-Modell	188,8	8,96	40%
EVA-Modell	156,5	7,43	40%
Peer Group-Modell	63,2	3,00	20%
Gewichteter fairer Wert	150,8	7,15	
Kursziel (Euro)			7,00

Quelle: Independent Research

Gemittelter fairer Wert von GEG: 509,2 (zuvor: 504,7) Mio. Euro

Bewertung der GEG German Estate Group: DCF-Modell

Die wichtigste 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, deren KGV-Multiplikatoren zudem breit gestreut sind, u.E. weniger stark ist. Wir ermitteln für GEG einen fairen Wert von 509,2 (zuvor: 504,7) Mio. Euro. Das implizierte KGV 2020e von 17,3 (Patrizia Immobilien: 15,4) zeigt aus unserer Sicht, dass die Bewertung angesichts des deutlich stärkeren Umsatz- und Ertragswachstums bei GEG gerechtfertigt ist.



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

	Fairer Wert (Mio. Euro)	Gewichtung
DCF-Modell	621,3	40,0%
EVA-Modell	526,1	40,0%
Peer Group-Modell	251,0	20,0%
Gewichteter fairer Wert	509,2	

Quelle: Independent Research

WACC von 7,6%

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 2027e 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

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

GEG German Estate Group GmbH & Co. KG

Discounted Cashflow-Modell

Angaben in Mio. Euro	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatzerlöse	24,3	31,7	41,0	45,8	52,7	59,3	65,2	70,1	73,6	75,5
Wachstum Umsatzerlöse	-	30,6%	29,1%	11,8%	15,0%	12,5%	10,0%	7,5%	5,0%	2,5%
Gesamtleistung	36,0	47,0	60,2	67,9	78,0	87,8	96,6	103,8	109,0	111,7
Wachstum Gesamtleistung	-	30,4%	28,1%	12,7%	15,0%	12,5%	10,0%	7,5%	5,0%	2,5%
EBIT-Marge	48,2%	52,9%	56,6%	58,6%	58,8%	59,1%	59,3%	59,5%	59,8%	60,0%
EBIT	17,4	24,8	34,1	39,8	45,9	51,9	57,3	61,8	65,2	67,0
- Ertragssteuern	-5,2	-7,5	-10,2	-11,9	-13,8	-15,6	-17,2	-18,5	-19,5	-20,1
+ Abschreibungen	1,5	1,7	1,9	1,9	2,2	2,5	2,7	2,9	3,1	3,1
+/- 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
Operativer Brutto Cash Flow	13,7	19,1	25,7	29,7	34,3	38,8	42,8	46,2	48,7	50,1
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-1,8	-2,2	-2,8	-1,5	-2,1	-2,0	-1,8	-1,5	-1,1	-0,6
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-0,7	-1,3	-1,7	-1,9	-2,2	-2,5	-2,7	-2,9	-3,1	-3,1
Free Cash Flow	11,2	15,5	21,2	26,4	30,0	34,3	38,3	41,8	44,5	46,4
Barwerte	11,1	14,3	18,2	20,9	22,1	23,4	24,2	24,5	24,2	23,3
Summe Barwerte	206,1	in % des Gesamtwerts: 68%								
Terminalwert	428,4	Modell-Parameter:								
Wert des operativen Geschäfts	634,4	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%								
Marktwert Eigenkapital	621,3	Zins EK: 8,4% Zins FK: 4,2%								
		Wachst. ew. Rente: 2,0% WACC: 7,6% Datum: 03.12.18								

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse (in Euro)

	Wachstum ewige Rente	Diskontierungszinssatz (WACC)			
		7,1%	7,6%	8,1%	8,6%
1,5%	644,4	584,1	533,1	489,3	
2,0%	690,9	621,3	563,4	514,3	
2,5%	747,6	666,0	599,2	543,5	
3,0%	818,2	720,4	642,0	577,8	

Quelle: Independent Research

Optimierung der Kapitalstruktur bei GEG würde fairen Wert steigern

Fairer Wert von GEG laut DCF-Modell: 621,3 (zuvor: 612,5) Mio. Euro

von 0,3 bis 0,9 ermittelt. Wir sind hier etwas konservativer, wengleich sich GEG als Asset Manager u.E. durch stabile und wiederkehrende Fees auszeichnet. Zum anderen haben wir bei der langfristigen Zielkapitalstruktur auf Grund der moderaten Finanzverschuldung eine 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 zum 31.12.17 von Patrizia Immobilien: 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 621,3 (zuvor: 612,5) Mio. Euro.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

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

Angaben in Mio. Euro	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatzerlöse	24,3	31,7	41,0	45,8	52,7	59,3	65,2	70,1	73,6	75,5
Wachstum Umsatzerlöse	-	30,6%	29,1%	11,8%	15,0%	12,5%	10,0%	7,5%	5,0%	2,5%
Gesamtleistung	36,0	47,0	60,2	67,9	78,0	87,8	96,6	103,8	109,0	111,7
Wachstum Gesamtleistung	-	30,4%	28,1%	12,7%	15,0%	12,5%	10,0%	7,5%	5,0%	2,5%
AuM Jahresende	2.978	3.903	5.028	6.253	7.559	8.874	10.110	11.165	11.943	12.358
Wachstum AuM	-	31,1%	28,8%	24,4%	20,9%	17,4%	13,9%	10,4%	7,0%	3,5%
Capital Employed Jahresanfang	57,1	68,8	83,5	98,9	113,8	127,2	138,2	145,6	152,8	158,5
In % der AuM Jahresanfang	2,4%	2,3%	2,1%	2,0%	1,8%	1,7%	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%
Veränderung des Capital Employed	11,8	14,6	15,5	14,9	13,4	10,9	7,4	7,2	5,7	3,9
Capital Employed Jahresende	68,8	83,5	98,9	113,8	127,2	138,2	145,6	152,8	158,5	162,4
In % der AuM Jahresende	2,3%	2,1%	2,0%	1,8%	1,7%	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
EBIT	17,4	24,8	34,1	39,8	45,9	51,9	57,3	61,8	65,2	67,0
EBIT-Marge	48,2%	52,9%	56,6%	58,6%	58,8%	59,1%	59,3%	59,5%	59,8%	60,0%
Ertragssteuern	-5,2	-7,5	-10,2	-11,9	-13,8	-15,6	-17,2	-18,5	-19,5	-20,1
NOPAT	12,2	17,4	23,9	27,8	32,1	36,3	40,1	43,3	45,6	46,9
ROCE (Basis: durchschn. Capital Employed)	19,3%	22,8%	26,2%	26,2%	26,7%	27,4%	28,3%	29,0%	29,3%	29,3%
WACC	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Excess Return	11,8%	15,3%	18,6%	18,6%	19,1%	19,8%	20,7%	21,4%	21,7%	21,7%
NOPAT	12,2	17,4	23,9	27,8	32,1	36,3	40,1	43,3	45,6	46,9
Absolute Kapitalkosten	-4,3	-5,2	-6,3	-7,5	-8,6	-9,6	-10,4	-11,0	-11,5	-12,0
EVA	7,8	12,2	17,6	20,4	23,5	26,7	29,6	32,3	34,1	34,9
Barwerte	7,8	11,2	15,0	16,1	17,3	18,2	18,7	18,9	18,5	17,6
Summe Barwerte	159,4	in % des Gesamtwerts: 67%								
Terminalwert	322,8	Modell-Parameter:								
Zwischensumme	482,1									
+ Capital Employed aktuell	57,1	Langfristige Bilanzstruktur:		Eigenkapital:	80%	Fremdkapital:		20%		
+ Liquide Mittel aktuell	5,6	Risikofreie Rendite:		3,0%	Beta:	1,1	Risikoprämie FK:		3,0%	
- Finanzverschuldung	-18,7				Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:		30,0%	
Marktwert Eigenkapital	526,1	Wachst. ew. Rente:		2,0%	WACC:	7,6%	Datum:		03.12.18	
		Zins EK:		8,4%	Zins FK:		4,2%			

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse (in Euro)

Wachstum ewige Rente	Diskontierungszinssatz (WACC)				
	1,5%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%
1,5%	543,6	498,1	459,5	426,5	
2,0%	578,6	526,1	482,4	445,3	
2,5%	621,3	559,8	509,3	467,3	
3,0%	674,6	600,8	541,6	493,1	

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 2018e

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

GEG German Estate Group GmbH & Co. KG			
Peer Group - Analyse			
	2018e	KGV 2019e	2020e
Corestate	6,4	5,9	5,5
Patrizia Immobilien	18,5	16,9	15,4
Median	12,5	11,4	10,5
Standardabweichung	8,6	7,8	7,0
Angaben in Mio. Euro			
	2018e	Nettoergebnis 2019e	2020e
GEG	15,7	21,9	29,4
Fairer Wert	195,2	249,8	308,0
Durchschnittswert		251,0	
Gewichtung		100,0%	
Gewichteter fairer Wert		251,0	

Quelle: Independent Research; Bloomberg Schlusskurse vom 30.11.18

Fairer Wert von GEG laut EVA-Modell: 526,1 (zuvor: 519,4) Mio. Euro

Fairer Wert von GEG laut Peer Group-Analyse: 251,0 (zuvor: 259,8) Mio. Euro

Fairer Wert der DIC Asset AG: 7,0 (zuvor: 6,8) Mio. Euro

bis 2027e ermitteln wir u.E. attraktive Excess Returns von 12% bis 22% bzw. deutlich positive Economic Value Added (EVA). Auf Basis der abgezinnten EVA kalkulieren wir für GEG einen fairen Marktwert des Eigenkapitals von 526,1 (zuvor: 519,4) Mio. Euro.

Bewertung der GEG German Estate Group: Peer Group-Analyse

Auf Grund der Ertragsstruktur mit zu einem wesentlichen Teil wiederkehrenden Fees aus den verwalteten AuM verfolgt GEG u.E. ein ähnliches Geschäftsmodell wie Corestate und Patrizia Immobilien. Eine detailliertere Analyse zeigt, dass GEG mit einem erwarteten CAGR 2018e bis 2020e bei der Gesamtleistung von 29% (Peer Group-Median: 3%) und beim EBITDA von 38% (Peer Group-Median: 9%) 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 251,0 (zuvor: 259,8) Mio. Euro. Der im Vergleich zum DCF- und EVA-Modell niedrigere faire Wert reflektiert die kurzfristigere Ausrichtung der Peer Group-Analyse auf die Jahre 2018e bis 2020e.

Bewertung der Anteile an der DIC Asset AG

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 680,6 (zuvor: 662,2) Mio. Euro ermitteln wir für diesen Anteil einen fairen Marktwert des Eigenkapitals von 7,0 (zuvor: 6,8) Mio. Euro. Eine separate Bewertung des 22%igen Anteils der DIC Asset AG (direkt und über Finanzinstrumente) an TLG Immobilien ist nicht zielführend, da der Wert dieser Beteiligung bereits in der Börsenbewertung der DIC Asset AG berücksichtigt ist.

Finanz-, Bilanz- und Ergebnisanalyse

Ergebnisanalyse

TTL nach 9M 2018 u.E. auf gutem Weg zum Erreichen der Guidance

Nettoergebnis in Q3 2018:
1,0 (H1 2018: 1,5) Mio. Euro

TTL hat in Q3 2018 mit einem Nettoergebnis vor Abzug der Minderheiten von 1,0 (H1 2018: 1,5) Mio. Euro u.E. sichtbar von der guten Entwicklung der wichtigsten Beteiligung GEG German Estate Group (durchgerechneter Anteil: 33,9%) profitiert. So hat GEG im September den Garden Tower im Frankfurter Bankenviertel erworben (Investitionsvolumen: 275 Mio. Euro) und hierdurch erhebliche Fees generiert. Dies spiegelt sich im Beteiligungs- und at-equity-Ergebnis von 1,2 (H1 2018: 2,6) Mio. Euro wider. Die schlanke Struktur von TTL zeigt sich in den operativen Kosten von 0,3 (H1 2018: 0,8) Mio. Euro. Auch das Zinsergebnis fiel auf Grund der vorzeitigen Wandlung der Wandelanleihe 2017/22 (Volumen: 9,0 Mio. Euro) mit $\pm 0,0$ (H1 2018: -0,6) Mio. Euro besser aus. Die bestätigte Guidance für 2018 (Nettoergebnis vor Abzug der Minderheiten: 4,1 (unsere Prognose: 4,2) Mio. Euro) halten wir für valide. So hat GEG im Oktober für die Projektentwicklung des Global Towers im Frankfurter Bankenviertel (Investitionsvolumen: ca. 340 Mio. Euro; geplante Fertigstellung im Spätsommer 2020) die HANSAINVEST Real Assets als Partner gewonnen (Anteil: 50%). Hieraus sollte GEG in Q4 2018 signifikante Fees generieren. Zudem dürfte GEG erste Fees aus der Kooperation mit dem Singapurischer Staatsfonds GIC vereinnahmen (Kauf des Börsencenters in der Frankfurter Schillerstraße; laut Thomas Daily für ca. 50 Mio. Euro).

Teilverkauf des Global Tower-Projekts verspricht u.E. erheblichen Ergebnisbeitrag in Q4 2018e

GEG: Verdopplung der AuM durch Landmark-Projekte und starke Partner

AuM von 5,0 (31.12.17: 2,4) Mrd. Euro bis 2020e

Als Treiber bei TTL sehen wir unverändert die wichtigste Beteiligung GEG, die at-equity in das Zahlenwerk von TTL einfließt. Wir erwarten bei GEG bis Ende 2020e eine Verdopplung der AuM auf 5,0 (31.12.17: 2,4) Mrd. Euro. Hintergrund sind konkret in der Entwicklung befindliche Landmark-Projekte wie die Revitalisierung bzw. der Neubau des Projekts Pasing Central (geplante

TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG					
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung					
Angaben in Mio. Euro	H1 2018	Q3 2018	9M 2018	Q4 2018e	2018e
	Ist	Ist	Ist	IR-Prognose	IR-Prognose
Umsatzerlöse	0,3	0,2	0,5	0,0	0,5
Operative Kosten	-0,8	-0,3	-1,0	-0,4	-1,4
Finanzergebnis	2,0	1,1	3,1	2,0	5,1
Zinserträge/-aufwendungen	-0,6	0,0	-0,6	0,0	-0,6
Beteiligungs-/at-equity-Ergebnis	2,6	1,2	3,7	2,0	5,7
Jahresüberschuss vor Abzug der Minderheiten	1,5	1,0	2,5	1,7	4,2
Minderheitenanteile (an TTL Bet.* und damit an GEG)	-0,4	-	-	-	-0,8
Jahresüberschuss	1,1	-	-	-	3,4
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	15,446	-	-	-	17,406
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,07	-	-	-	0,20
Eigenkapital zum Periodenende	44,8	53,8	53,8	55,5	55,5
Verbindlichkeiten	33,5	34,3	34,3	35,1	35,1
Bilanzsumme zum Periodenende	78,3	88,1	88,1	90,5	90,5
Eigenkapitalquote zum Periodenende	57,3%	61,1%	61,1%	61,3%	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

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

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatzerlöse	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,3
Operative Kosten	-0,1	-0,2	-0,4	-1,4	-1,5	-1,6
EBITDA	-0,1	-0,2	-0,4	-0,9	-1,2	-1,2
Finanzergebnis	0,0	0,0	1,2	5,1	8,3	11,2
Zinserträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,7	-0,7
Beteiligungsergebnis DIC Capital Partners (Europe)	0,0	0,0	0,3	0,6	0,7	0,8
At-equity-Ergebnis GEG German Estate Group	0,0	0,0	0,9	5,1	8,2	11,0
EBT	-0,1	-0,2	0,9	4,2	7,1	10,0
Minderheitenanteile (an TTL Bet.* und damit an GEG)	0,0	0,0	-0,3	-0,8	-1,1	-1,4
Jahresüberschuss	-0,1	-0,2	0,5	3,4	6,0	8,6
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	6,550	6,588	11,494	17,406	21,075	21,075
Ergebnis je Aktie (in Euro)	-0,02	-0,02	0,05	0,20	0,29	0,41

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

* TTL Beteiligungs GmbH

Konkrete Landmark-Projekte in der Umsetzung

Fertigstellung: Mitte 2020; AuM: 85 Mio. Euro) oder die Umwidmung des Riverpark Towers am revitalisierten Westhafen in Frankfurt (geplante Fertigstellung: 2021; AuM: 220 Mio. Euro). Als Wachstumsimpuls für GEG und damit TTL sehen wir auch die Akquisition eines Individualmandats für den Aufbau eines Büroimmobilienportfolios für den Singapurische Staatsfonds GIC. Nach eigenen Angaben verfügt GIC über AuM von mehr als 100 Mrd. USD. Allein ca. 7% der

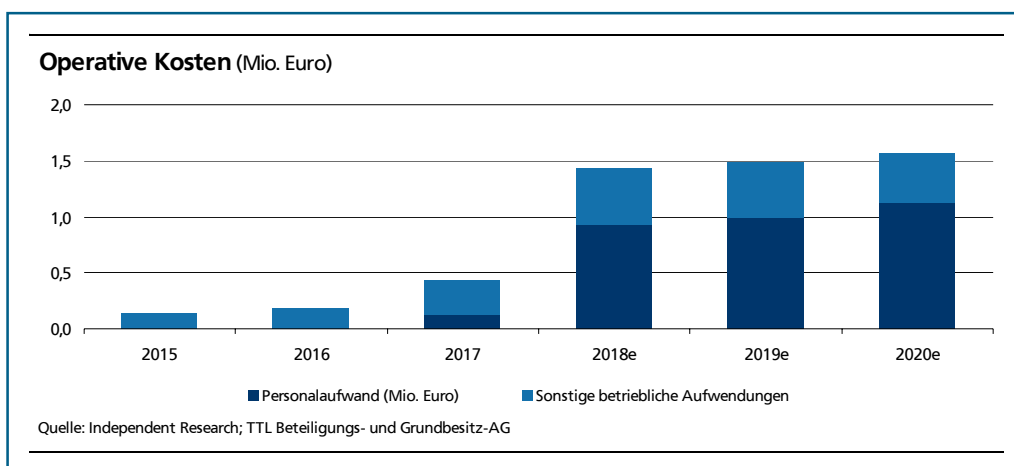
GEG German Estate Group GmbH & Co. KG
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017*	2018e	2019e	2020e
Assets under Management	700,0	1.687,0	2.367,0	2.978,0	3.903,0	5.028,0
Umsatzerlöse	10,2	8,1	14,7	24,3	31,7	41,0
In % der durchschnittlichen AuM	-	0,7%	0,7%	0,9%	0,9%	0,9%
Development Fees	-	-	6,4	2,2	7,2	9,6
Acquisition/Financing/ Other Institutional Business Fees	-	-	3,3	14,9	14,5	17,5
Asset/Property Management Fees	-	-	3,6	5,7	8,3	12,0
Disposition Fees	-	-	1,3	1,5	1,8	2,0
Sonstige betriebliche Erträge	2,7	10,6	10,5	11,7	15,3	19,2
Gesamtleistung	12,9	18,8	25,1	36,0	47,0	60,2
In % der durchschnittlichen AuM	-	1,6%	1,2%	1,3%	1,4%	1,3%
EBITDA	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	2,9	5,7	10,8	15,7	21,9	29,4
Dividende	2,8	5,6	10,5	15,3	21,3	28,7
Ausschüttungsquote	97,5%	97,0%	97,5%	97,5%	97,5%	97,5%
Jahresüberschuss	2,9	5,7	10,8	15,7	21,9	29,4
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%
Ergebnisanteil TTL (TTL Bet.** voll konsolidiert)	-	-	-	5,9	8,2	11,0
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



Kooperation mit Singapurs Staatsfonds GIC u.E. "Game Changer" für GEG

AuM bzw. rd. 7 Mrd. USD sind in Immobilien investiert. Darüber hinaus dürften die finanzstarken GEG-Anteilseigner Deutsche Immobilien Chance-Gruppe und KKR das Wachstum der AuM forcieren. Infolge der verdoppelten AuM dürfte GEG bis 2020e die Gesamtleistung auf 60,2 (2018e: 36,0) Mio. Euro und der Jahresüberschuss auf 29,4 (2018e: 15,7) Mio. Euro zulegen.

Mehr als Verdoppelung des Nettoergebnisses bis 2020e erwartet

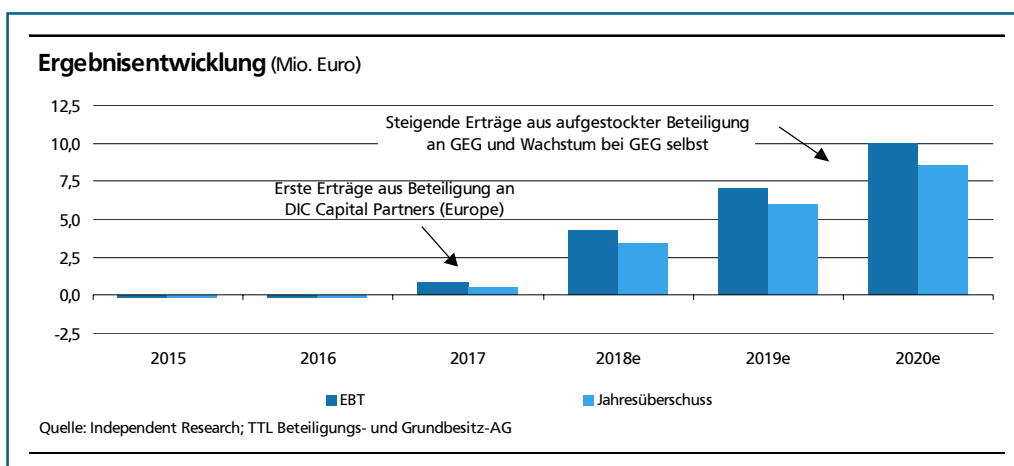
TTL dank überschaubarer operativer Kosten mit Ergebnissprung

Auf Ebene von TTL spiegelt sich der Ergebniszuwachs bei GEG im Sprung des at-equity-Ergebnisses bis 2020e auf 11,0 (2018e: 5,1) Mio. Euro wider. Als Holding ist TTL schlank aufgestellt. Daher dürften die operativen Kosten 2018e bis 2020e mit 1,4 Mio. Euro bis 1,6 Mio. Euro überschaubar bleiben. Im Einklang mit der Ergebnisentwicklung bei der Beteiligung GEG erwarten wir 2020e einen Jahresüberschuss nach Abzug der Minderheiten von 8,6 (2018e: 3,4) Mio. Euro.

Dividendenrendite 2018e von 3%

Erstmalige Dividendenzahlung für das Geschäftsjahr 2018 angekündigt

TTL hat für 2018 erstmals die Zahlung einer Dividende von 0,10 Euro je Aktie und für 2019 von 0,20 Euro bis 0,25 Euro je Aktie angekündigt. Damit dürften die Aktionäre am Unternehmenserfolg früher als erwartet partizipieren - mit einer Ausschüttungsquote von 50% bis 80% bzw. einer Dividendenrendite auf Basis des aktuellen Aktienkurses von knapp 3% bis 10%. Wir erwarten nun ein DpS von 0,10 Euro (2018e) bis 0,33 Euro (2020e; zuvor: jeweils 0,00 Euro).



Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Finanzanalyse

Eigenkapitalquote komfortabel bei über 60%

Weiterer Aufbau des Eigenkapitals und Beteiligungsportfolios in 9M 2018

Durch Bar- und Sachkapitalerhöhungen (Volumen in 9M 2018: 12,1 Mio. Euro), die vorzeitige Wandlung der Wandelanleihe 2017/22 (Volumen: 9,0 Mio. Euro) und den erzielten Nettogewinn hat TTL das Eigenkapital zum 30.09.18 auf 53,8 (31.12.17: 31,1) Mio. Euro erhöht (EK-Quote: 61%). Das Fremdkapital ist hingegen zum 30.09.18 auf 34,3 (31.12.17: 16,1) Mio. Euro gestiegen, da TTL den indirekten Erwerb weiterer Anteile an GEG zum Teil fremdfinanziert hat. Dies ist u.E. angesichts des überschaubaren Net Gearings von 0,5 bis 0,6 valide.

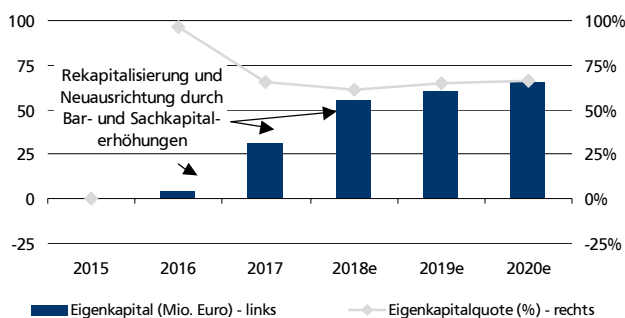
Positiver Cashflow ab 2019e

Dividendeneinnahmen von GEG ermöglichen Dividendenausschüttungen durch TTL

Wir erwarten weiterhin, dass GEG fast ihren kompletten Jahresüberschuss ausschüttet. Daher prognostizieren wir für TTL Zuflüsse aus erhaltenen Dividenden von 0,8 Mio. Euro (2018e) bis 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. Trotz der auf Grund des herausfordernden Marktumfelds verschobenen Kapitalerhöhung bzw. Aktienplatzierung dürfte TTL u.E. weitere Akquisitionen anvisieren. Da die finanziellen Ressourcen in der AG limitiert sind (GEG ist nicht voll konsolidiert; vereinnahmte Dividenden werden zum Teil ausgeschüttet), gehen wir davon aus, dass TTL weitere Zukäufe wie bisher über Gesellschafterdarlehen oder Sacheinlagen finanziert.

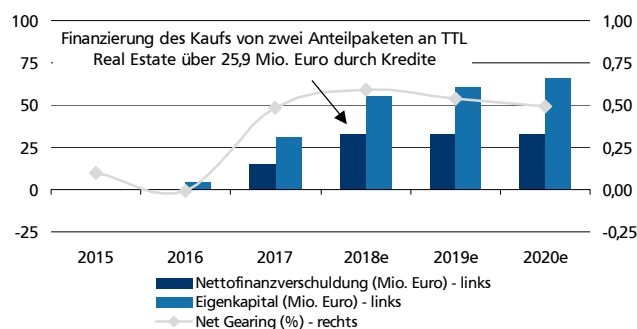
Finanzierung weiterer Zukäufe u.E. vorwiegend über Gesellschafterdarlehen und Sachkapitalerhöhungen

Eigenkapital und Eigenkapitalquote



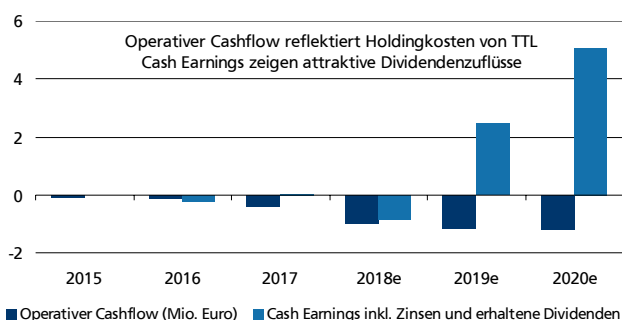
Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

Entwicklung der Nettofinanzverschuldung



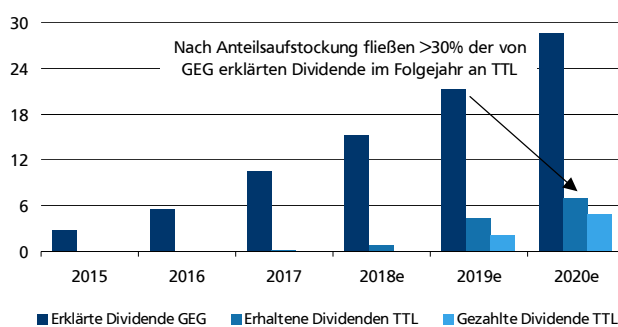
Quelle: Independent Research; TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

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

TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatzerlöse	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,3
Materialaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rohertrag	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Personalaufwand	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-1,0	-1,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
EBITDA	-0,1	-0,2	-0,4	-0,9	-1,2	-1,2
Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,1	-0,2	-0,4	-0,9	-1,2	-1,2
Finanzergebnis	0,0	0,0	1,2	5,1	8,3	11,2
Zinserträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,7	-0,7
Beteiligungsergebnis	0,0	0,0	0,3	0,6	0,7	0,8
At-equity-Ergebnis	0,0	0,0	0,9	5,1	8,2	11,0
EBT	-0,1	-0,2	0,9	4,2	7,1	10,0
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Abzug der Minderheiten	-0,1	-0,2	0,9	4,2	7,1	10,0
Minderheitenanteile	0,0	0,0	-0,3	-0,8	-1,1	-1,4
Jahresüberschuss	-0,1	-0,2	0,5	3,4	6,0	8,6
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	6,550	6,588	11,494	17,406	21,075	21,075
Ergebnis je Aktie (in Euro)	-0,02	-0,02	0,05	0,20	0,29	0,41
Dividende je Aktie (in Euro)	0,00	0,00	0,00	0,10	0,23	0,33
Ausschüttungsquote	0,0%	0,0%	0,0%	50,6%	80,6%	81,1%

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

TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

Bilanz

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018e	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	88,3	92,9	97,8
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
Anlagevermögen	0,0	4,9	46,2	88,3	92,9	97,8
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	0,3	0,3	0,3
Ertragssteueransprüche	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	0,0	0,0	0,6	1,9	0,5	0,5
Umlaufvermögen	0,0	0,0	0,9	2,2	0,9	0,8
Bilanzsumme	0,0	4,9	47,1	90,5	93,8	98,7
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	49,0	49,0	49,0
Verlust-/Gewinnvortrag	-26,0	-26,2	-26,6	-23,2	-19,3	-15,6
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	9,6	11,1
Eigenkapital	-0,1	4,7	31,1	55,5	60,4	65,6
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	8,4	27,8	26,4	25,0
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
Langfristige Verbindlichkeiten und Rückstellungen	0,0	0,0	8,4	27,8	26,4	25,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	7,3	7,0	6,6	7,7
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	0,1	0,1	0,1
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Rückstellungen	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2
Ertragssteuerverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten und Rückstellungen	0,1	0,2	7,7	7,3	6,9	8,0
Bilanzsumme	0,0	4,9	47,1	90,5	93,8	98,7

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

TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG**Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)**

	2015	2016	2017	2018e	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%	97,5%	99,1%	99,1%
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%
Anlagevermögen	-	99,5%	98,0%	97,5%	99,1%	99,1%
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%	0,4%	0,4%	0,3%
Ertragssteueransprüche	-	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	-	0,4%	1,3%	2,1%	0,5%	0,5%
Umlaufvermögen	-	0,5%	2,0%	2,5%	0,9%	0,9%
Bilanzsumme	-	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gezeichnetes Kapital	-	133,6%	30,0%	23,3%	22,5%	21,4%
Zur Durchführung beschlossener KE geleistete Einlage	-	25,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitalrücklage	-	471,4%	75,9%	54,1%	52,3%	49,7%
Verlust-/Gewinnvortrag	-	-534,2%	-56,5%	-25,6%	-20,6%	-15,8%
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%	9,5%	10,3%	11,2%
Eigenkapital	-	96,2%	65,9%	61,3%	64,4%	66,5%
Pensionsrückstellungen	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	-	0,0%	17,8%	30,7%	28,2%	25,4%
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%
Langfristige Verbindlichkeiten und Rückstellungen	-	0,0%	17,8%	30,7%	28,2%	25,4%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	-	0,0%	15,5%	7,7%	7,0%	7,8%
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%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Rückstellungen	-	1,7%	0,6%	0,2%	0,2%	0,2%
Ertragssteuerverbindlichkeiten	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten und Rückstellungen	-	3,8%	16,3%	8,0%	7,4%	8,1%
Bilanzsumme	-	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
EBT	-0,1	-0,2	0,9	4,2	7,1	10,0
Abschreibungen und Amortisationen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Rückstellungen	0,0	0,0	0,1	-0,1	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	0,0	0,0	0,0
Beteiligungs- und at-equity-Ergebnis	0,0	0,0	-1,2	-5,7	-8,9	-11,9
Veränderung der Vorräte, Forderungen und LuL sonstigen Aktiva	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Veränderung der Verbindlichkeiten LuL und sonstigen Passiva	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen/-erträge	0,0	0,0	0,0	0,6	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	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-0,1	-0,1	-0,4	-1,0	-1,2	-1,2
Veränderungen des Working Capitals	-	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Earnings	-	-0,2	-0,4	-1,0	-1,2	-1,2
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	0,0	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	0,8	4,3	7,0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	0,0	0,0	-0,7	0,8	4,3	7,0
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	-2,1	-4,8
Aufnahme/Tilgung von Finanzverbindlichkeiten und Anleihen	0,1	0,0	0,2	-0,4	-1,8	-0,3
Gezahlte Zinsen	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,7	-0,7
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	0,1	0,2	1,6	1,5	-4,5	-5,8
Wechselkurs- und konsolidierungsbedingte Änderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungswirksame Veränderungen	-0,1	0,0	0,6	1,2	-1,4	0,0
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	0,1	0,0	0,0	0,6	1,9	0,5
Finanzmittelfonds am Ende der Periode	0,0	0,0	0,6	1,9	0,5	0,5
Weitere Kennzahlen						
Cashflow aus Geschäftstätigkeit inkl. Zinsen und erhaltene Dividenden	-0,1	-0,1	0,0	-0,8	2,5	5,1
Cash Earnings inkl. Zinsen und erhaltene Dividenden	-	-0,2	0,0	-0,8	2,5	5,1

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

TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG

Kennzahlen

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Wachstumsanalyse						
Wachstum EBT	-	-	-	388,5%	68,4%	41,4%
Wachstum Nettoergebnis	-	-	-	554,9%	74,7%	42,6%
Wachstum EpS	-	-	-	332,4%	44,3%	42,6%
Kennzahlen TTL und GEG						
TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG						
Operative Kosten (Mio. Euro)	-0,1	-0,2	-0,4	-1,4	-1,5	-1,6
Beteiligungs- und at-equity-Ergebnis (Mio. Euro)	0,0	0,0	1,2	5,7	8,9	11,9
Erhaltene Dividenden (ein Jahr versetzt) (Mio. Euro)	0,0	0,0	0,1	0,8	4,3	7,0
GEG German Estate Group GmbH & Co. KG						
Assets under Management (Mio. Euro)	700,0	1.687,0	2.367,0	2.978,0	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
Renditeanalyse						
ROI	-	-6,5%	2,0%	5,0%	6,5%	8,9%
ROE	-	-6,9%	3,8%	9,8%	12,3%	16,3%
Bilanzanalyse						
Finanzanlagen (Mio. Euro)	0,0	4,9	46,2	88,3	92,9	97,8
Davon nach der Equity-Methode bilanzierte Finanzanlagen	0,0	0,0	40,3	81,9	85,7	89,8
Davon sonstige Beteiligungen	0,0	4,9	5,9	6,5	7,2	8,0
Eigenkapitalquote	n/a	96,2%	65,9%	61,3%	64,4%	66,5%
Anlagendeckungsgrad I	-	96,7%	67,2%	62,8%	65,0%	67,0%
Anlagendeckungsgrad II	-	96,7%	85,4%	94,3%	93,5%	92,6%
Anlagenintensität	0,0%	99,5%	98,0%	97,5%	99,1%	99,1%
Verschuldung						
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	0,0	0,0	15,1	32,9	32,5	32,3
Net Gearing	0,1	0,0	0,5	0,6	0,5	0,5
Cashflow-Analyse						
Cash Earnings (Mio. Euro)	-	-0,2	-0,4	-1,0	-1,2	-1,2
Cash Earnings inkl. Zinserträge/-zahlungen u. erhaltene Dividenden (Mio. Euro)	-	-0,2	0,0	-0,8	2,5	5,1
Free Cashflow (Mio. Euro)	-	-0,2	-1,1	-0,9	2,5	5,1
Cash Earnings je Aktie (Euro)	-	-0,04	-0,03	-0,06	-0,06	-0,06
Cash Earnings inkl. Zinserträge/-zahlungen und erh. Dividenden je Aktie (Euro)	-	-0,04	0,00	-0,05	0,12	0,24
Free Cashflow je Aktie (Euro)	-	-0,04	-0,10	-0,05	0,12	0,24
Cash Earnings Yield	-	-17,3%	-2,4%	-1,7%	-1,7%	-1,7%
Cash Earnings inkl. Zinserträge/-zahlungen und erh. Dividenden Yield	-	-17,3%	0,2%	-1,5%	3,5%	7,2%
Free Cashflow Yield	-	-	-7,0%	-1,5%	3,5%	7,2%
Bewertungsmultiplikatoren						
Buchwert je Aktie (Euro)	-0,02	0,72	2,20	2,63	2,87	3,11
KGV	-	-	30,0	16,9	11,7	8,2
KBV	-	-	0,6	1,3	1,2	1,1
Kurs / Cash Earnings inkl. Zinsen und erhaltene Dividenden	-	-	589,1	-68,5	28,2	13,8
Dividendenrendite	-	-	0,0%	3,0%	6,9%	9,9%

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

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: 03.12.2018 -

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-/Prognosenteil 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 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.

Stand: 03.12.2018

**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