



Credit Research (Anno)



**Mietübereignungsmodell sollte hohe Nachfrage generieren;
Ab 2022 erste Einnahmen aus Bockenem-Projekt erwartet;
Anleihe weiterhin „überdurchschnittlich attraktiv“**

**Rating: überdurchschnittlich attraktiv
(4 GBC-Falken von 5)**



WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 14

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“

GECCI Investment KG^{*5a;11}



**überdurchschnittlich
attraktiv
(4 von 5 GBC-Falken)**

Stammdaten Anleihe I:

ISIN: DE000A3E46C5
WKN: A3E46C
Kupon: 5,75%
Emissionsvolumen:
bis zu 8 Mio. €
Stückelung: 1.000 €
Laufzeit: 5 Jahre
Zinszahlungen: jährlich
jeweils am 02.08.
Ausgabekurs: 100 %
Rückzahlungskurs: 100%

Stammdaten Anleihe II:

ISIN: DE000A289QS7
WKN: A289QS
Kupon: 6,00%
Emissionsvolumen:
bis zu 8 Mio. €
Stückelung: 1.000 €
Laufzeit: 7 Jahre
Zinszahlungen: jährlich
jeweils am 01.10.
Ausgabekurs: 100 %
Rückzahlungskurs: 100%

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interes-
senskonflikte auf Seite 15

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Immobilienrealisierung mit
Rent & Buy Finanzierungskonzept

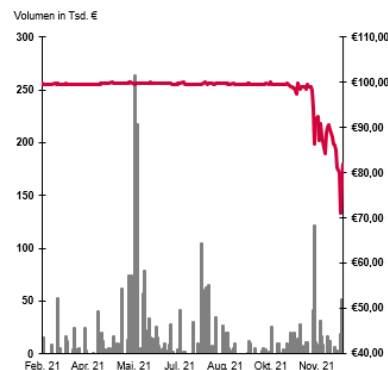
Mitarbeiter: 2 (GECCI Investment KG)
>700 (GECCI-Gruppe) Stand: 22.07.2019

Gründung: 22.07.2019

Firmensitz: Söhlde

Geschäftsführung: Gerald Evans (persönlich haftender
Gesellschafter)

Die GECCI Gruppe realisiert Wohnimmobilien (massive Ein- und Mehrfamilienhäuser) in Deutschland und generiert durch die langfristige Vermietung gut planbare Einnahmen. Das Alleinstellungsmerkmal: Kunden erwerben die Eigenheime im Wege der von GECCI entwickelten Mietübereignung. Dafür wird bis zur Eigentumsübergabe ein Mietvertrag mit einer Laufzeit von 23 bis 32 Jahren vereinbart. Die Mietübereignung soll als Alternative zur klassischen Bankfinanzierung mit Grundschuld oder dem Mietkauf etabliert werden und bietet einige Unterschiede. Beispielsweise sind weder Eigenkapital noch eine Restzahlung notwendig. Zudem ist die Kaltmiete über die gesamte Laufzeit fest. Somit kann GECCI eine breite Kundengruppe adressieren und plant für die kommenden Jahre den Aufbau eines umfangreichen Wohnimmobilienportfolios.



Kennzahlen	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
EBITDA / Zinsdeckung	1,7	2,6	2,1	2,7
EBIT / Zinsdeckung	1,5	2,2	1,5	1,6
Net debt / EBITDA	14,8	11,4	15,4	12,0
Total debt / EBITDA	15,0	11,7	15,8	12,3

GuV (in Mio. €)	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Gesamtleistung	1,05	1,81	1,72	1,90
EBITDA	0,93	1,69	1,60	1,78
EBITDA-Marge	88,6%	93,4%	93,0%	93,7%
EBIT	0,82	1,47	1,12	1,06
EBIT-Marge	77,8%	80,9%	65,4%	56,0%
Jahresüberschuss	0,18	0,57	0,26	0,29

Finanztermine

-

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

15.07.2021: RS / 4 von 5 Falken

23.11.2020: Initial Coverage / 4 von 5 Falken

** oben aufgeführte Researchstudien können unter
www.gbc-ag.de eingesehen bzw. bei der GBC AG,
Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Die GECCI Investment KG ist eine Emittentin zweier Unternehmensanleihen. Die fünfjährige Anleihe (2020 bis 2025) ist mit einem Kupon in Höhe von 5,75 % und die siebenjährige Anleihe (2020 bis 2027) mit einem Kupon in Höhe von 6,00 % ausgestattet. Beide Anleihen haben ein geplantes Emissionsvolumen in Höhe von 8,0 Mio. €. Der Emissionserlös soll an die Gesellschaft GECCI Immobilien KG weitergeleitet werden, die ihrerseits die Mittel für die Finanzierung von Immobilien im Rahmen der Mietübereignung nutzt.
- Beim selbst entwickelten Mietübereignungs-Konzept baut die GECCI-Gruppe Wohnimmobilien und vermietet diese im Anschluss an Kaufinteressenten. Die Kunden schließen statt einer klassischen Bankfinanzierung einen Mietübereignungsvertrag über einen vorher festgelegten Zeitraum (23 bis 32 Jahre) ab. Zum Vertragsende findet ein Eigentumsübergang an den Mieter statt. Mit der Mietübereignung sollen solvente Mieter/Käufer adressiert werden, die „noch“ nicht über das nötige Eigenkapital für eine Bankfinanzierung verfügen. Da bei einer Mietübereignung kein Eigenkapital bzw. keine größere Summe am Anfang oder Ende der Laufzeit anfällt, sollte dieses Konzept sehr attraktiv für mittlere Einkommensschichten, die über noch keine größeren Ersparnisse verfügen, sein.
- Das Risiko dieses Geschäftsmodells ist für beide Parteien als niedrig einzustufen. Bei Zahlungsausfällen würde die GECCI eine Vertragskündigung vornehmen und die Immobilien anderweitig vermieten oder zu Marktpreisen verkaufen. Auf der anderen Seite ist der Kunde durch eine Auflassungsvormerkung im Grundbuch abgesichert, behält trotzdem die volle Flexibilität und kann während der Vertragslaufzeit, wie bei einem klassischen Mietvertrag, jederzeit kündigen und ausziehen. Er würde dabei das Recht für den Eigentumsübergang zum Ende der Laufzeit verlieren.
- Seit der Emission der beiden Unternehmensanleihen und damit der Sicherstellung der Finanzierung des GECCI-Mietübereignungsmodells hat die Gesellschaft zwei Projekte erworben. Besonders im Fokus steht dabei das Projekt in der niedersächsischen Stadt Bockenem, im Rahmen dessen 24 massive Einfamilienhäuser entstehen sollen. Vom ersten, neun Objekte umfassenden Bauabschnitt, hat die Gesellschaft bereits vier Reservierungen erhalten und drei Vorverträge mit potenziellen Kunden abgeschlossen. Der erste Bauabschnitt ist bereits voll erschlossen und der Bau hat begonnen. Ab Februar 2022 soll jeweils monatlich der Baubeginn eines Objektes neu hinzukommen.
- Zur Bewertung der Attraktivität der GECCI-Anleihen haben wir zunächst die Bonitätskennzahlen für den Zeitraum 2022 – 2025 prognostiziert. Dies auf Basis der aktuellen Projekte sowie der Annahme, dass in den kommenden Jahren weitere Projekte erworben werden. Darauf aufbauend haben wir im Branchenvergleich überdurchschnittliche Zinsdeckungsgrade (auf EBITDA- und EBIT-Basis) sowie einen für Bestandhalter attraktiven dynamischen Verschuldungsgrad ermittelt. Für die kommenden Geschäftsjahre würde die GECCI, unseren Erwartungen zur Folge, in der Lage sein, den Zinsdienst zu leisten.
- Ausgehend von den im Wesentlichen über den Marktdurchschnitt liegenden Bonitätskennzahlen, in Verbindung mit der marktkonformen Anleiheausrüstung sowie der überdurchschnittlichen Effektivverzinsung, stufen wir die GECCI-Anleihen unverändert mit „überdurchschnittlich attraktiv“ ein und vergeben weiterhin 4 von 5 Falken.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Geschäftsmodell.....	4
Mietübereignungsmodell	4
Aktuelles Projekt Bockenem	5
Markt und Marktumfeld	6
Nachfrage nach Wohnimmobilien auf hohem Niveau	6
Wohneigentumsquote in Deutschland auf niedrigem Niveau.....	7
Prognosen und Bewertung.....	8
Bonitätskennzahlen.....	10
Anleihekonditionen und Anleihebewertung.....	12
Anleihebewertung/Marktvergleich	13
Anhang	14

GESCHÄFTSMODELL

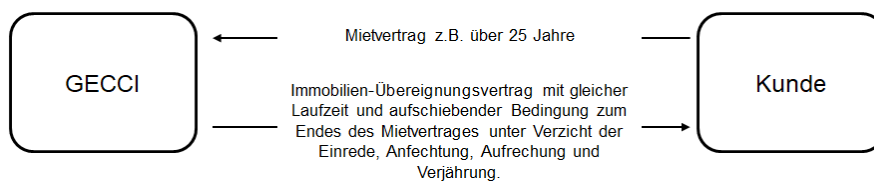
Mietübereignungsmodell

Die GECCI-Gruppe (GECCI) baut Wohnimmobilien und bietet Kunden ein innovatives Finanzierungskonzept (Mietübereignung) an. Hierbei wird die gesamte Wertschöpfungskette übernommen, von der Kundengewinnung über den Bau bis hin zur Finanzierung. Während das Unternehmen unterschiedliche Vorteile kombiniert, wie z.B. günstige Immobilienentwicklung und Optimierung von Fördergeldern, ist das größte Alleinstellungsmerkmal der Gesellschaft das Finanzierungskonzept (Mietübereignung) für die Kunden. Der Vertrieb der Immobilien erfolgt über die beiden Marken GECCI Rent & Buy (Einfamilienhäuser) und GECCI Living (Eigentumswohnungen).

Das Finanzierungskonzept sieht vor, dass Kunden statt einer klassischen Bankenfinanzierung einen Mietübereignungsvertrag mit GECCI abschließen. Konkret zahlen Kunden Miete für die Immobilie und nach einem vorher festgelegten Zeitraum (23 bis 32 Jahre) findet der Eigentumsübergang von GECCI an den Mieter statt. Anschließend sind keine weiteren Zahlungen notwendig. Sollte der Kunde vor dem festgelegten Zeitraum ausziehen, lösen sich die Verträge auf. Das heißt, es fällt keine Miete mehr an, aber es findet auch kein Eigentumsübergang auf den Mieter mehr statt. Dieses Konzept ist unseres Erachtens für die Kunden äußerst vorteilhaft, da hierdurch eine hohe Flexibilität besteht.

Der Mieter kann dabei jederzeit ausziehen und das Mietverhältnis auflösen. Andererseits benötigt der Kunde kein Eigenkapital, es erwartet ihn auch keine Schlussrate und er hat sich eine feste Kaltmiete für mehr als 20 Jahre gesichert. Mit der Mietübereignung sollen solvente Mieter/Käufer adressiert werden, die „noch“ nicht über das nötige Eigenkapital für eine Bankfinanzierung verfügen. Da bei einer Mietübereignung kein Eigenkapital bzw. keine größere Summe am Anfang oder Ende der Laufzeit anfällt, sollte dieses Konzept sehr attraktiv für mittlere Einkommensschichten sein, die über noch keine größeren Ersparnisse verfügen. Es ist aber auch eine Alternative für jeden, der sein Eigenkapital nicht in der Finanzierung binden oder sich eine langfristige feste Kaltmiete sichern möchte. Gleichzeitig kann GECCI wettbewerbsfähige Konditionen bei der Bankfinanzierung oder dem Mietkauf bieten.

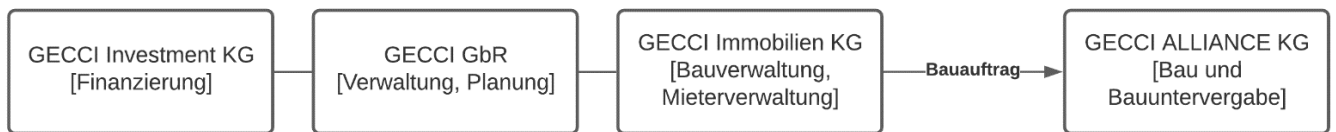
Vereinfachte Darstellung des Mietübereignungsmodells der GECCI



Quelle: GECCI Investment KG, GBC

Innerhalb der GECCI-Gruppe wird die gesamte Wertschöpfungskette abgebildet. Die Emittentin der GECCI-Anleihe, die GECCI Investment KG, fungiert dabei als Finanzierungsgesellschaft innerhalb der GECCI-Gruppe. Die Bauberatung, die Bauleitung und das Baumanagement werden durch die GECCI GbR übernommen und die Vertragsverwaltung findet innerhalb der GECCI Immobilien KG statt. Der eigentliche Bauprozess wird von der GECCI Alliance KG übernommen.

Vereinfachtes Organigramm



Quelle: GECCI Investment KG; GBC AG

Sonderfall Insolvenz

Sollte die GECCI Immobilien KG insolvent gehen, sind die Immobilien mit dem Eigentumsvorbehalt erstrangig im Grundbuch per Grundschuldbrief abgesichert. Sollte die GECCI Immobilien KG also insolvent sein, gehen die Immobilien laut Unternehmensausgabe an die GECCI Investment KG über und werden über den Auflassungsvermerk auf das Recht auf Eigentumsübertragung unter Verzicht auf Einrede der Verjährung vor den Mietern geschützt. In diesem Konstrukt werden die Mieten aus dem Mietvertrag des Endkunden an die Gläubiger weiterbezahlt, bis die Forderung beglichen ist. Die Immobilien würden somit nicht Teil der Insolvenzmasse werden und es würden keine Zwangsvollstreckungen stattfinden.

Durch die Auflassungsvormerkung ist der Mietvertrag zwischen der GECCI Immobilien KG und dem Mieter vor dem Insolvenzverwalter geschützt und kann von diesem weder gekündigt, aufgelöst noch rückabgewickelt werden.

Aktuelles Projekt Bockenem

Anfang Dezember 2020 hatte die Gesellschaft im Stadtteil Bültum der niedersächsischen Stadt Bockenem ursprünglich sechs Baugrundstücke mit einer Größe von insgesamt 6.200 qm erworben. Nachdem im Januar 2021 durch den Erwerb drei weiterer Baugrundstücke das Projekt erweitert wurde, hatte die GECCI im Oktober 2021 eine Ausweitung um weitere 15 Baugrundstücke gemeldet. Auf dem nun 23.300 qm umfassenden Bauprojekt sollen demnach insgesamt 24 massive Einfamilienhäuser entstehen, die dann im Wege des Mietübereignungsmodells vertrieben werden sollen. Vom ersten, neun Objekte umfassenden Bauabschnitt, hat die Gesellschaft bereits vier Reservierungen erhalten und drei Vorverträge mit potenziellen Kunden abgeschlossen. Der erste Bauabschnitt ist bereits voll erschlossen und der Bau hat begonnen. Ab Februar 2022 soll jeweils monatlich der Baubeginn eines Objektes neu hinzukommen.

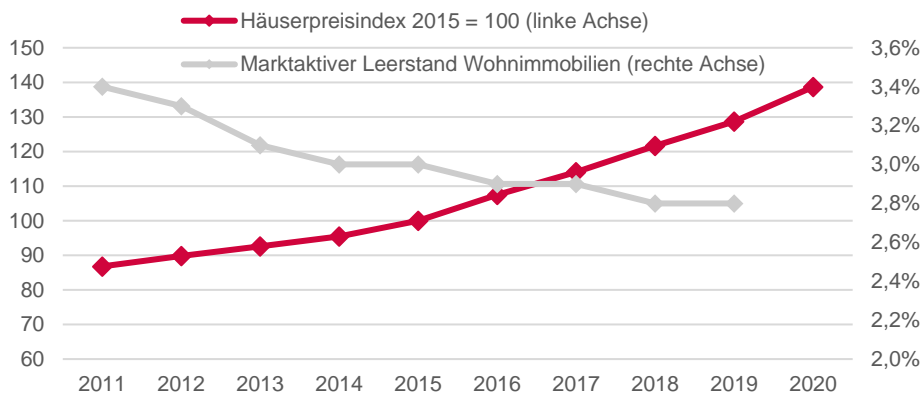
MARKT UND MARKTUMFELD

Das von der GECCI Investment KG entwickelte Geschäftsmodell der Mietübergangung nimmt zwar im deutschen Immobilienmarkt eine Sonderstellung ein, die allgemeinen immobilienbezogenen Marktvorgaben spielen jedoch für die Gesellschaft eine wichtige Rolle. Mit dem Mietübergangungsmodell profitiert die GECCI auf der einen Seite von einer unverändert hohen Nachfrage nach Wohneigentum. Angesichts des GECCI-Konzeptes, wonach für eine Laufzeit von 23 – 32 Jahren eine feste, konkurrenzfähige Miete vereinbart ist, sollte angesichts der zuletzt stark gestiegenen Wohnkosten ein hohes Interesse generiert werden. Zudem liegt mit der Ansprache mittlerer Einkommensschichten, die über ein noch nur geringes Eigenkapital verfügen, ein hoher Adressatenkreis vor.

Nachfrage nach Wohnimmobilien auf hohem Niveau

Die Bauleistung der vergangenen Jahre hat zwar sichtbar zugenommen, nach wie vor liegen die Baufertigstellungen noch unterhalb des Wohnungsbedarfes. Gemäß Daten des Statistischen Bundesamtes wurde in 2020 mit 299.866 Wohnungsfertigstellungen der Vorjahreswert um 4,6 % übertroffen. Der vom Institut der deutschen Wirtschaft ermittelte Wohnungsbedarf für die Jahre 2019 und 2020 lag jedoch bei 341.700 Wohnungen, so dass hier nach wie vor eine deutliche Unterdeckung vorliegt. Als Resultat dieser Entwicklung ist eine weiterhin aufwärtsgerichtete Dynamik der Häuserpreise, bei einer gleichzeitigen Reduktion des marktaktiven Leerstands, zu beobachten.

Häuserpreisindex und Marktaktiver Leerstand



Quelle: Statistisches Bundesamt; empirica; GBC AG

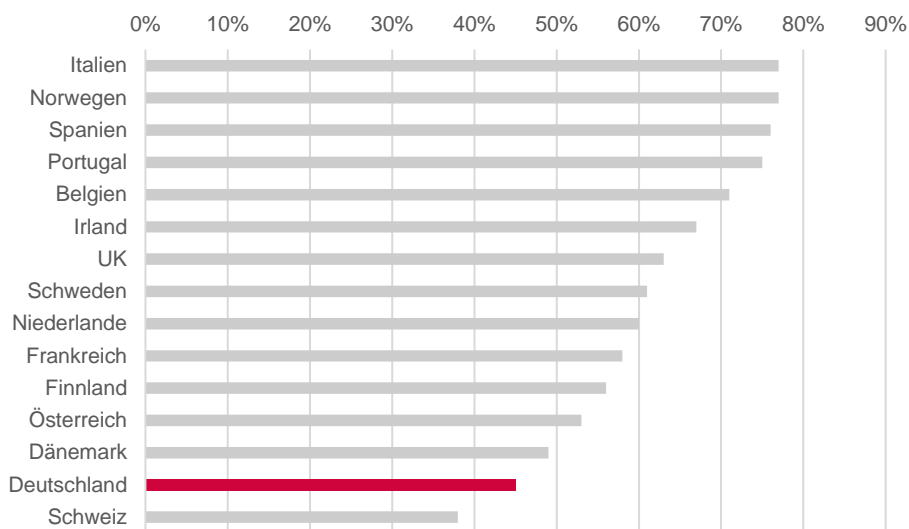
Während die Häuserpreise zwischen 2015 und 2020 um fast 40 % angestiegen sind, ist der marktaktive Leerstand tendenziell gesunken. Dies ist als ein deutliches Anzeichen einer hohen Nachfrage nach Wohnimmobilien zu deuten, der ein zu geringes Angebot gegenübersteht. Neben den allgemeinen Marktfaktoren, wie etwa die niedrigen Zinsen und die insgesamt fehlenden Anlagealternativen, dürfte die Marktnachfrage von der Corona-Pandemie zusätzlich befeuert worden sein. Die Corona-Pandemie hat, in Verbindung mit den staatlich verordneten Einschränkungen sowie angesichts der zunehmenden HomeOffice-Akzeptanz, zu einer höheren Nachfrage nach größeren Wohnflächen und Einfamilienhäusern in den Speckgürteln größerer Städte sowie in ländlichen Räumen geführt.

Wohneigentumsquote in Deutschland auf niedrigem Niveau

Als Anbieter von Wohnimmobilien ist die GECCI damit in einem von hohen Wachstumsraten und einer hohen Nachfrage geprägten Marktumfeld tätig. Mit dem Mietüberigungsmodell dürfte die Gesellschaft sogar noch stärker von den Marktgegebenheiten profitieren, da mit den steigenden Immobilienpreisen zunehmend auch Sichten des Mittelstandes vom Immobilienerwerb ausgeschlossen werden. Die Eigenkapitalanforderungen bei der Immobilienfinanzierung steigen mit den höheren Immobilienpreisen und sind angesichts der niedrigen Zinsniveaus zudem schwer „anzusparen“. Damit ist die Einstiegshürde für den Erwerb von Wohneigentum tendenziell angestiegen.

Zu dieser Erkenntnis kommt auch das empirica Institut, welches im Vergleich zum Preisanstieg von Wohnimmobilien einen langsameren Anstieg der Ersparnisse sieht. Als Ergebnis lässt sich ein weiterer Rückgang der im internationalen Vergleich ohnehin schon niedrigen Wohneigentumsquote ermitteln. Gemäß Daten von empirica liegt die Wohneigentumsquote in Deutschland im Jahr 2018 bei lediglich 42,1 %. Die für den Aufbau von Wohneigentum ungünstigen Faktoren haben dabei zu einem erstmaligen Rückgang dieses Wertes seit 1993 geführt. Im europäischen Vergleich weist lediglich die Schweiz eine noch niedrigere Wohneigentumsquote auf.

Wohneigentumsquote in Europa (ohne Osteuropa)



Quelle: Euroconstruct; ifo; GBC AG

Das Mietüberigungsmodell der GECCI adressiert das Problem der hohen Einstiegshürde beim Erwerb von Wohneigentum. Es ist, auch vor dem Hintergrund der allgemein hohen Nachfrage nach Wohnimmobilien davon auszugehen, dass dadurch eine hohe Nachfrage nach dem GECCI-Modell vorherrscht.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Gesamtleistung	1,05	1,81	1,72	1,90
davon Mieterlöse	0,09	0,81	1,24	1,47
EBITDA	0,93	1,69	1,60	1,78
EBITDA-Marge	88,6%	93,4%	93,0%	93,7%
EBIT	0,82	1,47	1,12	1,06
EBIT-Marge	77,8%	80,9%	65,4%	56,0%
Jahresüberschuss	0,18	0,57	0,26	0,29

Quelle: GBC AG

Da die Gecci erst ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 erstmalig Objekte im Rahmen der Mietübereignung fertigstellen und vermieten wird, haben wir unsere Prognosen lediglich für den Zeitraum 2022 bis 2025 ausformuliert. Die operativen Kennzahlen des laufenden Geschäftsjahres 2021, welches vom Start des Projektes in Bockenem und dem Erwerb von zwei Rohbauten in Linnich geprägt war, werden auf allen Ergebnisebenen sichtbar unterhalb des Break-Even liegen. Zudem sind im abgelaufenen Geschäftsjahr für die beiden Unternehmensanleihen jeweils Zinszahlungen angefallen, dem keine Einnahmen gegenüber stehen, so dass wir von einem negativen Nachsteuerergebnis ausgehen.

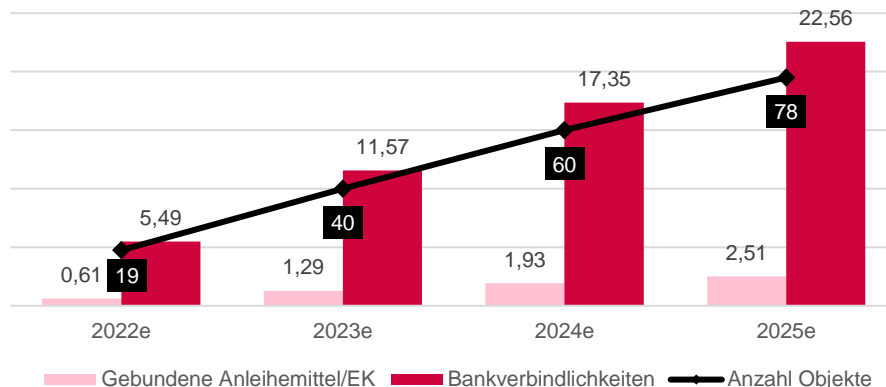
Die ausstehenden Anleihemittel, die sich gemäß unseren Informationen bei beiden GECCI-Anleihen auf insgesamt rund 8,4 Mio. € belaufen, werden über Finanzierungsverträge an die GECCI Immobilien KG weitergegeben, die ihrerseits die Bauumsetzung und Vermietung der Immobilien verantwortet. Diesbezüglich wird gemäß Wertpapierinformationsblatt die GECCI Investment KG einen Wirtschaftsprüfer beauftragen, quartalsweise Mittelverwendungsnachweise für die Zahlungsströme der Gesellschaft zu erstellen. Das GuV-Bild der Anleiheemittentin wird demnach von den Einnahmen aus der Weiterleitung der Anleihemittel, denen jedoch die Zinsaufwendungen gegenüber stehen, geprägt sein. Um jedoch ein aussagekräftiges und vergleichbares Bild der Geschäftsentwicklung darzustellen, nehmen wir eine quasi-Vollkonsolidierung vor, in der sich die Einnahmen aus der Mietübereignung wiederfinden.

In unserer bisherigen Researchstudie (siehe Initial Coverage vom 23.11.2020) hatten wir den Bau von 110 Wohneinheiten im Rahmen des GECCI Living Konzeptes unterstellt. Mit dem Erwerb des Projektes in Bockenem liegt der Schwerpunkt der GECCI jedoch auf der Errichtung von Einfamilienhäusern, die ab dem kommenden Geschäftsjahr fertiggestellt werden und in die Vermietung übergehen. Die Basis unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen stellen zunächst die beiden Bauabschnitte des Projektes in Bockenem, im Rahmen dessen bis 2023 insgesamt 24 massive Einfamilienhäuser errichtet werden sollen. Zudem hat GECCI in Düren ein Projekt mit drei im Rohbau befindlichen Objekten erworben. Bereits Ende 2022 könnte die Gesellschaft ca. 20 Objekte aus den beiden bestehenden Projekten fertiggestellt und im Rahmen der Mietübereignung an die Vermieter übergeben haben.

Die Finanzierung der Bauphase soll zunächst ausschließlich mit den Mitteln der beiden Unternehmensanleihen finanziert werden. Bei Baufertigstellung soll gemäß Planrechnung der Gecci eine Umfinanzierung stattfinden. Es ist geplant, die vermieteten Objekte durch langfristige Bankdarlehen zu finanzieren, wobei ein geringer Eigenmittel-Anteil (Unternehmensanleihe) auf dem Objekt verbleiben soll. Mit dieser Finanzierungsform dürfte die Gesellschaft in der Lage sein, einen schnellen Projektfortschritt zu erreichen und gleichzeitig einen schnellen Aufbau des Objektbestandes umzusetzen. Vorausgesetzt der Gesellschaft gelingt es sich weitere umfangreiche Projekte zu sichern, gehen

wir für die kommenden Geschäftsjahre von folgendem Objektbestand sowie von folgender objektbezogener Finanzierungsstruktur aus:

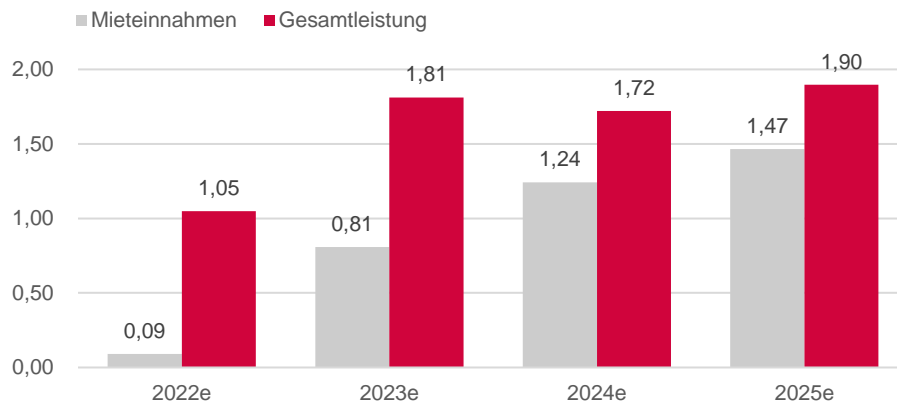
Anzahl Objekte, gebundene Anleihemittel, Bankverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Gemäß unserer Planrechnung dürfte die Gesellschaft in den kommenden Geschäftsjahren die Basis für die Erzielung der Mieterträge damit sukzessive steigern. Zusätzlich zu den Mieterträgen plant die Gesellschaft die staatlichen Förderungen umfangreich auszunutzen, wodurch zum Zeitpunkt der Fertigstellung Fördereinnahmen von ca. 50.000 €/Objekt hinzukommen. Dies erklärt den Unterschied zwischen Gesamtleistung und Mieteinnahmen in unserem Schätzmodell:

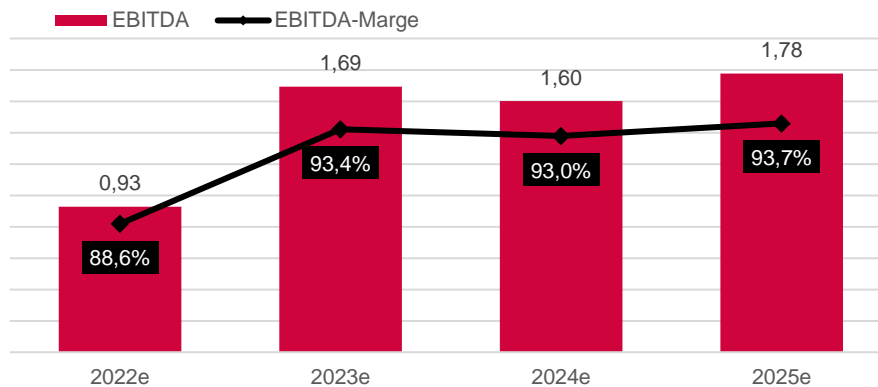
Mieteinnahmen und Gesamtleistung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die Rentabilitätssituation der GECCI ist vergleichbar mit den hohen Ergebnismargen von Immobilienbestandshaltern. Da wir die Mieten auf Nettobasis prognostizieren, sind auf Kostenebene lediglich die Verwaltungskosten (hier Personalkosten) zu berücksichtigen. Im eingeschwungenen Zustand dürfte die GECCI unseren Erwartungen zur Folge eine hohe EBITDA-Marge von über 90 % erreichen. Nach Berücksichtigung der Abschreibungen (Abschreibungsdauer: 27 Jahre) dürfte analog dazu auch das EBIT ein hohes Rentabilitätsniveau erreichen.

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



Quelle: GBC AG

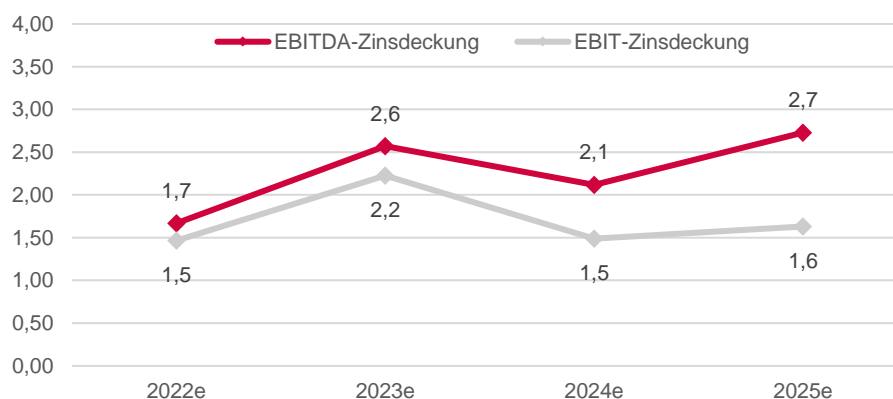
Bonitätskennzahlen

Kennzahlen	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
EBITDA / Zinsdeckung	1,7	2,6	2,1	2,7
EBIT / Zinsdeckung	1,5	2,2	1,5	1,6
Net debt / EBITDA	14,8	11,4	15,4	12,0
Total debt / EBITDA	15,0	11,7	15,8	12,3

Quelle: GBC AG

Aus unseren vorstehenden dargestellten Prognosen haben wir die für Anleiheinvestoren wichtigen Kennzahlen zur Zinsdeckung sowie zum dynamischen Verschuldungsgrad ermittelt. Als Grundlage für die Berechnung der Gesamtverschuldung sowie des Zinsaufwandes unterstellen wir keine weitere Ausgabe von Unternehmensanleihen und ziehen damit das aktuell ausstehende Anleihenvolumen heran. Wie dargestellt, gehen wir bei den in der Vermietung befindlichen Objekten von einer Umfinanzierung durch langfristige Bankverbindlichkeiten aus, womit der große Teil der gebundenen Anleihemittel für die Finanzierung der Bauphase weiterer Objekte frei wird.

EBITDA- und EBIT-Zinsdeckungsgrad



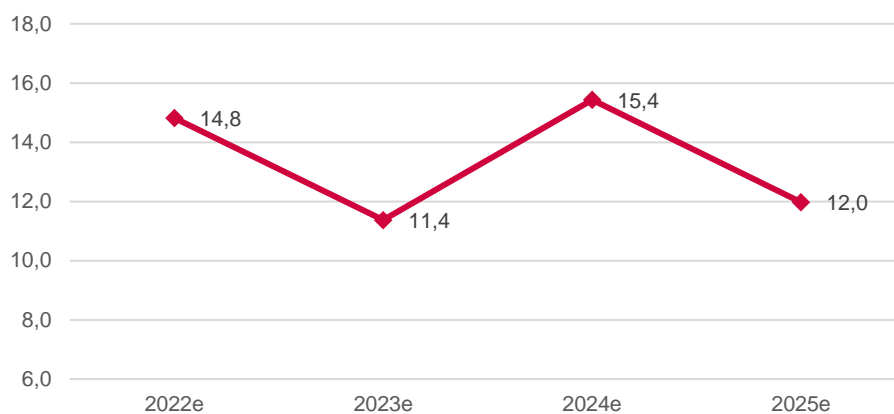
Quelle: GBC AG

Die auf dieser Grundlage errechneten Bonitätskennzahlen weisen unverändert eine für Immobilienbestandshalter typische Ausprägung auf. Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad sollte sich unseren Berechnungen zur Folge im Zeitraum 2022 bis 2025 zwischen 1,7 und 2,7 bewegen, was im Branchenvergleich ein überdurchschnittlicher Wert ist. Die Anleiheemittenten der Immobilienbranche weisen, auf Basis der letzten veröffentlichten Geschäftsberichte, im Median einen Zinsdeckungsgrad von 1,6 auf (siehe Anleihemarkt-

vergleich). Hervorzuheben ist bei der Gecci der Umstand, wonach die Mieteinnahmen wiederkehrende stabile Erträge bedeuten sowie auch die Tatsache, dass über die Anleihe Laufzeit hinweg eine Deckung der Zinsaufwendungen vorliegt.

Auch die dynamische Verschuldungskennzahl Net Debt/EBITDA liegt in einer Bandbreite von 11,4 und 15,4 und hat damit einen hohen Wert. Allerdings ist auch diese Kennzahl im Branchenverhältnis zu sehen. Denn besonders Immobilienbestandshalter weisen eine hohe Fremdkapitalfinanzierung auf, was im Vergleich zu anderen Branchen einen deutlich höheren Net Debt/EBITDA nach sich zieht. Auch gilt es zu bedenken, dass wir während der Schätzperiode bei der GECCI keine Objektveräußerungen unterstellen, was in der Regel mit einem hohen Liquiditätszugang und damit einem Rückgang der Verschuldung einhergehen würde. Gegenüber dem Marktvergleich (Median: 14,3) ist der Net Debt/EBITDA der GECCI als angemessen zu betrachten:

Net Debt/EBITDA



Quelle: GBC AG

ANLEIHEKONDITIONEN UND ANLEIHEBEWERTUNG

Stammdaten der GECCI Investment KG Anleihen		
Anleihe	I	II
ISIN:	DE000A3E46C5	DE000A289QS7
WKN:	A3E46C	A289QS
Emissionsvolumen (geplant):	bis zu 8 Mio. Euro	bis zu 8 Mio. Euro
Stückelung:	1.000 Euro	1.000 Euro
Laufzeit :	01.08.2020 bis 31.07.2025	01.10.2020 bis 30.09.2027
Kupon (effektiv):	5,75 %	6,00 %
Kuponzahlungen:	jährliche Zinszahlung	jährliche Zinszahlung
Ausgabekurs:	1.000 Euro	1.000 Euro
Rückzahlungskurs:	1.000 Euro	1.000 Euro
Börsennotierung:	Frankfurt, Hamburg, München, Düsseldorf, Stuttgart, Quotrix	

Quelle: GECCI Investment KG; GBC AG

Die zwei von der GECCI Investment KG begebenen Anleihen haben jeweils ein Emissionsvolumen von bis zu 8,0 Mio. €. Während die mit einem Kupon in Höhe von 5,75 % ausgestattete Anleihe eine fünfjährige Laufzeit aufweist, ist die 6,00 %-Anleihe nach einer siebenjährigen Laufzeit fällig. Die eingeworbenen Mittel sollen von der GECCI Investment KG über nicht nachrangige Finanzierungsverträge in die GECCI Immobilien KG investiert werden, die ihrerseits die Mittel für die Finanzierung von Immobilien im Rahmen von Mietübereignungsverträgen nutzt.

Anleihebewertung/Marktvergleich

Ausgehend von den ermittelten Bonitätskennzahlen der GECCI Investment KG, zusammen mit dem nachfolgenden Marktvergleich, leiten wir eine Aussage zur Attraktivität des GECCI-Wertpapiers ab. Unser Marktvergleich bezieht dabei derzeit notierte Mittelstandsanleihen aus dem Immobilienbereich ein, für die aktuelle Geschäftszahlen (jeweils letzter Geschäftsbericht) vorliegen:

Unternehmen	Zeitraum	Laufzeit in Jahren	Volumen in Mio. €	Kupon	Effektivverzinsung	EBITDA-Zinsdeckung	Net Debt / EBITDA
ACCENTRO REAL ESTATE AG	20-23	3	250	3,625%	20,40%		
ACCENTRO REAL ESTATE AG	21-26	3	100	4,125%	4,26%	1,6	14,3
BENO Holding AG	20-27	7	30	5,300%	6,99%	0,7	32,6
DIC Asset AG	21-26	5	400	2,250%	3,46%		
DIC Asset AG	18-23	5	150	3,500%	2,04%	3,9	7,6
DIC Asset AG	17-22	5	180	3,250%	0,63%		
Diok Real Estate AG	18-23	5	45	6,000%	11,49%	0,8	24,2
Erwe Immobilien AG	19-23	4	40	7,500%	9,14%	0,6	30,7
Euroboden GmbH	20-25	5	75	5,500%	5,50%		
Euroboden GmbH	19-24	5	40	5,500%	5,50%	4,0	7,7
FCR Immobilien AG	18-23	5	25	6,000%	5,11%		
FCR Immobilien AG	19-24	5	30	5,250%	5,64%	2,1	15,5
FCR Immobilien AG	20-25	5	30	4,250%	4,32%		
LANG & CIE. REAL ESTATE AG	18-23	5	18	5,375%	2,71%	3,4	6,9
Noratis AG	20-25	5	50	5,500%	4,32%	2,0	29,7
Pandion AG	21-26	5	20	5,500%	5,23%	3,2	6,6
Publity AG	20-25	5	100	5,500%	12,48%	1,5	8,1
S IMMO AG	18-30	12	50	2,875%	1,66%		
S IMMO AG	18-24	6	100	1,750%	1,05%		
S IMMO AG	19-26	7	150	1,875%	0,85%	1,6	20,2
S IMMO AG	19-29	10	100	2,000%	1,52%		
S IMMO AG	21-28	7	150	1,750%	1,00%		
Terragon AG	19-24	5	25	6,50%	10,27%	1,1	16,2
UBM DEVELOPMENT AG	17-22	5	150	3,25%	2,02%		
UBM DEVELOPMENT AG	19-25	6	120	2,75%	2,48%	2,8	7,7
UBM DEVELOPMENT AG	21-26	5	150	3,125%	2,50%		
VERIANOS SE	20-25	5	4	6,00%	8,19%	-3,1	-4,1
Median		5	75	4,250%	4,32%	1,6	14,3
Mittelwert		5,7	96,6	4,289%	5,21%	1,8	14,9
GECCI Investment KG	20-25	5	8	5,75%	14,08%	2,7*	12,0*
GECCI Investment KG	20-27	7	8	6,00%	8,72%		

Quelle: GBC AG; *Berechnung auf Basis Geschäftsjahr 2025

Beim Nominalzins weisen beide GECCI-Anleihen eine jeweils überdurchschnittliche Ausstattung auf. Aufgrund der in beiden Fällen „unter pari“-Notierung ergibt sich beim Effektivzins ein deutlicherer Abstand zum Marktvergleich. Mit einer Effektivverzinsung in Höhe von 14,1 % (GECCI-Anleihe I) bzw. 8,7 % (GECCI-Anleihe II) wird hier der Median der börsennotierten Immobilienanleihen in Höhe von 4,3 % signifikant übertroffen. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der ermittelten Bonitätskennzahlen zu betrachten, die jeweils besser als der Marktdurchschnitt sind. Dies gilt besonders für die erwarteten Zinsdeckungsgrade, wo ein deutlicher Abstand zum Gesamtmarkt erreicht werden dürfte. Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad in Höhe von 2,7 würde sichtbar über den Markt-Median (1,6) liegen. Das gilt auch für die Verschuldungskennzahl Net Debt / EBITDA, die mit einem prognostizierten Wert von 12,0 besser als der Marktdurchschnitt sein sollte. Ausgehend von den aus unseren Prognosen abgeleiteten Bonitätskennzahlen in Verbindung mit der über dem Markt liegenden Effektivverzinsung, stufen wir die GECCI-Anleihen weiterhin als „überdurchschnittlich attraktiv“ ein und vergeben daher 4 von 5 Falken.

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.

(6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent

(7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

(8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.

(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst

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



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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