

# **GBC Credit Research (Anno)**

---

**German Real Estate ETP**



**GERMAN REAL ESTATE ETP**

**WICHTIGER HINWEIS:**

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

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

## German Real Estate Capital S.A. <sup>\*5a,11</sup>

### Neue Konditionen sind marktadäquater, umfangreiches Bestands- und Handelsportfolio vorhanden

**Branche:** Finanzierung von Immobilien  
**Fokus:** Wohnimmobilien in Deutschland  
**Gründung:** 2012 (Unternehmensgruppe)

**Mitarbeiter:** 3  
**Firmensitz:** Luxemburg  
**Direktorium:** Gregorie Mure,  
Christian Bühlmann

Die German Real Estate Capital S.A. ist ein Unternehmen der im nordbayerischen Bayreuth beheimateten German Real Estate Immobilien Gruppe. Die exklusive Investment-Zweckgesellschaft verantwortet die Emission des German Real Estate ETP sowie die Veranlagung des Emissionserlöses in Immobilienobjekten mit Schwerpunkt Wohnen. Hervorgegangen ist die Unternehmensgruppe im Jahre 2012 aus einem Family Office und einer Familienstiftung, die schon seit über 30 Jahren ein ertragsorientiertes Wohnimmobilien-Portfolio besitzt und bewirtschaftet. Beraten wird die German Real Estate Capital S.A. durch die ebenfalls in Bayreuth ansässige Sachwert Capital Management GmbH, welche ebenso der Unternehmensgruppe angehört und heute die Kompetenzen des Family Office in sich vereinigt. Das Immobilien-Portfolio, welches u.a. durch das German Real Estate ETP refinanziert ist, umfasst derzeit 24 Projekte, unterteilt in Bestands- und Handelsobjekte. Dabei handelt es sich um markt-gängige und werthaltige Wohnimmobilien mit Schwerpunkt Deutschland.

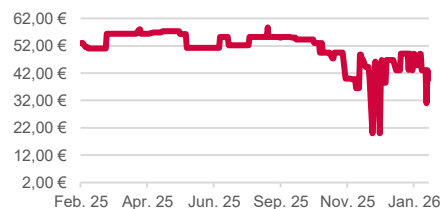
in Mio. €	GJ 2026e	GJ 2027e	GJ 2028e	GJ 2029e
Umsatzerlöse	21,93	39,31	31,18	20,91
davon Mieterlöse	0,83	0,62	0,66	0,67
davon Verkaufserlöse	21,10	38,69	30,52	20,24
EBITDA	5,97	7,77	9,71	9,13
Jahresüberschuss	2,37	3,37	4,94	4,78
EBITDA-Zinsdeckung	2,4	2,7	3,8	4,1
Total Debt/EBITDA	7,1	4,0	2,5	0,9
Risk Bearing Capital	32,7%	43,3%	54,3%	80,2%
FFO/Total Debt	8,2%	15,6%	29,3%	83,0%

### Investment Case

- Die German Real Estate Capital S.A. fungiert als Emittentin der 2018 begebenen Schuldverschreibung; die Mittel wurden über die German Real Estate Immobilien GmbH in Objektgesellschaften mit Fokus auf Wohnimmobilien in B- und C-Lagen in Ost- und Süddeutschland investiert.
- Im Dezember 2024 wurden die Anleihebedingungen im Rahmen einer Gläubigerversammlung angepasst. Kupon auf 5,15 % (bisher: 3,00 %) angehoben, Verschiebung der erstmaligen ordentlichen Kündigungsmöglichkeit auf den 01.02.2028 (18 Monate Kündigungsfrist)
- Das Portfolio umfasst 24 Immobilien, davon 15 Objekte im Handelsportfolio mit geplantem Verkauf bis 2029 (erwarteter Gesamterlös ca. 110,5 Mio. €) sowie neun Bestandsobjekte mit >8.000 qm vermietbarer Fläche und jährlichen Mieteinnahmen von rund 0,7 Mio. €.
- Eine Quasi-Konsolidierung der Objektgesellschaften (2026–2029) zeigt Bonitätskennzahlen, die teils unter, teils über dem Marktmedian vergleichbarer Mittelstandsanleihen liegen; der Anleihekurs von rund 40 % notiert jedoch signifikant unter dem Marktmedian.
- Auf Basis des resultierenden hohen Effektivzinses und einer Regressionsanalyse bewerten wir das German Real Estate ETP als überdurchschnittlich attraktiv.

Rating: überdurchschnittlich attraktiv

### Stammdaten



ISIN	DE000A19XLE6
WKN	A19XLE
Kupon (bis 19.04.25)	3,00 %
Kupon (seit 20.04.25)	5,15 %
Kupon (variabel)	bis zu 10%
Laufzeit	unbegrenzt
Nennwert	10 EUR
Mindestanlage	1.000 EUR
Zinszahlung am	20.April
Börsennotierung	Börse München Börse Frankfurt Börse Berlin Tradegate
Weitere Informationen	<a href="http://www.gre-etp.de">www.gre-etp.de</a>

### Finanztermine

-

### Analysten

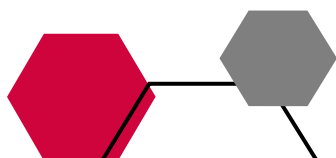
Cosmin Filker ([filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de))  
Marcel Goldmann ([goldmann@gbc-ag.de](mailto:goldmann@gbc-ag.de))

### Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
13.05.24: RS / stark überdurchschnittlich attraktiv  
02.12.22: RS / stark überdurchschnittlich attraktiv  
\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen werden

Fertigstellung: 18.02.2026 (12:55 Uhr)  
Erste Weitergabe: 19.02.2026 (09:30 Uhr)

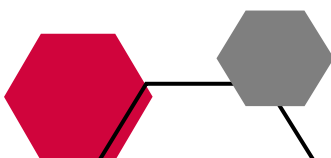
\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 21



## EXECUTIVE SUMMARY

---

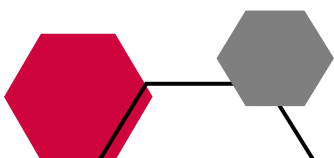
- Die German Real Estate Capital S.A. ist die Emittentin einer im Jahr 2018 begebenen Schuldverschreibung mit einem ausstehenden Volumen von 16,82 Mio. € zum 31.12.2025. Die eingeworbenen Mittel wurden an die German Real Estate Immobilien GmbH weitergeleitet. Diese hat die erhaltenen Mittel wiederum zur Zeichnung von Schuldverschreibungen oder Genussrechten von Objektgesellschaften verwendet. In diesen Objektgesellschaften befinden sich Immobilien, die dem Investitionsfokus „Wohnimmobilien in B- und C-Standorten in Ost- und Süddeutschland“ folgen.
- Die Konditionen des „German Real Estate ETP“ (Exchange Traded Product) wurden im Rahmen einer zweiten Gläubigerversammlung im Dezember 2024 (Annahmequote: > 90 %) angepasst. Neben der Anhebung des Kupons von 3,00 % auf 5,15 % ist insbesondere die Neufassung der Kündigungsrechte hervorzuheben. Demnach ist eine Kündigung erstmals ab dem 01.02.2028 mit einer Kündigungsfrist von 18 Monaten möglich. Bis zur Gläubigerversammlung waren ordentliche Kündigungen erstmals zum 31.12.2024 wirksam. Von diesem Recht hatten die Anleihegläubiger Gebrauch gemacht, das gekündigte Volumen belief sich auf insgesamt 10,80 Mio. €, was zum damaligen Zeitpunkt 64,2 % des ausstehenden Anleihevolumens entsprach. Da geplante Immobilienveräußerungen aufgrund der schwierigen Marktlage nicht wie vorgesehen umgesetzt werden konnten, wurde eine Gläubigerversammlung mit den dargestellten Konditionsänderungen erfolgreich durchgeführt. Insbesondere die Verschiebung des ordentlichen Kündigungszeitpunkts gewährt der Emittentin eine hohe finanzielle Flexibilität.
- In den Objektgesellschaften sind insgesamt 24 Immobilienobjekte enthalten, aufgeteilt in ein Handels- und ein Bestandsportfolio. Im Handelsportfolio sind 15 Projekte enthalten, die planmäßig bis zum Jahr 2029 veräußert werden sollen. Hierbei handelt es sich um eine Mischung aus fertiggestellten Objekten, Neubauprojekten und Denkmalimmobilien, für die eine Sanierung noch aussteht. Nach unseren Informationen dürfte sich der Gesamterlös auf 110,5 Mio. € belaufen, der entsprechend dem geplanten Verkaufszeitpunkt über die nächsten Jahre sukzessive realisiert werden könnte. Das Bestandsportfolio umfasst neun Objekte mit einer vermietbaren Fläche von über 8.000 m<sup>2</sup> und einer jährlichen Miete von nahezu 700.000 €. Bezogen auf die zum Teil gutachterlich ermittelten Verkehrswerte ergibt sich eine Soll-Mietrendite von durchschnittlich 5,1 %.
- Um die Attraktivität des Wertpapiers zu ermitteln, haben wir im Rahmen einer „Quasi-Konsolidierung“ der Objektgesellschaften Prognosen für den Zeitraum 2026–2029 erstellt, womit der Zeitraum bis zur erstmals möglichen Kündigung des ETP abgedeckt ist. Daraus haben wir Bonitätskennzahlen abgeleitet und diese einem Marktvergleich unterzogen. Hierzu haben wir 67 notierte Anleihen mittelständischer Emittenten herangezogen. Die Bonitätskennzahlen der German Real Estate liegen teilweise unterhalb und teilweise oberhalb des Markt-Medians. Der Anleihekurs des German Real Estate ETP liegt jedoch mit 39,8 % deutlich unterhalb des Markt-Medians.
- Unter Einbeziehung der Bonitätskennzahlen zeigt sich, dass das German Real Estate ETP vom Kapitalmarkt überdurchschnittlich stark abgestraft wurde. Demnach wird am Kapitalmarkt nach der Restrukturierung der Anleihe ein höheres Ausfallrisiko eingepreist. Auf Basis des daraus resultierenden Effektivzinses sowie der weitgehend marktgerechten Bonitätskennzahlen stufen wir die Anleihe der German Real Estate als überdurchschnittlich attraktiv ein. Diese Bewertung leiten wir aus einer Regressionsanalyse ab.



## INHALTSVERZEICHNIS

---

Executive Summary .....	3
Bedingungen der Anleihe (ETP) .....	5
Struktur der GRE .....	6
Handels- und Bestandsportfolio .....	7
Handelsportfolio .....	7
Bestandsportfolio .....	10
Markt und Marktumfeld .....	11
Prognosen .....	13
Bewertung .....	16
Bonitätskennzahlen .....	16
Anleihevergleich .....	17
Anhang .....	20



## BEDINGUNGEN DER ANLEIHE (ETP)

---

### German Real Estate S.A.-Schuldverschreibungen

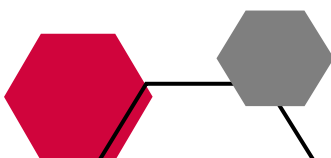
Produktbezeichnung	German Real Estate ETP (Exchange Traded Product)
WKN / ISIN	A19XLE / DE000A19XLE6
Kupon (fest)	3,00 % (bis zum 19.04.2025)
Kupon (fest)	5,15 % (seit dem 20.04.2025)
Kupon (variabel)	bis 10,0 %
Zinszahlung	jährlich am 20.04.
Laufzeit	unbegrenzt
Kündigungsrecht	erstmalig ab dem 01.02.2028 mit einer Kündigungsfrist von 18 Monaten (erstmalig zum 31.12.2029)
Nennwert	10 EUR
Mindestanlage	1.000 EUR
Handel	- Börse München - Börse Frankfurt - Börse Berlin - Tradegate
Weitere Informationen	<a href="http://www.gre-etp.de">www.gre-etp.de</a>

Quelle: German Real Estate Capital S.A.

Im Rahmen der im Dezember 2024 erfolgten Gläubigerversammlung wurde eine Anpassung der Konditionen der erstmalig am 20.04.2018 von der German Real Estate Capital S.A. (GRE) begebenen Schuldverschreibung vereinbart. Ein wesentlicher Bestandteil der angepassten Konditionen ist die Anhebung des Kupons auf 5,15 % (zuvor 3,0 %), wodurch dem veränderten Zinsumfeld stärker Rechnung getragen wird. Zum Zeitpunkt der Erstemission am 20.04.2018 lag der Zinssatz der EZB für Hauptrefinanzierungsgeschäfte bei 0,0 %, sodass der damalige Kupon der Anleihe in Höhe von 3,0 % als attraktiv empfunden wurde. Insbesondere nach dem Ausbruch des Ukraine-Kriegs und der daraus resultierenden Inflation ist der EZB-Zinssatz seit Juli 2022 deutlich angestiegen und beträgt aktuell 2,15 %.

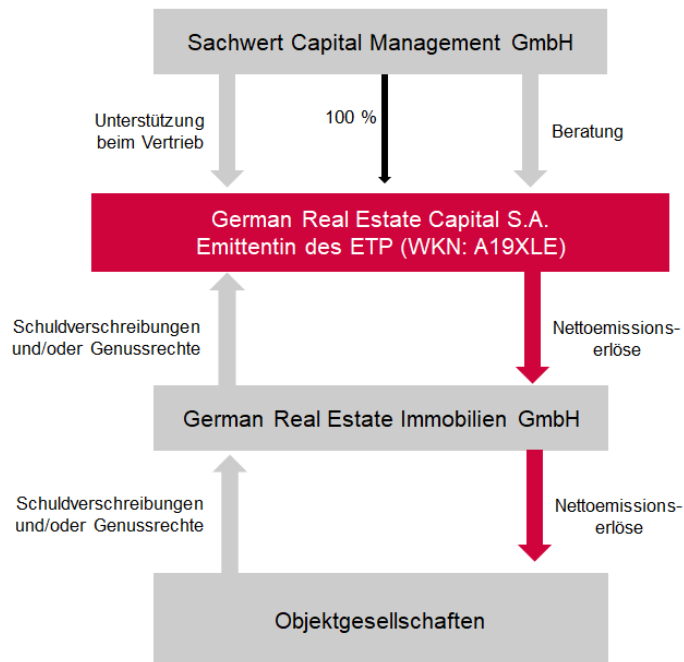
In den Konditionen des German Real Estate ETP ist außerdem eine variable Zinskomponente enthalten, wodurch die Gesamtverzinsung auf bis zu 10 % ansteigen könnte. Grundlage hierfür ist ein positiver Jahresüberschuss der Emittentin. Die Emittentin leitet die aus der Emission des Wertpapiers erlösten Mittel weiter, indem sie Genussrechte oder Schuldverschreibungen der German Real Estate Immobilien GmbH zeichnet (siehe Kapitel „Struktur der GRE“). Diese Mittel werden an die Objektgesellschaften der GRE-Gruppe weitergeleitet. Diese erwerben vornehmlich Wohnimmobilien in B- und C-Standorten in Ost- und Süddeutschland. Ein Jahresüberschuss auf Ebene der Emittentin, der die Grundlage für die variable Zinskomponente darstellt, entsteht, wenn die Zinserträge aus den erworbenen Genussrechten bzw. Schuldverschreibungen die Zinsaufwendungen des emittierten ETP übersteigen.

Ein weiterer Aspekt der veränderten Konditionen ist eine Neufassung der Kündigungsrechte, die eine ordentliche Kündigung seitens der Anleihegläubiger ab dem 01.02.2028 vorsehen. Bei einer Kündigungsfrist von 18 Monaten sind ordentliche Rückzahlungen somit mit Ablauf des 31.12.2029 möglich.



## STRUKTUR DER GRE

---



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

Die Emittentin German Real Estate Capital S.A. (GRE) wurde im Jahr 2017 ausschließlich zum Zweck der Emission von Schuldverschreibungen (Anleihen, ETP) gegründet. Alleingesellschafter der GRE ist die Sachwert Capital Management GmbH, deren Alleingesellschafter wiederum Dr. h. c. Albrecht Spindler ist. Innerhalb dieser Struktur weist die Anleiheemittentin keine weiteren gesellschaftsrechtlichen Verflechtungen auf.

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

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

## HANDELS- UND BESTANDSPORTFOLIO

In den Objektgesellschaften der German Real Estate-Gruppe sind derzeit Objekte enthalten, die entweder dem Handels- oder dem Bestandsportfolio zugeordnet werden.

### Handelsportfolio

Das Handelsportfolio enthält Immobilienprojekte bzw. Objekte, für die eine Verkaufsabsicht vorliegt. Dies gilt unabhängig davon, ob es sich um fertiggestellte Objekte oder um Neubauprojekte handelt.

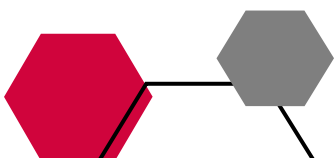
Das Handelsportfolio umfasst derzeit 15 Projekte, die planmäßig bis zum Jahr 2029 veräußert werden sollen. Hierbei handelt es sich um eine Mischung aus bereits fertiggestellten Objekten, die ehemals dem Bestandsportfolio zugeordnet waren und für die ein Kaufinteresse vorliegt, sowie um Neubauprojekte. Auf der anderen Seite enthält das Handelsportfolio auch Neubauprojekte (Beispiele hierfür sind nachfolgend aufgeführt) sowie zum großen Teil denkmalgeschützte Immobilien, die derzeit entweder saniert werden oder für die eine Sanierung noch bevorsteht. Denkmalimmobilien gehen mit umfangreichen Fördermöglichkeiten und Steuervorteilen einher, was sich vertriebsfördernd auswirken sollte. Beispiele hierfür sind die Projekte in Chemnitz (Plattnerstraße und Deulichstraße) sowie das aus drei Bauabschnitten bestehende Großprojekt in Glauchau (Palla).

Die Objekte des Handelsportfolios sollen bis zum Jahr 2029 fertiggestellt und veräußert werden. Nach uns vorliegenden Informationen dürfte sich der Gesamterlös auf insgesamt 110,5 Mio. € belaufen, der entsprechend dem geplanten Verkaufszeitpunkt über die nächsten Jahre sukzessive realisiert werden könnte.

Standort	Art	Fläche in qm	Investitionsvolumen in Mio. €	Geplanter Verkaufszeitpunkt
Görlitz	Bestandsobjekt	154	0,24	2026
Weißenfels (Beuditzstr. 63)	Bestandsobjekt	633	1,98	2026
Chemnitz (Haydnstr. 1)	Bestandsobjekt	601	1,05	2026
Glauchau (Lichtensteiner Str. 30-30b)	Bestandsobjekt	1.939	2,25	2026
Bad Dürrenberg (R.-Breitscheid-S.2)	Bestandsobjekt	401	0,18	2026
Pfeffingen (Römerstr. 14)	Neubau	813	5,62	2027
Oberwill (Buchenstr. 42)	Neubau	700	6,50	2027
Glauchau (Palla) 3. Bauabschnitte	Denkmal	9.300	16,65	2027-2029
Chemnitz (Plattner Str. 3+5)	Denkmal	756	2,08	2026
Chemnitz (Plattner Str. 7+9)	Denkmal	905	3,06	2027
Chemnitz (Deulichstr. 10)	Denkmal	652	2,54	2026
Nürnberg (Sonnengarten)	Neubau	948	4,98	2026
Bayreuth (Lisztstr. 4+6)	Neubau	1.660	8,75	2026/2027
Leipzig (Hirzelstr. 20)	Neubau	1.526	7,68	2026-2027
Jena-Erfurt-Paket	Bestandsobjekt	5.334	14,51	2026-2027

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

Seit unserer letzten Researchstudie vom 14.05.2024 (siehe „Researchstudie Anno“) haben sich insbesondere bei den bestehenden Bestandsprojekten Verschiebungen bei den Verkaufszeitpunkten ergeben. Laut Unternehmensangaben ist dies vor allem eine Folge der zwischenzeitlich deutlich verschlechterten Marktbedingungen, die von einer Verteuerung der Finanzierungskosten sowie einer



gestiegenen wirtschaftlichen und politischen Unsicherheit geprägt waren. Dies hat zu einer Verschiebung geplanter Verkäufe geführt. Dennoch war die Gesellschaft in der Lage, Neubauprojekte erfolgreich abzuschließen und zu veräußern. Dies gilt besonders für die Projekte in Santa Ponsa (Mallorca) und Biel-Benken (Schweiz). Darüber hinaus wurde ein Großteil des Denkmalprojekts „Georgengymnasium“ in Zwickau veräußert.

Bis auf den Weggang der veräußerten Projekte hat sich das Handelsportfolio gegenüber unserer letzten Researchstudie nur wenig verändert. Die wesentliche Änderung liegt bei den erwarteten Veräußerungszeitpunkten, die sich marktbedingt nach hinten verschoben haben. Neu hinzugekommen sind lediglich zwei Neubauprojekte in der Schweiz (Pfeffingen und Oberwill), die bis Ende 2027 fertiggestellt und veräußert werden sollen. Die Gesellschaft berichtet grundsätzlich von einem deutlich aufgehellten Marktumfeld. Dies gilt auch für die lokalen Bauunternehmen, bei denen mittlerweile wieder höhere Kapazitäten und niedrigere Preisniveaus vorherrschen.

### **Neubauprojekt Nürnberg (Sonnengarten)**

Das Nürnberger Projekt in der Sonnengartenstraße wird von der German Real Estate 10 GmbH & Co. KG realisiert. Geplant ist der Bau von neun Eigentumswohnungen mit einer Fläche von 58 m<sup>2</sup> bis 135 m<sup>2</sup> innerhalb einer vierstöckigen Neubau-Wohnanlage. Die Fertigstellung und Objektübergabe an Selbstnutzer bzw. Kapitalanleger soll im Jahr 2026 erfolgen. Nach unseren Informationen belaufen sich die Gesamtkosten auf 4,98 Millionen Euro, die mögliche Rohertragsmarge liegt bei marktüblichen 25 %. Dieses Projekt befindet sich bereits in der Vertriebsphase.



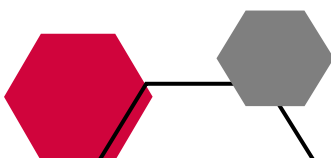
Quelle: German Real Estate Capital S.A.

### **Neubauprojekt Bayreuth (Lisztstraße 4+6)**

Im Rahmen dieses Neubauprojekts entsteht im Jahr 2026 eine exklusive Villa mit zehn Luxusapartements und einer Tiefgarage mit 17 Stellplätzen in unmittelbarer Nähe zum Bayreuther Hofgarten. Aufgrund der exklusiven Ausstattung und der gehobenen Lage liegen die Gesamtkosten bei 8,75 Mio. €, die erwartete Rohertragsmarge liegt knapp unter 25 %. Die Fertigstellung und Objektübergabe sollten nach Angaben der Gesellschaft Mitte 2027 erfolgen. Für dieses Projekt liegt eine Vorverkaufsquote von 56 %.

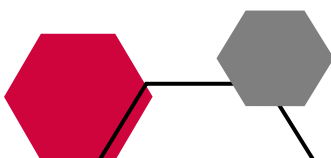


Quelle: German Real Estate Capital S.A.



### Neubauprojekt Leipzig (Hirzelstr. 20)

Bis 2027 entstehen in zentraler Lage Leipzigs 20 neue Wohnungen mit einer Wohnfläche zwischen 45 m<sup>2</sup> und 124 m<sup>2</sup>. Dabei handelt es sich um ein modernes Eckgebäude, dessen Neubau eine Lücke in einer weitgehend homogenen Bebauung schließt. Die Gesamtkosten belaufen sich auf 7,68 Mio. €, die auf den erwarteten Verkaufspreis bezogene Rohmarge liegt bei über 20 %. Auch bei diesem Projekt hat die Vertriebsphase bereits begonnen.



## Bestandsportfolio

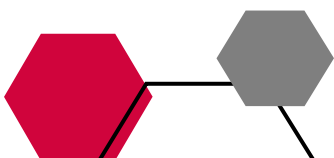
Das Bestandsportfolio der Objektgesellschaften, die Wertpapiere an die German Real Estate Immobilien GmbH emittiert haben, umfasst derzeit neun Objekte und hat sich damit gegenüber unserer letzten Researchstudie (elf Objekte) weiter verkleinert. Die ehemaligen Bestandsobjekte in Glauchau (Gerhard-Hauptmann-Weg und Fritz-Reuter-Straße) wurden im Zuge einer geplanten Portfolioreduktion veräußert. Gleichzeitig sind diese Veräußerungen als Reaktion auf die hohe Nachfrage nach diesen Objekten zu verstehen. Informationen zu den Verkaufspreisen liegen uns nicht vor.

Das nun neun Objekte umfassende Bestandsportfolio weist eine vermietbare Fläche von über 8.000 m<sup>2</sup> auf, die jährliche Soll-Miete beläuft sich auf nahezu 700.000 €. Hinzu kommen die Mieterträge der hier nicht aufgeführten Bestandsobjekte, die dem Handelsportfolio dazugerechnet werden. Bezogen auf die zum Teil gutachterlich ermittelten Verkehrswerte ergibt sich eine Soll-Mietrendite von durchschnittlich 5,1 %. Gegenüber unserer letzten Research-Studie ist dieser Wert unverändert geblieben.

Standort	Einheiten	Fläche in qm	Soll-Miete	Mietrendite*
Treuen (Schillerstr./Marienstr.)	21	1.353	81.661 €	5,1 %
Treuen (Dr. Wilhelm-Külz-Str.)	11	660	34.575 €	4,9 %
Halle (Sonnenblumenweg)	4	487	46.269 €	4,2 %
Chemnitz (Paul-Gerhard-Str.)	7	664	42.242 €	4,6 %
Chemnitz (Lichtenwalderstr.)	10	660	39.452 €	4,5 %
Kulmbach (Feuerwache)	8	1.481	176.838 €	4,7 %
Zwickau (Dürerstr.3)	12	803	60.423 €	6,0 %
Zwickau (Dürerstr. 9)	15	991	69.982 €	5,6 %
Feuerwache Bayreuth	1	1.032	142.468 €	6,3 %
<b>Gesamt</b>	<b>90</b>	<b>8.131</b>	<b>693.910 €</b>	<b>Ø 5,1 %</b>

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

Das Bestandsportfolio umfasst dabei vornehmlich Wohnobjekte, die sich nach regionalem Schwerpunkt in B- und C-Lagen, insbesondere in Sachsen, befinden. Zum 31.12.2025 stehen im Zusammenhang mit dem Bestandsportfolio Bankdarlehen in Höhe von 6,29 Mio. € aus. Ins Verhältnis zum Verkehrswert gesetzt, entspricht dies einem niedrigen LTV von 46,4 %. Derzeit sind im Bestandsportfolio ETP-Mittel in Höhe von 1,65 Mio. € gebunden, die auf Ebene der Objektgesellschaften als Eigenkapital angesehen werden.



## MARKT UND MARKTUMFELD

---

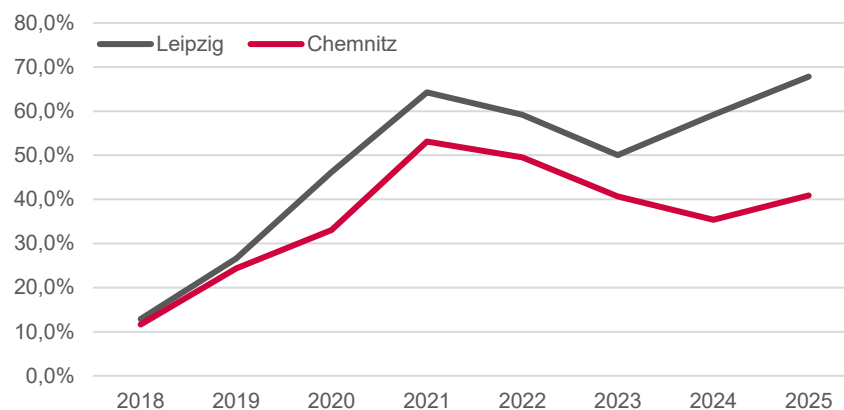
Der regionale Investitionsfokus der GRE liegt auf sogenannten Ober- und Mittelzentren oder auf Kommunen mit mehr als 20.000 Einwohnern. Der überwiegende Teil der in den Objektgesellschaften gehaltenen Immobilien befindet sich im Bundesland Sachsen. Der Fokus liegt hierbei insbesondere auf den Standorten Leipzig, Chemnitz, Glauchau, Treuen, Jena, Erfurt und Zwickau.

In den vergangenen Jahren war der sächsische Wohnungsmarkt von deutlichen strukturellen Verschiebungen geprägt. Die Nachfrage nach Wohnraum, sowohl zur Miete als auch zum Eigentum, blieb in den größeren Städten wie Leipzig und Chemnitz trotz gesamtwirtschaftlicher Unsicherheiten relativ robust, was vor allem dem demografischen und wirtschaftlichen Aufschwung dieser Zentren geschuldet ist. Gleichzeitig hat das Wohnungsangebot nicht in gleichem Maße zugenommen. So ist die Einwohnerzahl in Leipzig im Zeitraum 2021–2025 von 609.869 auf 633.592 um nahezu 4 % bzw. um 23.723 angestiegen, während die Anzahl der Wohnungen im Zeitraum 2021–2024 von 346.327 auf 354.259, also nur um 2,3 %, angestiegen ist. Auch wenn der Betrachtungszeitraum ein Jahr kürzer ist, wird der stärkere Bevölkerungsanstieg sichtbar. Eine ähnliche Tendenz zeigt sich in Chemnitz. Hier wuchs die Bevölkerung zwischen 2021 und 2025 von 243 646 auf 251 069, was einem Anstieg von 3,0 % entspricht. Laut Fortschreibung des Zensus dürfte sich die Anzahl der Wohnungen auch hier vergleichsweise konstant und damit unterhalb des Bevölkerungszuwachses entwickelt haben.

Diese Ungleichgewichte zwischen Nachfrage und Angebot spiegeln sich auch in der Entwicklung der Wohnimmobilienpreise wider. Laut Daten von immowelt.de stiegen die Wohnungspreise (€/qm) in Leipzig zwischen 2017 und 2025 um 67,8 %, in Chemnitz um 40,9 %. Verglichen mit den zehn attraktivsten Städten Deutschlands haben die Immobilienpreise in Leipzig am stärksten zugelegt. Die Preisentwicklung in Chemnitz liegt im Mittelwert der attraktivsten Standorte Deutschlands.

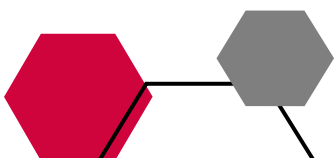
### Entwicklung der Verkaufspreise in Leipzig und Chemnitz

---

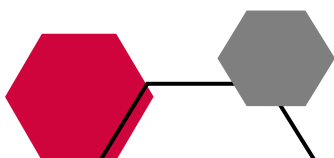


Quelle: immowelt.de; GBC AG

Parallel zu den Preisentwicklungen hat sich auch die Marktdynamik in Bezug auf Transaktionen wieder belebt. Nach Jahren mit rückläufiger Kaufaktivität, die durch hohe Zinsen und eine verhaltene Nachfrage geprägt war, verzeichnet der Sächsische Grundstücksmarktbericht für das Jahr 2024 wieder eine steigende Anzahl von Kaufverträgen. Insgesamt wurden etwa 38.000 Kaufverträge abgeschlossen und ein Geldumsatzvolumen von über 8 Mrd. Euro erzielt. Dies deutet sowohl auf zunehmendes Käuferinteresse als auch auf eine höhere Markttransparenz hin.



Ein großer Teil dieser Transaktionen konzentrierte sich besonders in Dresden und Leipzig, zwei der volkswirtschaftlich stärksten Regionen des Freistaats. Diese Wiederbelebung zeigt, dass der Immobilienmarkt in Sachsen trotz gesamtwirtschaftlicher Herausforderungen und nach einer Phase der Konsolidierung wieder aktiver wird. Allerdings liegt das Transaktionsniveau noch unter den Spitzenwerten der Jahre vor 2022, was auf eine gewisse Zurückhaltung insbesondere bei größeren Investoren und institutionellen Akteuren schließen lässt.



## PROGNOSEN

Aufgrund der vorliegenden Struktur sind die Gläubiger/Zeichner des ETP der German Real Estate Capital S.A. über die German Real Estate Immobilien GmbH und die Objektgesellschaften mittelbar von der Entwicklung der Objektgesellschaften abhängig. Dabei bildet das in den Objektgesellschaften gebündelte aktuelle Bestands- und Handelsportfolio der German Real Estate Gruppe die Grundlage für die Zahlung der fixen und variablen Zinskomponenten an die ETP-Gläubiger.

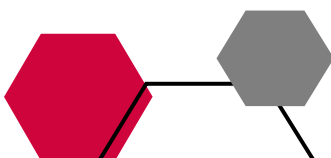
Um das mittelbare Engagement der Anleihegläubiger im Wohnimmobilienbereich realitätsnah abzubilden, haben wir die nachfolgenden Prognosen auf Ebene der Projektgesellschaften, d. h. auf Basis der Mittelverwendung des ETP, formuliert. Dabei unterstellen wir eine Quasikonsolidierung aller Objektgesellschaften und bilden damit die Summe der Umsatz- und Ergebnisbeiträge aus der Immobilienbewirtschaftung, dem Objekthandel sowie dem Neubau und der Sanierung von Wohnungen ab. Letztlich prüfen wir somit die Tragfähigkeit des Geschäftsmodells bzw. des aktuellen Portfolios, insbesondere im Hinblick auf die Erwirtschaftung eines ausreichenden Gewinns zur Bedienung der begebenen Anleihen und Genussrechte. Der Prognosezeitraum umfasst die Periode 2026–2029 und ist damit insbesondere mit Blick auf die erstmals zum 31.12.2029 mögliche Wirksamkeit der Anleihekündigung von wesentlicher Bedeutung. Die in diesem Zeitraum erwirtschafteten Liquiditätszuflüsse der Objektgesellschaften (Veräußerung und Vermietung) sind entscheidend für die Bedienung der von der ETP-Emittentin gezeichneten Wertpapiere.

in Mio. €	2026e	2027e	2028e	2029e
Gesamt-Erträge	21,93	39,31	31,18	20,91
davon Vermietung	0,83	0,62	0,66	0,67
davon Veräußerung	21,10	38,69	30,52	20,24
EBITDA	5,97	7,77	9,71	9,13
Ergebnis nach Steuern	2,37	3,37	4,94	4,78

Quelle: GBC AG; „Quasi-Konsolidierung“

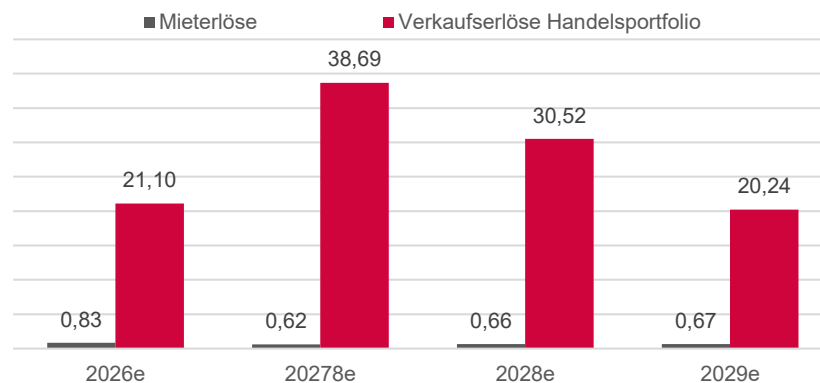
Die Schätzungen der Mieteinnahmen fassen hauptsächlich die Mieterträge der Handelsportfolios unter Berücksichtigung einer aktuellen Leerstandsquote von rund 5 % zusammen. Mit der von uns angenommenen Reduktion des Leerstandes in den kommenden Jahren nähern sich die Mieteinnahmen dabei sukzessive der Soll-Miete an, liegen aber nach unseren Schätzungen noch darunter. In den Mieterträgen sind ebenfalls die Bestandsobjekte des Handelsportfolios enthalten, die dieses Jahr nahezu vollständig veräußert werden sollen. Dies erklärt den Rückgang der Mieterträge im Jahr 2027 gegenüber 2026.

Überwiegend dürften jedoch die sukzessive Veräußerung der Objekte des Handelsportfolios zu den Gesamterträgen beitragen. Hinsichtlich der Verkaufspreise und des Veräußerungszeitpunkts orientieren wir uns an Unternehmensangaben, die wir mit Marktdaten plausibilisiert haben. Bei einzelnen Bauvorhaben gehen wir sogar etwas konservativer vor und unterstellen eine Veräußerung zu einem späteren Zeitpunkt. Das Jahr 2026 sollte vornehmlich von der Veräußerung der Bestandsobjekte sowie der Denkmalobjekte in Chemnitz (Platner Str. 3+5 und Deulicher Str.) geprägt sein. Im Jahr 2027 sollten die Veräußerungserträge zunehmend von Neubauprojekten geprägt sein, bevor wir ab 2028 die erstmalige Veräußerung des Großprojektes in Glauchau (Palla, 1. Bauabschnitt) einkalkulieren. Dieses Projekt dürfte in der Folge hauptverantwortlich für die Veräußerungserlöse im Jahr 2029 sein. Im Gegensatz zu unserem bisherigen Vorgehen beziehen wir in unseren Prognosen keine neuen Projekte ein. Wir rechnen mit dem vollständigen Abbau



des Handelsportfolios bis zum Jahr 2029, was dann auch den Rückgang der Veräußerungserlöse zum Ende unseres Prognosezeitraums zur Folge hat.

#### Zusammensetzung der Gesamterlöse (in Mio. €)

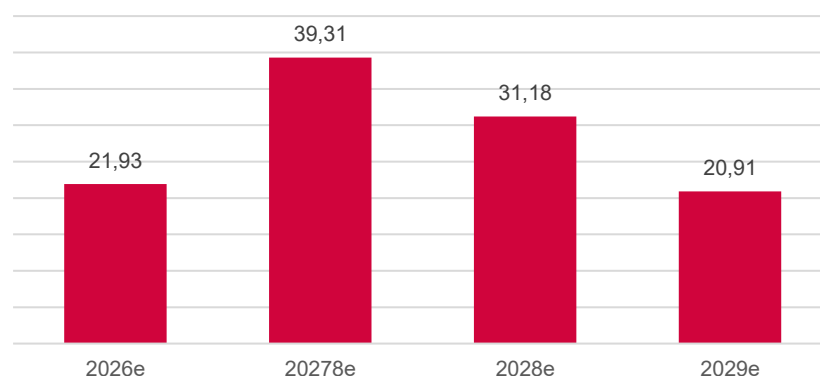


Quelle: GBC AG

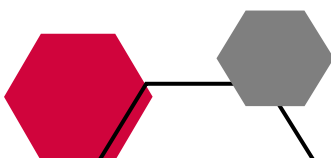
Nach unseren Pro-forma-Schätzungen werden die Gesamtumsätze in den Geschäftsjahren 2026 bis 2027 kontinuierlich ansteigen, bevor sie ab dem Jahr 2028 rückläufig sein werden. Dies ist auf den zu diesem Zeitpunkt mehrheitlichen Verkauf des Handelsportfolios zurückzuführen. In der Realität würde die Gesellschaft die freiwerdenden Mittel aus den dann veräußerten Neuinvestitionen reinvestieren und damit revolvierend neue Projekte akquirieren.

Analog zu den prognostizierten Gesamterlösen gehen wir zunächst von einem starken Ergebnissprung aus, der vornehmlich vom Verkaufsergebnis des Handelsportfolios geprägt sein wird. Bei den Immobilienveräußerungen gehen wir durchschnittlich von einer Rohmarge in Höhe von 29,4 % aus, wobei diese besonders positiv von den Neubau-/Sanierungsprojekten beeinflusst wird. Bei diesen Projekten kalkulieren wir mit einem Rohertrag (Verkaufserlöse abzüglich Materialkosten und Buchwertabgang) in Höhe von 34,1 %. Dies spiegelt die höhere erbrachte Leistung der Objektgesellschaften wider. Bei den bestehenden Objekten erwarten wir eine marktübliche Rohertragsmarge von 23,7 %. Da der überwiegende Teil der Neubau-/Sanierungsprojekte in den Jahren 2028 und 2029 veräußert wird, sollte die höhere Rohertragsmarge die rückläufigen Veräußerungserlöse etwas auffangen. Wir rechnen daher mit einem unterproportionalen Ergebnissrückgang im Jahr 2029.

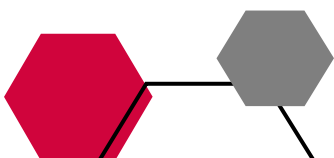
#### Prognostiziertes EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG



Das von uns auf „als ob“-Basis simulierte EBITDA bildet die Grundlage für die Zinszahlungen und ist somit eine zentrale Kennzahl für die ETP-Gläubiger. In unsere Finanzaufwandsprognose haben wir sowohl die Bankfinanzierungen auf Objektebene als auch die ausstehenden Schuldscheindarlehen und das ausstehende ETP-Volumen einbezogen (siehe Bonitätskennzahlen).



## BEWERTUNG

### Bonitätskennzahlen

Kennzahl	2026e	2027e	2028e	2029e	Median	GDV-Grenzwert (Investment-Grade)
EBITDA-Zinsdeckung	2,4	2,7	3,8	4,1	3,8	>3,00
Total Debt/EBITDA	7,1	4,0	2,5	0,9	2,5	< 3,75
Risk Bearing Capital	32,7%	43,3%	54,3%	80,2%	54,3%	> 25%
FFO/Total Debt	8,2%	15,6%	29,3%	83,0%	29,3%	> 15%

Quelle: GBC AG; GDV

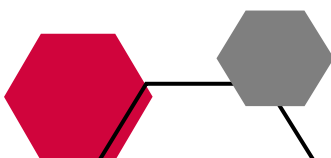
Auch die Ermittlung der Bonitätskennzahlen basiert auf der Vorgehensweise einer „Quasi-Konsolidierung“ der Projektgesellschaften. Bei der Auswahl der Kennzahlen orientieren wir uns unverändert an den Vorgaben des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV), die in der überarbeiteten Ausgabe des Kreditleitfadens für Solvency-II-Versicherer dargestellt werden. Auch die Grenzen für ein Investment Grade haben wir daraus übernommen.

Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad enthält, neben unserer in den Prognosen dargestellten EBITDA-Prognose, Schätzungen zum Zinsaufwand auf Grundlage des emittierten ETP sowie der auf Ebene der Projektgesellschaften aufgenommenen Bankkredite und Schuldscheine. Bis zum ersten möglichen Kündigungszeitpunkt (Jahresende 2029) würde der EBITDA-Zinsdeckungsgrad in der „Quasi-Konsolidierung“ sukzessive zunehmen, da Bankverbindlichkeiten im Zuge von Verkäufen zurückgeführt werden. Ab dem Jahr 2029 würde er sogar in den Investment-Grade-Bereich springen. Im Median liegt der Zinsdeckungsgrad mit 3,8 innerhalb des Ratingbereichs BBB- bis BBB+, also im Investment-Grade-Bereich.

Die gleiche Tendenz zeigt sich beim dynamischen Verschuldungsgrad Total Debt/EBITDA, der ebenfalls vom veräußerungsbedingten Rückgang der zinstragenden Verbindlichkeiten profitiert, während das EBITDA auf hohem Niveau stabil bleibt bzw. ansteigt. Besonders niedrig fällt diese Kennzahl in der letzten Schätzperiode 2029 aus, da zu diesem Zeitpunkt nur noch die Verbindlichkeiten des Bestandsportfolios berücksichtigt werden. Gleichzeitig sind in dieser Periode noch die hohen Erträge aus der letzten Veräußerung des Neubauprojektes Glauchau (Palla) enthalten. Der Median von 2,5 entspricht der Ratingnote A+ bis A-.

Da wir keine Sondererträge bzw. Bewertungserträge annehmen, ist die Bonitätskennzahl FFO/Total Debt quasi als Kehrwert des Total Debt/EBITDA zu verstehen. Auch hier liegt der Median mit 29,3 % deutlich im Investment-Grade-Rating innerhalb der Ratingnote A+ bis A-. Das Risk Bearing Capital, welches in unseren Berechnungen der EK-Quote entspricht, profitiert von der angenommenen Thesaurierung der Nachsteuererträge sowie vom veräußerungsbedingten Rückgang des Fremdkapitals. Mit einem Median von 54,3 % entspricht diese der Ratingnote A+.

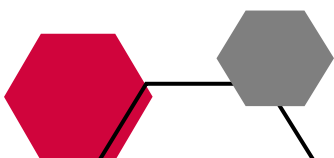
Insgesamt sind die Bonitätskennzahlen unserer Pro-Forma-Prognose auf Basis einer konsolidierten Darstellung der Objektgesellschaften als „sehr gut“ einzustufen, was dem Ratingbereich A- bis A+ entspricht. Damit läge in der „Quasi-Konsolidierung“ unverändert eine gute Bonität vor.



## Anleihevergleich

Die Bewertung des ETP der German Real Estate Capital S.A. erfolgt im Rahmen eines Marktvergleichs. Als Peergroup ziehen wir den Großteil der aktuell notierten Anleihen mittelständischer Emittenten heran.

Wertpapier/Unternehmen	Kupon	Effektivzins	Volumen (in Mio. €)	Laufzeitbeginn	Laufzeitende
Consilium Project Finance GmbH	7,00%	7,12%	10	11.06.2025	11.06.2030
ABO Energy KGaA (2024/2029)	7,75%	95,78%	80	08.05.2024	08.09.2029
BENO Holding AG	5,30%	11,52%	30	22.11.2020	22.11.2027
Bioenergiepark Küste Besitzgesellschaft mbH	7,00%	7,87%	7	15.04.2025	15.04.2030
Chapters Group AG (2025/2030)	7,00%	7,94%	72	08.08.2025	08.08.2030
DEAG AG (2025/2029)	7,75%	7,20%	75	16.10.2025	16.10.2029
Deutsche Rohstoff AG (2023/2028)	7,50%	5,02%	143	27.09.2023	27.09.2028
Deutsche Rohstoff AG (2025/2030)	6,00%	4,71%	50	13.11.2025	13.11.2030
DEWB	8,00%	7,55%	10	15.06.2023	14.06.2028
Eleving Group S.A. (2023/2038)	13,00%	10,47%	90	31.10.2023	31.10.2028
Eleving Group S.A. (2025/2030)	9,50%	8,18%	275	24.10.2025	24.10.2030
EPH Group AG (2023/2030)	10,00%	10,94%	50	24.02.2025	23.02.2032
FCR Immobilien AG (2023/2028)	7,25%	7,59%	60	27.11.2023	27.11.2028
FCR Immobilien AG (2025/2030)	6,25%	6,11%	30	19.02.2025	19.02.2030
Freund & Partner GmbH (2019/2027)	5,25%	3,09%	15	01.12.2019	02.01.2027
Freund & Partner GmbH (2021/2029)	4,50%	4,20%	40	01.12.2021	02.01.2029
Freund & Partner GmbH (2023/2031)	7,00%	4,78%	25	01.12.2023	02.01.2031
Schalke 04 (2025/2030)	6,50%	5,11%	90	26.11.2025	26.11.2030
Global Health Care (2024/2029)	8,50%	10,29%	24	13.12.2024	13.12.2029
Groß & Partner GmbH	10,00%	9,06%	50	17.05.2024	17.05.2028
Henri Broen Construction B.V. (2023/2028)	8,00%	8,45%	8	01.09.2023	01.09.2028
hep global GmbH (2021/2026)	6,50%	91,23%	25	18.05.2021	18.05.2026
hep solar projects GmbH (2023/2028)	8,00%	13,59%	22,7	22.11.2023	22.11.2028
Hertha BSC GmbH & Co. KGaA	6,50%	5,61%	19	08.11.2018	08.11.2028
HMS Bergbau AG	10,00%	9,33%	50	02.06.2025	02.06.2030
Homann Holzwerkstoffe GmbH	7,50%	6,74%	120	02.06.2025	02.06.2032
HÖRMANN Industries GmbH	7,00%	4,11%	50	11.07.2023	11.07.2028
luteCredit Finance S.à.r.l. (2021/2026)	11,00%	9,15%	125	07.10.2021	06.10.2026
luteCredit Finance S.à.r.l. (2025/2030)	12,00%	12,00%	140	06.06.2025	06.12.2030
JES.GREEN Invest GmbH (2021/2026)	5,00%	289,97%	10	15.10.2021	15.10.2026
JES.GREEN Invest GmbH (2023/2028)	7,00%	69,86%	10	17.05.2023	17.05.2028
Jung, DMS & Cie. Pool GmbH	7,00%	4,89%	20	01.11.2023	01.11.2028
Karlsberg Brauerei GmbH	6,00%	3,74%	55	02.05.2024	02.05.2029
Katjes International GmbH & Co. KG	6,75%	5,10%	115	21.09.2023	21.09.2028
Katjesgreenfood GmbH & Co. KG	8,00%	4,47%	38	29.11.2022	29.11.2027
MS Industrie AG	6,25%	7,19%	20	18.10.2022	18.10.2027
DN Deutsche Nachhaltigkeits AG (2024/2029)	10,00%	12,73%	25	23.05.2024	23.05.2029
Neue ZWL GmbH (2021/2026)	6,00%	4,12%	14	15.11.2021	15.11.2026
Neue ZWL GmbH (2022/2027)	7,75%	6,28%	15	14.12.2022	14.12.2027
Neue ZWL GmbH (2023/2028)	9,50%	8,75%	15	15.11.2023	15.11.2028
Neue ZWL GmbH (2024/2029)	9,75%	9,62%	15	07.11.2024	07.11.2029
Neue ZWL GmbH (2025/2030)	9,88%	9,89%	15	21.10.2025	21.10.2030
Photon Energy N.V. (2021/2027)	6,50%	123,20%	80	23.11.2021	22.11.2027
Planethic Group AG	7,50%	25,51%	10	24.02.2020	24.02.2030
PNE AG	5,00%	7,08%	55	23.06.2022	23.06.2027
reconcept Green Bond II	6,25%	5,35%	17,5	25.01.2022	25.01.2028
reconcept Green Bond III 2024/30	6,75%	7,39%	25	30.09.2024	30.09.2030
reconcept Green Global Energy Bond	7,75%	8,94%	25	30.10.2025	30.10.2031
reconcept Solar Bond	6,75%	7,37%	12,5	28.04.2023	28.04.2029
reconcept Solar Bond Deutschland II	6,75%	7,50%	14	18.10.2023	18.10.2029
reconcept Solar Bond Deutschland III	6,50%	7,19%	11	05.05.2025	05.05.2031
SANHA GmbH & Co. KG, Essen (2024/2029)	8,75%	6,46%	20	10.12.2024	10.12.2029
Score Capital AG	8,00%	6,81%	20	12.12.2024	12.12.2027
Semper Idem Underberg AG (2022/2028)	5,50%	3,51%	45	07.10.2022	07.10.2028
Semper Idem Underberg AG (2024/2030)	5,75%	4,13%	35	02.10.2024	02.10.2030
SOWITEC group GmbH	8,00%	58,52%	25	30.03.2023	30.03.2028
StudierendenGesellschaft W/H e.V.	4,25%	4,25%	12	07.10.2022	06.10.2032



SUNfarming GmbH (2022/2027)	5,00%	2,82%	8	14.03.2022	14.03.2027
SV Werder Bremen GmbH & Co. KGaA	5,75%	5,00%	20	28.05.2025	31.07.2030
The Platform Group AG (2024/2028)	8,88%	25,65%	70	11.06.2024	11.06.2028
UBM Development AG (2021/2026)	3,13%	4,36%	75	21.05.2021	21.05.2026
UBM Development AG (2023/2027)	7,00%	3,78%	50	10.07.2023	10.07.2027
UBM Development AG (2024/2029)	7,00%	5,09%	150	29.10.2024	29.10.2029
UBM Development AG (2025/2030)	6,75%	5,26%	120	30.10.2025	30.10.2030
Vedes AG	3,50%	3,50%	25	17.11.2017	17.11.2026
VOSS Beteiligung GmbH	7,00%	8,26%	10	28.05.2025	28.05.2030
WeGrow AG (2024/2029)	8,00%	10,33%	5	11.11.2024	11.11.2029
<b>Median</b>	<b>7,00%</b>	<b>7,20%</b>			
German Real Estate ETP	5,50%	36,28%	30	20.04.2018	31.12.2029

Quelle: Bondguide; jeweilige Unternehmenshomepage; Kündigung mit einer Frist von 18 Monaten erstmalig zum 31.12.2029 möglich

Der Median-Kupon der 67 in unserem Marktvergleich einbezogenen Wertpapiere liegt derzeit bei 7,00 %. Aufgrund der tendenziell leicht unter pari notierenden Anleihekurse liegt der Median-Effektivzins bei 7,20 %.

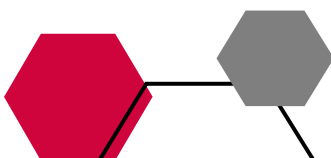
Der Kurs des German Real Estate ETP liegt mit 39,8 % deutlich unter pari, woraus sich eine auf den ersten möglichen Kündigungszeitpunkt bezogene Effektivverzinsung von 36,28 % ergibt. Solch hohe Effektivverzinsungen bzw. solch niedrige Kursniveaus sind ein starkes Indiz für die Einpreisung eines hohen Ausfallrisikos. Dieses hängt vermutlich mit den im Jahr 2024 aufgetretenen Rückzahlungsschwierigkeiten zusammen, die im Dezember 2024 zur Restrukturierung des Wertpapiers geführt haben. Zum damaligen Zeitpunkt beliefen sich die ordentlichen Kündigungen durch die Anleihegläubiger auf 7,34 Mio. € zum 31.12.2024, auf 3,30 Mio. € zum 31.12.2025 und auf 0,16 Mio. € zum 31.12.2026. Dem hohen Kündigungsstand von 64,2 % des ausstehenden Volumens stand eine schwierige Marktlage gegenüber. Diese zog Verzögerungen bei geplanten Immobilienverkäufen nach sich, sodass die Gesellschaft den kündigungsbedingten Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen konnte. Im Rahmen einer zweiten Gläubigerversammlung, die am 23.12.2024 durchgeführt wurde, wurde einer Aufhebung der bisherigen Kündigungen zugestimmt. Darüber hinaus wurde der 01.02.2028 als erster möglicher Kündigungszeitpunkt bestimmt. Mit einer Kündigungsfrist von 18 Monaten zum Jahresende sind ordentliche Rückzahlungen somit erstmals mit Ablauf des 31.12.2029 möglich.

Auf Basis der Bonitätskennzahlen der Emittenten der in den Marktvergleich einbezogenen Anleihen haben wir einen quantitativen Anleihevergleich durchgeführt. Hierzu haben wir für alle Anleihen des Marktvergleichs die Bonitätskennzahlen EBITDA-Zinsdeckungsgrad, Gesamtverschuldung/EBITDA sowie Risk Bearing Capital ermittelt. Den Marktmedian setzten wir ins Verhältnis zum Median der von uns für das Jahr 2026 ermittelten Bonitätskennzahlen für German Real Estate.

	EBITDA-Zinsdeckungsgrad	Total Debt/EBITDA	Risk Bearing Capital
Markt-Median	2,91	4,51	26,6%
German Real Estate	2,39	7,09	32,7%

Quelle: GBC-Berechnungen

Sowohl der für 2026 kalkulierte EBITDA-Zinsdeckungsgrad als auch insbesondere der Total Debt/EBITDA der German Real Estate liegen deutlich unter dem Marktmedian. Beim Risk Bearing Capital würde hingegen ein besserer Wert in der „Quasi-Konsolidierung“ erreicht werden. Vor dem Hintergrund der marktnahen Bonitätskennzahlen (bis auf Total Debt/EBITDA) wird deutlich, dass das German Real Estate ETP vom Kapitalmarkt überdurchschnittlich stark abgestraft wurde. Im



Rahmen von drei Regressionsanalysen (Effektivverzinsung vs. Erwartungswert der Bonitätskennzahl) liegt das German Real Estate ETP in allen drei Fällen oberhalb der Regressionsgeraden. Beim EBITDA-Zinsdeckungsgrad beträgt der Abstand -7 %, beim Total Debt/EBITDA 38 % und beim Risk Bearing Capital 15 %. Vor diesem Hintergrund stufen wir die Anleihe der German Real Estate als überdurchschnittlich attraktiv ein. Eine bonitätsgewichtete, marktadäquate Bewertung läge erst bei einem Anleihekurs von 67 % vor, was einer Effektivverzinsung von 17,4 % entsprechen würde.



## ANHANG

---

### I. Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.  
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

### II. §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

#### Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, in der jeweils gültigen Fassung, anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden (retail clients) im Sinne der Regeln der Financial Conduct Authority (FCA) und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden.

Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des FSMA dar.

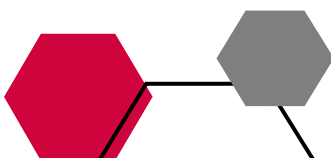
Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevant persons ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen auf deren Grundlage vorzunehmen.

Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über etwaige einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ein Verstoß gegen diese Beschränkungen kann eine Verletzung der geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen. Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter: <https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

#### Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>



**§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

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

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

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

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

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

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

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

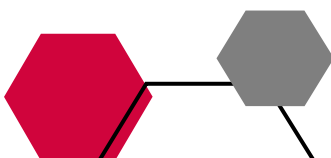
**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

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

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

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

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.



- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### § 2 (V) 3. Compliance:

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

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

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

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

### Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst  
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

### Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

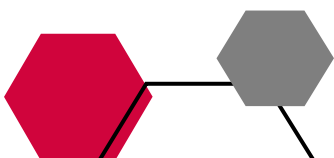
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

### § 3 Urheberrechte

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

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

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



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -**

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