



Researchstudie (Initial Coverage)

Coreo AG



Attraktiver „value-add“ Immobilienspezialist

Schneller Portfolioausbau erreicht, wertschaffende Wachstumsstrategie soll durch Kapitalerhöhung unterstützt werden, Hohes Kurspotenzial vorhanden

Kursziel: 3,10 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 31

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 29.11.2018 (17:13 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 30.11.2018 (08:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

Coreo AG^{*4,5a,5b,6a,11}

Kaufen

Kursziel: 3,10 EUR

aktueller Kurs: 1,68 €
28.11.18 / XETRA; 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0B9VV6
WKN: A0B9VV
Börsenkürzel: CORE
Aktienanzahl⁹ (pre money):
9,36
Aktienanzahl⁹ (post money):
19,36
Marketcap³: 15,72
EnterpriseValue³: 2,19
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 33 %

Transparenzlevel:
Freiverkehr
Marktsegment:
Open Market

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
Hauck & Aufhäuser AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien
Fokus: Gewerbe- und Wohnimmobilien

Mitarbeiter: 6 Stand: 31.08.2018

Gründung: 2003

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Marin N. Marinov



Die Coreo AG mit Sitz in Frankfurt am Main ist ein auf deutsche Gewerbe- und Wohnimmobilien fokussiertes und dynamisch wachsendes Immobilienunternehmen. Investitionen erfolgen in Immobilien mit erheblichem Wertsteigerungspotenzial bei bestehendem Entwicklungsbedarf, bevorzugt in Mittelzentren. Ziel ist der Aufbau eines effizient bewirtschafteten, renditestarken Immobilienportfolios mittels umsichtiger Entwicklung und Verkauf von nicht strategischen Objekten. Die Strategie der Coreo AG wird durch ein expansives und selektives Vorgehen bei ihren Immobilieninvestitionen geprägt. Der Schwerpunkt dieses Konzepts liegt auf dem Erwerb und dem Management von Gewerbeimmobilien. Hier werden Wirtschaftsstandorte mit hohen Renditeniveaus in Deutschland bevorzugt, was die Grundlage für langfristige und stabile Mietentnahmen schafft. Darüber hinaus werden Chancen und Opportunitäten sehr selektiv genutzt. Dabei erwirbt die Coreo AG Value-Add-Portfolien/-Objekte, um deren Werthaltigkeit mit einem aktiven „manage to core“ Ansatz mittelfristig deutlich und nachhaltig zu steigern. Nicht strategische Portfoliobestandteile werden gewinnbringend weiterveräußert.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Gesamterträge	4,21	5,82	5,14	5,54
EBITDA	3,02	3,32	3,49	3,54
EBIT	3,01	3,31	3,47	3,52
Jahresüberschuss	2,99	1,98	3,42	3,81

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,32	0,10	0,18	0,20
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Gesamterträge	0,52	0,38	0,43	0,40
EV/EBITDA	0,73	0,66	0,63	0,62
EV/EBIT	0,73	0,66	0,63	0,62
KGV	5,26	7,94	4,60	4,13
KBV	0,97			
NAV		2,40*		

* Erwartetes NAV zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung (pre money)

Finanztermine

06.12.18: Family Office Day Wien
11.-12.12.18: MKK München

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 32

EXECUTIVE SUMMARY

- Die Coreo AG führt derzeit eine Bezugsrechtskapitalerhöhung durch, in dessen Rahmen ein Bruttoemissionserlös in Höhe von bis zu 16,00 Mio. € angestrebt wird. Es ist geplant, den Liquiditätserlös zum Erwerb von Gewerbe- und Wohnimmobilien für den Geschäftsbereich „Value Add“ zu verwenden. Gemäß Unternehmensstrategie werden dabei insbesondere Mittelzentren in Deutschland adressiert, die noch nicht von den starken Preisanstiegen betroffen waren und/oder nicht so stark im Fokus anderer Investoren standen und daher noch attraktive Mietrenditen ermöglichen. Ziel ist es, ein hoch rentierliches Portfolio, bezogen auf die Anschaffungspreise, aufzubauen. Derzeit, also pre money, verfügt die Gesellschaft über ein prognostiziertes NAV (auf Grundlage von GBC-Berechnungen) in Höhe von 2,40 €. Unsere Bewertung des fairen Wertes auf DCF-Basis (post money) liegt nochmals höher (siehe unten)
- Bis 2016 firmierte die Gesellschaft als Nanostart AG und war als Beteiligungsgesellschaft im Nanotechnologiebereich tätig. Mit Beschluss der Hauptversammlung aus 2016 wurden Firma und Gesellschaftszweck auf den Immobilienbereich geändert. Die (in früheren Jahren erworbenen) Beteiligungen wurden zwischenzeitlich zum größten Teil veräußert. Zum 31.08.2018 hielt die Gesellschaft noch etwas über 2 Mio. Aktien und damit knapp 7,7% an der ebenfalls börsennotierten MagForce AG. Seit 2017 investiert die Coreo entsprechend ihrer wertschaffenden Wachstumsstrategie in Wohn- und Gewerbeobjekte/-portfolien vornehmlich im „Value add“ Segment. Dabei werden durch den Verkauf nicht strategischer Portfolienteile kurzfristige Veräußerungsgewinne erzielt. Gleichzeitig werden die verbleibenden Objekte entwickelt und optimiert, um die langfristigen Mieteinnahmen zu erhöhen und in der Folge Wertsteigerungspotentiale zu heben.
- Seit Aufnahme der neuen Unternehmensstrategie hat die Gesellschaft bereits fünf Transaktionen mit einem Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von knapp 41 Mio. € abgeschlossen. Die Objekte befinden sich alle in den von der Coreo AG adressierten B- und C-Lagen und weisen vergleichsweise hohe Mietrenditen von bis über 10 % auf. Im laufenden Geschäftsjahr 2018 erfolgten mit der Akquisition des Wohnimmobilienportfolios in Göttingen und des Hydra-Portfolios die volumenmäßig bisher größten Investitionen. Die erworbenen Portfolios sollen einerseits für die langfristige Erzielung von Mieterträgen gehalten werden. Darüber hinaus werden einzelne Liegenschaften revitalisiert bzw. umgebaut, um damit von erwarteten Wertsteigerungen zu profitieren. Die Gesellschaft plant zudem stille Reserven im Rahmen von Objektverkäufen zu heben. Der Liquiditätszugang aus Objektverkäufen soll dann für die geplanten Investitionen (Revitalisierung, Umbau etc.) verwendet werden. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass die Gesellschaft die Beteiligung an der MagForce AG sukzessive abzubauen und folglich weitere Liquidität freisetzen wird.
- Grundlage für unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen sind sowohl das aktuelle Immobilienportfolio als auch angenommene Investitionen im Nachgang zu der aktuell laufenden Kapitalerhöhung. Damit handelt es sich sowohl bei den Prognosen als auch bei der Bewertung um eine so genannte post-money-Betrachtung. Zugleich haben wir die Besonderheit beachtet, wonach die Coreo AG bisher keine Konsolidierung der Objektgesellschaften vornimmt (Hinweis: alle Immobilien werden in Tochtergesellschaften der Rechtsform GmbH und GmbH & Co. KG gehalten). Demnach wird das Nachsteuerergebnis der Objektgesellschaften lediglich im Finanzergebnis der Coreo AG als Beteiligungsertrag ausgewiesen. Wir ziehen diese Nettoertragsposition in den Rohertrag der Coreo AG „hoch“ was zur Folge hat, dass die Objekterträge Bestandteil des operativen Ergebnisses (EBITDA, EBIT) werden. Wir

gehen aber davon aus, dass mit dem Geschäftsjahr 2018 erstmalig eine Konzernbilanz nach IFRS erstellt wird.

- Für das laufende und kommende Geschäftsjahr rechnen wir dabei mit einem spürbaren Ertrags- und Ergebnisanstieg. Neben der Steigerung von Mieterträgen sollte die Gesellschaft im nennenswerten Umfang Veräußerungserlöse erzielen sowie stille Reserven aufdecken. Da die Beteiligungserträge eine Residualgröße darstellen, sollte die Coreo AG, unseren Planungen gemäß, hohe Ergebnismargen von bis zu 65 % erreichen. Auf Ebene der Objektgesellschaft liegt die Ergebnismarge zwar darunter, jedoch im oberen Bereich der branchenüblichen Kennzahlen.
- Auf Basis unseres DCF-Bewertungsmodells (post money) haben wir ein Kursziel in Höhe von 3,10 € ermittelt. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses sowie des Platzierungspreises im Rahmen der aktuell laufenden Kapitalerhöhung in Höhe von 1,60 € je Aktie, lautet unserer Einschätzung KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

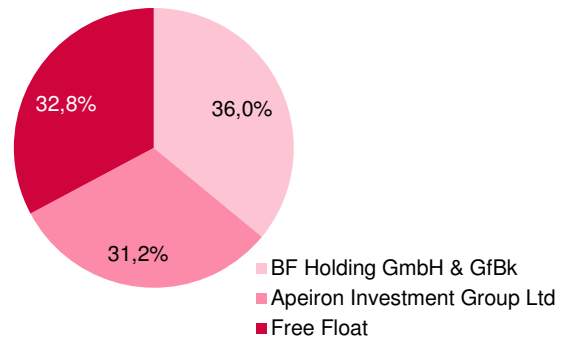
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Aktuelle Kapitalmaßnahme	5
Unternehmenshistorie	6
Konzernstruktur	6
Unternehmensstrategie	7
Portfoliozusammensetzung	9
Organe der Gesellschaft	11
Vorstand	11
Aufsichtsrat	11
Markt und Marktumfeld	12
Entwicklung Zinsniveau	12
Transaktionsvolumen bei Gewerbe- und Wohnimmobilien	12
Angebotsentwicklung bei Gewerbe- und Wohnimmobilien	13
Preisentwicklung bei Gewerbe- und Wohnimmobilien	15
Fazit	16
Unternehmensentwicklung	17
Kennzahlen im Überblick	17
Historische Geschäftsentwicklung	18
Umsatz- und Ergebnisentwicklung	18
Historische Cashflowentwicklung	20
Vermögensbild der Coreo AG (HGB)	22
Prognose und Bewertung	24
Grundlage Prognose und Modellannahmen	24
Strategie Hydra-Portfolio	25
Strategie Göttingen Portfolio	25
Strategie Mannheimer Portfolio	25
Strategie Portfolios Bruchsal und Bad Köstritz	26
Neue Investitionen aus Mitteln der Kapitalerhöhung	26
Prognosen der Einnahmen 2018 - 2020	26
Ergebnisprognosen 2018 - 2020	28
Bewertung	29
Modellannahmen	29
Bestimmung der Kapitalkosten	29
Bewertungsergebnis	29
DCF-Modell	30
Anhang	31

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	
BF Holding GmbH	25,3%
GfBk Gesellschaft für Börsenkommunikation mbH	10,7%
Apeiron Investment Group Ltd	31,2%
Free Float	32,8%

Quelle: Coreo AG; GBC AG



Aktuelle Kapitalmaßnahme

Gemäß Unternehmensmeldung vom 21.11.2018 und Wertpapierprospekt vom 26.11.2018 führt die Coreo AG derzeit eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrechten mit anschließender Privatplatzierung nicht bezogener Aktien. Durch die Ausgabe von bis zu 10,00 Mio. Aktien zu einem Platzierungspreis von 1,60 € je Aktie soll ein Bruttoemissionserlös in Höhe von bis zu 16,00 Mio. € erreicht werden. Die Bezugsfrist für die Kapitalmaßnahme läuft vom 29.11.2018 bis zum 13.12.2018. Das Bezugsverhältnis liegt bei 9:10.

Der Großaktionär Apeiron Investment Group Ltd. signalisiert die Bereitschaft, die ihr zustehenden Bezugsrechte auszuüben sowie im Rahmen der Nachplatzierung nicht bezogener Aktien aktiv zu sein. Alleine aus der Ausübung der Bezugsrechte würde der Großaktionär rund 3,2 Mio. Aktien mit einem Bruttoerlös in Höhe von etwas über 5,0 Mio. € zeichnen.

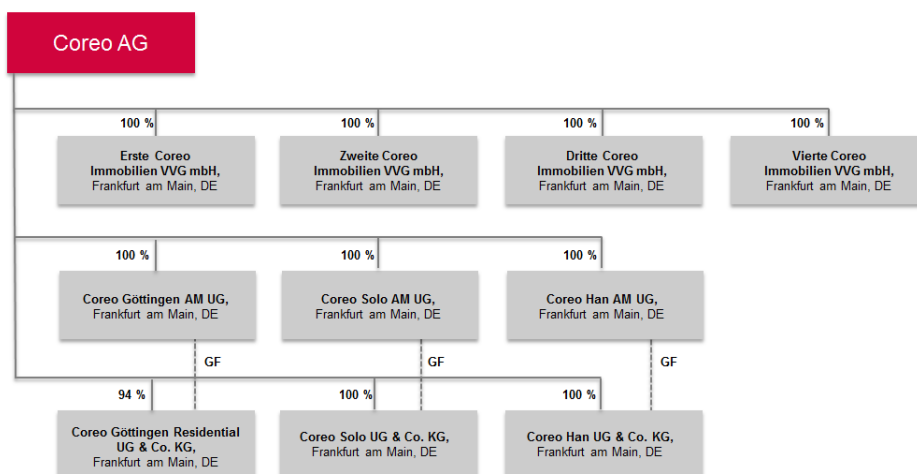
Die Coreo AG beabsichtigt die Mittel aus der Kapitalerhöhung für den Erwerb von Einzelimmobilien und Immobilienportfolios zu verwenden. Zunächst ist es geplant im Rahmen der wertschaffenden Wachstumsstrategie insbesondere Objekte aus dem Segment Value Add zur Erzielung von Mieteinnahmen zu erwerben, die gemäß der Unternehmensstrategie in den Mittelzentren Deutschlands liegen.

Unternehmenshistorie

Jahr	Ereignis
Dezember 2003	Gründung der Gesellschaft unter der Firma „Nanostart AG.
Januar 2005	Beschluss der Hauptversammlung zur Verlegung des Sitzes der Gesellschaft nach Frankfurt am Main.
Mai 2016	Beschluss der Hauptversammlung zur Umfirmierung der Gesellschaft unter der Firma „Coreo AG“ und zur Änderung des Unternehmensgegenstandes zur Umsetzung des Immobiliengeschäftsmodells.
November 2016	Öffentliches Angebot von 3.120.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stammaktien ohne Nennbetrag (Stückaktien).
Dezember 2016	Eintragung der Durchführung der Erhöhung des Grundkapitals um 3,12 Mio. €.
Mai 2017	Erwerb eines ersten Immobilienportfolios in Bad Köstritz zu einem Kaufpreis von 2,80 Mio. € durch die 100%-Tochter Erste Coreo Immobilien VVG mbH.
Juli 2017	Erwerb eines zweiten Immobilienportfolios in Mannheim zu einem Kaufpreis von 3,05 Mio. € durch die 100%-Tochter Zweite Coreo Immobilien VVG mbH.
August 2017	Erwerb einer Gewerbeimmobilie in Bruchsal zu einem Kaufpreis von 3,68 Mio. € durch die 100%-Tochter Dritte Coreo Immobilien VVG mbH.
Januar 2018	Begebung einer Unternehmensanleihe mit einer Laufzeit bis zum 31. Januar 2022, die eine Kombination aus einer Anleihe im Volumen von 20,00 Mio. € mit einem Kupon von 10 % p. a. und 624.000 Optionen auf eine entsprechende Anzahl Aktien der Gesellschaft zu einem Ausübungspreis von 2,50 € je Option/Aktie beinhaltet. Die Optionsanleihe wurde vollständig bei Investoren der Serengeti Asset Management LP platziert.
April 2018	Erwerb der HS Wohnen in Göttingen & Co. KG (später Coreo Göttingen Residential UG (haftungsbeschränkt) & Co. KG), 94 % mit einem Wohnimmobilienportfolio in Göttingen und Umgebung zu einem Kaufpreis von 9,30 Mio €.
Mai 2018	Erwerb von zwölf Büro-, Wohn- und Geschäftshäusern an verschiedenen Standorten in Deutschland zu einem Kaufpreis von 20,60 Mio. € durch die 100%-Töchter Coreo Han UG (haftungsbeschränkt) & Co. KG und Coreo Solo UG (haftungsbeschränkt) & Co. KG.
Oktober/Nov. 2018	Verkauf der Hydra-Objekte in Trier, Marburg und Flensburg und damit nahezu 85 % des Verkaufsportfolios realisiert

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Konzernstruktur



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Die Coreo AG weist eine für Immobilienunternehmen typische Gesellschaftsstruktur auf. Die Immobilien werden ausnahmslos in Tochtergesellschaften, entweder in der Rechts-

form der GmbH oder der GmbH & Co. KG, gehalten. Von den vier Transaktionen wurde bisher nur das Wohnungsportfolio in Göttingen im Wege eines Share Deals erworben. In der Folge hält die Mutter bis auf diesen Fall jeweils 100% an den Objektgesellschaften. Die operativen Tätigkeiten wie Geschäftsführung, Verwaltung, Vermietung, Instandhaltung u Entwicklung sowie die Finanzierungsvermittlung übernimmt die Coreo AG im Wege entsprechender Verträge. Neben 6 bestandshaltenden Objektgesellschaften ist die Coreo AG an drei Komplementärgesellschaften sowie einer Vorrats-GmbH beteiligt. Darüber hinaus hält das Unternehmen zum 31.08.2018 noch folgende Beteiligungen:

- mit 21,4 % an der Lumiphore, Inc., Berkeley, Kalifornien, USA, Geschäftsgegenstand: Produktion und Vertrieb von biofunktionalen Chelatoren für medizinische Anwendungen
- mit 7,5 % an der MagForce AG, Berlin, Deutschland, Geschäftsgegenstand: Nanobiotechnologische und medizintechnische Forschung und Entwicklung und Vermarktung von medizintechnischen Produkten sowie alle damit im Zusammenhang stehenden Geschäfte
- mit 0,3 % an der Nanosys, Inc., Milipitas, Kalifornien, USA, Geschäftsgegenstand: Herstellung, Vermarktung und Vertrieb von Quantum-Dot Materialien
- mit 1,12 % an der NanoDimension LP, Kaimaninseln; Geschäftsgegenstand: Investition von Risikokapital in Technologieunternehmen der Lebens- und Naturwissenschaften.

Bei diesen Minderheitsbeteiligungen handelt es sich gemäß dem bis 2016 gültigen Unternehmensfokus um Beteiligungen aus dem Bereich der Nanotechnologie. Wesentlich ist hier lediglich die Beteiligung an der börsennotierten in Berlin ansässigen MagForce AG, welche zum 31.08.2018 einen Marktwert von rund 12,5 Mio. € aufweist. Da es sich hierbei um atypischen Vermögensgegenstand handelt, soll dieser perspektivisch verkauft werden. Aufgrund der Höhe der Beteiligung und der geringen Liquidität der Aktie geht der Vorstand daher von einer mittelfristigen Haltedauer aus.

Unternehmensstrategie

Noch bis Mitte 2016 lag der Fokus der Gesellschaft auf dem Aufbau von Beteiligungen aus dem Nanotechnologiebereich. Im Rahmen der Hauptversammlung im Mai 2016 wurde die Umfirmierung von „Nanostart AG“ in „Coreo AG“ und die Änderung der Unternehmenssatzung beschlossen. Seither sieht die Haupttätigkeit der Coreo AG den Aufbau eines Gewerbe- und Wohnimmobilienportfolios in Deutschland vor. Mit dem Fokus auf deutsche Wirtschaftsstandorte liegt die regionale Ausrichtung beim Bestandsaufbau auf renditestarken Objekten außerhalb der in den letzten Jahren von starken Preissteigerungen geprägten A-Standorte. Damit soll einerseits, bei verhältnismäßig niedrigeren Preisniveaus, ein zu erwartendes höheres Renditepotenzial gehoben werden sowie auf der anderen Seite, unterhalb des „Radars“ großer institutioneller Investoren agiert werden. Das aktuelle Immobilienportfolio ist geografisch gut diversifiziert und besteht aus einem Bestandsobjekt und vier Bestandsportfolien. Es befindet sich gemäß geografischen Fokus vor allem in B- und C-Lagen wie Darmstadt, Mannheim, Frankfurt am Main, Göttingen, Bruchsal, Kiel, Gießen, Bad Köstritz etc.

Der Nischenfokussierung entsprechend sollen primär Objekte erworben werden, die hinsichtlich des Investitionsvolumens in der Regel zu groß für den Privaterwerber jedoch zu klein für den institutionellen Investor sind. Die Gesellschaft hat als Investitionskriterium ein Mindestvolumen von ca. 3,0 Mio. € identifiziert. Der im Mai 2018 erfolgte Kauf des Hydra-Portfolios zu einem Preis von 20,60 Mio. € stellt die bisher größte Immobilieninvestition der Gesellschaft dar.

Grundsätzlich wird dabei ein Mix aus planbaren Cashflows aus der langfristigen Vermietung von Immobilien und opportunistischen kurzfristigen Veräußerungsgewinnen angestrebt. Über die bisherigen Immobilienerwerbe hat die Coreo AG den Proof of concepts erbracht, dass bereits zum Kaufzeitpunkt hohe, zum Teil zweistellige Mietrenditen realisierbar sind. Sofern hier Renovierungsmaßnahmen oder ein Leerstandsabbau erbracht werden können, lassen sich zudem Wertsteigerungspotenziale realisieren.

Geschäftsmodell und Strategie



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Opportunistisch können aber auch hohe Wertsteigerungspotenziale im Rahmen von Objektveräußerungen erzielt werden. Bezeichnend stehen hierfür die im Oktober und November 2018 erfolgten Verkäufe drei Wohn- und Geschäftshäuser des „Hydra-Portfolios“. Darüber hinaus hat die Coreo AG in die Tochtergesellschaft Coreo Solo AM UG insgesamt sechs Objekte gebündelt, für die eine kurzfristige Veräußerung geplant ist. Diese Objekte entsprechen entweder nicht den geografischen Kriterien der Gesellschaft und/oder weisen darüber hinaus ein zu geringes Objektvolumen auf.

Gemäß der dargestellten Fokussierung hat die Coreo AG seit Mai 2017 fünf Immobilieninvestments mit einem Gesamtkaufpreis in Höhe von 39,43 Mio. € getätigt. Besonders im laufenden Geschäftsjahr 2018 erfolgten mit der Akquisition des Wohnimmobilienportfolios in Göttingen und dem Hydra-Portfolio vergleichsweise volumenstarke Investitionen:

Zeitpunkt	Objekt	Kaufpreis	Anfangsmietrendite *
Mai 2017	Bad Köstritz	2,8 Mio. €	11,6%
Juni 2017	Mannheim	3,05 Mio. €	10,7%
August 2017	Bruchsal	3,68 Mio. €	8,7%
April 2018	Göttingen	9,3 Mio. €	13,1%
Mai 2018	Hydra-Portfolio	20,6 Mio. €	non-yielding

Quelle: Coreo AG; GBC AG, *Miete(nettokalt)/Kaufpreis

Portfoliozusammensetzung

Bad Köstritz (Wohnen)



Objektart: 4 Wohnblöcke mit 100 Einheiten
Kaufpreis inkl. Nebenkosten: ca. € 3,1 Mio.
Mietfläche: 6.078 m ²
Grundstücksfläche: 10.948 m ²
Erwerb: Mai 2017
Belegungsrate: 90 %

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Der erste Immobilienerwerb im Rahmen des geänderten Unternehmenstätigkeit bestand aus vier nebeneinanderliegenden Mehrfamilienhäusern in zentraler Lage von Bad Köstritz. Die Anfang der 60er Jahre errichtete Anlage wurde in den 90er Jahren modernisiert. Mit einer lediglich von Fluktuationen geprägten hohen Belegungsrate von 90 % liegt die auf den Bruttokaufpreis bezogene Mietrendite bei über 11 %. Die Objekte sollen gemäß Buy-and-Hold langfristig zur Erzielung von Mieterträgen gehalten werden.

Mannheim (Gewerbe)



Objektart: Hafenanlage mit sehr guter Anbindung
Kaufpreis inkl. Nebenkosten: ca. € 3,3 Mio.
Mietfläche: 23.867 m ²
Grundstücksfläche: 30.354 m ²
Erwerb: Juni 2017
Belegungsrate: 89 %

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Das im Juli 2017 erworbene ca. 1,5 km lange Grundstück in Mannheim ist vornehmlich mit Lager- und Bürogebäuden bebaut. Die derzeit vermietbare Fläche von etwas mehr als 24.000 qm ist zu großen Teilen vermietet. Coreo AG plant die noch ungenutzten Grundstücke entsprechend unterschiedlicher Nutzungskonzepte zu entwickeln und zu vermieten. Daraus könnten erhebliche Wertsteigerungspotenziale gehoben werden. Auch ein Teilverkauf von Flächen ist unserer Ansicht nach eine valide Option, woraus zeitnah stille Reserven realisiert werden dürften. Beispielhaft dafür steht die im laufenden Geschäftsjahr 2018 gestartete Vermarktung eines Neubauprojektes (2.500 qm großes Bürogebäude) auf einem ungenutzten Grundstücksbereich. Nach dem nun vorliegenden Baurecht soll der Baubeginn nach Erreichen einer vordefinierten Vorvermietungsquote erfolgen. Das Unternehmen beabsichtigt in absehbarer Zeit etwa 50 % der Flächen zu veräußern und damit die Kapitalbindung auf unter 15 % zu senken. Die Mieteinnahmen würden dann auf etwa 45 % des aktuellen Stands fallen.

Bruchsal (Gewerbe)



Objektart: Vollvermietete Gewerbemietfläche
Kaufpreis inkl. Nebenkosten: ca. € 3,94 Mio.
Mietfläche: 5.813 m ²
Grundstücksfläche: 14.121 m ²
Erwerb: August 2017
Belegungsrate: 100 %
WALT: 1,5

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Die im August 2017 erworbene Gewerbeliegenschaft in Bruchsal (Baden-Württemberg) ist vollständig an METRO Cash & Carry (METRO GASTRO) vermietet. Bei einem Bruttokaufpreis von ca. 3,9 Mio. € beläuft sich die anfängliche Mietrendite gemäß unseren

Berechnungen auf knapp über 8,1 %. Coreo beabsichtigt die Liegenschaft langfristig zu halten und geht zudem davon aus, dass der Mieter auch längerfristig im Objekt verbleibt.

Göttingen und Umland (Wohnen)



Objektart: 12 Objekte, davon 7 in Göttingen
Kaufpreis inkl. Nebenkosten: ca. € 9,3 Mio.
Mietfläche: 13.180 m ²
Grundstücksfläche: -
Erwerb: April 2018
Belegungsrate: 90 %

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Das Göttinger Portfolio ist ein Wohnimmobilienportfolio, bestehend aus 432 Mikroapartments, verteilt auf 12 Mehrfamilienhäuser an mehreren Standorten in Göttingen und Umgebung. Die aktuellen Mieteinnahmen belaufen sich auf ca. 1,2 Mio. € p.a. Bezogen auf das Bruttoinvestitionsvolumen kommt dies einer zweistelligen Mietrendite gleich, was eine Bestätigung der Coreo-Strategie, mit dem Fokus auf Nischenobjekte in den B- und C-Lagen, ist. Es ist beabsichtigt, den überwiegenden Teil der Wohnungen langfristig im Bestand zu halten. Die restlichen Einheiten sollen kurzfristig veräußert werden. Mit den Zuflüssen wird ein Teil der geplanten Capex Maßnahmen finanziert. Da in einzelnen Gebäuden nicht alle Wohnungen zum Portfolio gehören, sind zudem Zu- und Verkäufe sowie der Tausch einzelner Einheiten mit dem Ziel geplant, die verbleibenden Objekte in das Alleineigentum zu überführen. Parallel werden verschiedene Immobilien grundlegend renoviert. Als vorbereitende Maßnahme müssen Leerstände zum Teil aktiv herbeigeführt werden, so dass eine Vollvermietung nicht möglich sein wird. Mit Abschluss der Arbeiten dürften deutlich höhere Mieten und damit Werterhöhungen realisiert werden. Die aktuell 432 Einheiten sollen auf 416 Einheiten reduziert werden, die Zielmiete soll dennoch aufgrund der genannten Maßnahmen auf 1,4 Mio. € p.a. gesteigert werden.

Hydra Portfolio (Wohnen und Gewerbe)



Objektart: 12 Objekte in Top Locations
Kaufpreis inkl. Nebenkosten: ca. € 22 Mio.
Mietfläche: 22.000 m ²
Grundstücksfläche: 9.015 m ²
Erwerb: Mai 2018
Belegungsrate: nahezu leerstehend

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Mit dem Erwerb des Hydra-Portfolios hat die Coreo AG für insgesamt 22 Mio. € zwölf ehemalige Commerzbank-Filialen in Innenstadtlagen von Hessen, Nordrhein-Westfalen, Rheinland-Pfalz und Schleswig-Holstein erworben. Im Rahmen der wertschaffenden Wachstumsstrategie waren die Hydra-Immobilien von zwei Tochtergesellschaften der Coreo mit unterschiedlichen Investmentstrategien erworben worden. Sechs Objekte wurden im "Bestandsportfolio" mit der Absicht gebündelt, diese zu entwickeln und mittel- bis langfristig im Bestand zu halten. Das Ziel für die anderen sechs Objekte im "Verkaufsportfolio" ist, diese zeitnah gewinnbringend weiter zu veräußern. Mit dem aktuellen Verkauf der Immobilien in Marburg und Flensburg sowie der Immobilie in Trier im Oktober hat Coreo seine diesbezüglichen Planungen für das Jahr 2018 bereits vorzeitig erreicht. Gemessen am Einstandspreis der Objekte wurden mit den genannten Transaktionen über 85 % des gesamten "Verkaufsportfolios" realisiert. Neben der Finanzierung von Umbau- und Vermietungsmaßnahmen der im Bestand verbleibenden sechs Hydra-Objekte könnte auch eine Teilrückzahlung der ausstehenden Optionsanleihe erfolgen.

Organe der Gesellschaft

Vorstand

Marin N. Marinov

Herr Marin N. Marinov wurde mit Wirkung ab dem 15. Mai 2016 zum Vorstand der Gesellschaft bestellt. Er ist Diplom-Ingenieur und hat seine Karriere im Konzern der Deutsche Bank AG und im Finanzbereich von Andersen Consulting (heute: accenture) begonnen. Danach wechselte er in die Immobilienwirtschaft und hat in mehr als 20 Jahren verschiedene Führungspositionen in namhaften Unternehmen wie DTZ, Vivico Real Estate (heute: CA Immo), Hudson Advisors Germany und JLL bekleidet. Sein Verantwortungsspektrum umfasste Aktivitäten in den Bereichen Real Estate Investment und Real Estate Asset Management. Während dieser Zeit war Herr Marinov für die Akquisition, das Asset Management und den Verkauf von Immobilien und Immobilienportfolien mit einem Gesamtvolumen von mehreren Milliarden Euro verantwortlich.



Aufsichtsrat

Stefan Schütze (Vorsitzender)

Herr Stefan Schütze absolvierte von 1991 - 1996 an der Martin Luther Universität Halle-Wittenberg ein Studium der Rechtswissenschaften. Von 2003 bis 2004 absolvierte Herr Schütze an der Westfälischen Wilhelms-Universität den Masterstudiengang "merger and acquisition" und erwarb dabei den Titel Master of Laws "LL.M.". Heute ist Herr Schütze zugelassener Rechtsanwalt mit langjähriger Erfahrung als Justiziar, Aufsichtsrat und Vorstand in börsennotierten Beteiligungsgesellschaften. Aktuell ist er Vorstand der FinLab AG, einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft in Frankfurt am Main. Zudem ist Herr Schütze Mitglied in einer Vielzahl von Aufsichtsräten, hierunter: artec technologies AG, Diepholz (Vorsitzender), Consortia Vermögensverwaltung, Köln (Mitglied).



Axel-Günter Benkner (Stellvertretender Vorsitzender)

Herr Axel-Günter Benkner, absolvierte von 1973 – 1980 an der Hochschule Gießen ein Studium der Wirtschaftswissenschaften, das er als Diplom-Ökonom und Diplom-Kaufmann abschloss. Von 1980 – 2009 arbeitete Herr Benkner für die DWS Investment GmbH zunächst als Fondsmanager, ehe er in die Geschäftsführung aufstieg. Neben seiner Tätigkeit war er unter anderem Global Head Fund Business im Deutsche Bank Konzern und lehrte an verschiedenen Universitäten und berufsständischen Vereinigungen zu den Bereichen Börse und Asset Management. Aktuell bekleidet er mehrere Aufsichtsratspositionen und ist als Berater in der Finanzbranche tätig.



Dr. Friedrich Schmitz

Herr Dr. Friedrich Schmitz absolvierte ein Studium der Rechtswissenschaften. Nach seinem Abschluss promovierte er in Paris und Mainz und erlangte dabei den Titel "Dr. jur.". Von 1986 – 2000 arbeitete Herr Dr. Schmitz bei der Deutschen Bank AG und hatte dort unterschiedliche Positionen inne, u.a. war er Filialleiter, Leiter Trading & Sales sowie Bereichsvorstand. Von 2000 – 2007 war Herr Dr. Schmitz Konzernleiter des Global Asset Management bei der Commerzbank AG. Aktuell ist er Partner und Mitglied der Geschäftsleitung bei CE Asset Management AG Meilen, Zürich und hat weitere Aufsichtsratspositionen inne.



MARKT UND MARKTUMFELD

Entwicklung Zinsniveau

Der deutsche Immobilienmarkt hat sich in den letzten Jahren sehr dynamisch entwickelt. Der Immobiliengesamtmarkt konnte hierbei von einem positiven Umfeld, welches insbesondere von einer soliden gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und einem historisch niedrigen Zinsniveau geprägt war, profitieren. Die Hypothekenzinsen für Immobiliendarlehen haben dabei ihren im Jahr 2000 begonnenen Abwärtstrend weiter fortgesetzt. Im abgelaufenen Jahr 2017 erreichten sie einen neuen Tiefstwert von 1,4% und somit ist eine Immobilienfinanzierung aktuell besonders attraktiv. Noch im Jahr 2000 lagen die Effektivzinsen für Hypothekendarlehen mit einer 10jährigen Zinsfestschreibung bei 6,4%.

Entwicklung des Zinsniveaus bei 10jährigen Hypothekendarlehen (Effektivzins)



Quelle: Statista; GBC AG

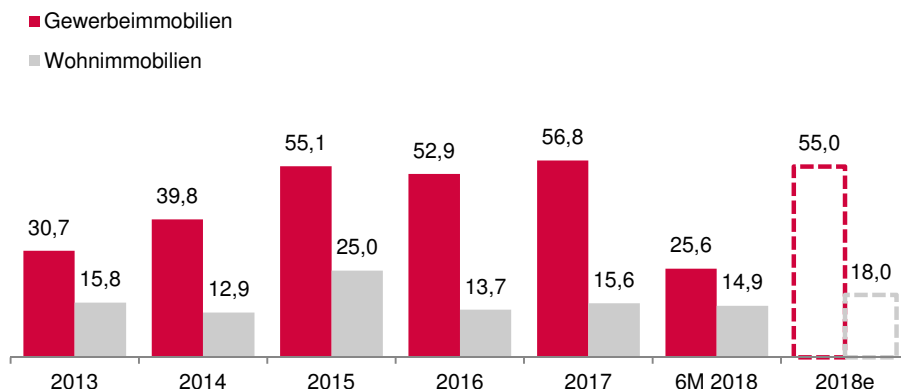
Der Hypothekenzins ist dabei sehr stark abhängig von der EZB-Leitzinsentwicklung. Finanzexperten gehen davon aus, dass der Leitzins sein historisch niedriges Niveau (aktuell: 0,0%; 2009: ca. 4,5%) auch in naher Zukunft beibehalten wird. Die EZB selbst hat bekannt gegeben, dass die Leitzinsen aber mindestens bis "über den Sommer 2019" hinaus auf dem aktuell niedrigen Niveau bleiben werden. Entsprechend sollten auch die günstigen Finanzierungskonditionen bei Hypothekendarlehen weiter fortbestehen.

Die Nachfrage nach deutschen Immobilien wurde neben dem niedrigen Zinsniveau aber auch zusätzlich durch fehlende Anlagealternativen bei inländischen und ausländischen Investoren beflügelt. Im Vergleich zu risikoarmen Anleihen (Rendite 10jährige deutsche Staatsanleihe: 0,36% - August 2018, Statista) ließen sich mit Immobilieninvestments immer noch ansehnliche Renditen erzielen. So können laut einer aktuellen Studie (Die 5% Studie 2018) der Immobilienexperten von Bulwiengesa mit bspw. Gewerbeimmobilien mindestens 3,0% Rendite (IRR) erwirtschaftet werden. In einigen Teilsegmenten, wie bspw. Gewerbeparks, liegen die aktuellen Renditen mit rund 6,0% sogar noch deutlich höher.

Transaktionsvolumen bei Gewerbe- und Wohnimmobilien

Ein Indikator für das Investoreninteresse an Immobilien ist das hohe Transaktionsvolumen in diesem Segment. Seit 2010 haben Investoren wieder verstärkt in Immobilien investiert, hiervon profitierte sowohl der Gewerbeimmobilienmarkt als auch der Wohnimmobilienmarkt.

Transaktionsvolumina mit deutschen Gewerbe- und Wohnimmobilien (in Mrd. €)



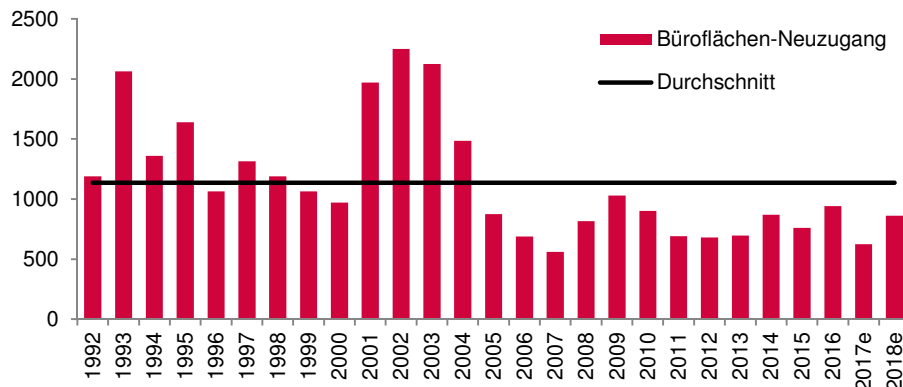
Quelle: JLL; GBC AG

Seit 2013 ist das Handelsvolumen mit Gewerbeimmobilien um 85% gestiegen, von 30,7 Mrd. € auf 56,8 Mrd. €. Der in 2010 begonnene Aufwärtstrend konnte damit fortgesetzt werden. Für die laufende Periode wird mit einem prognostizierten Umsatzniveau in Höhe von 55,00 Mrd. € ein neues Rekordniveau bei den Transaktionen mit Gewerbeimmobilien erwartet und damit würde der Vorjahreshöchstwert nahezu bestätigt werden. Eine ähnliche Entwicklung wird auch bei den Transaktionen mit Wohnimmobilien ersichtlich. In diesem Segment lag das Transaktionsvolumen im Jahresdurchschnitt (2013 – 2017) bei 16,6 Mrd. €. Für das Jahr 2018 erwarten die Experten Transaktionsumsätze von 18,0 Mrd. € und damit ein deutlich überdurchschnittliches Handelsniveau.

Angebotsentwicklung bei Gewerbe- und Wohnimmobilien

Das Volumen an neuen Immobilien bzw. Immobilienflächen konnte mit der zunehmenden Nachfrage in den letzten Jahren jedoch nicht Schritt halten. Im Bereich Büroimmobilien beispielsweise bewegen sich die Flächenneuzugänge seit 2004 in einem Korridor zwischen 500.000 und 1.000.000 Quadratmeter. Obwohl die Büroflächen-Neuzugänge seit 2007 fast kontinuierlich angestiegen sind, konnten sie bisher kein hohes Niveau erreichen und sind zudem deutlich entfernt von den Rekordwerten der Jahre 2001 bis 2003. Auch für die Jahre 2017 und 2018 wird lediglich mit einer unterdurchschnittlichen Entwicklung gerechnet.

Flächenneuzugänge bei Büroimmobilien (Fläche in Tausend Quadratmeter)

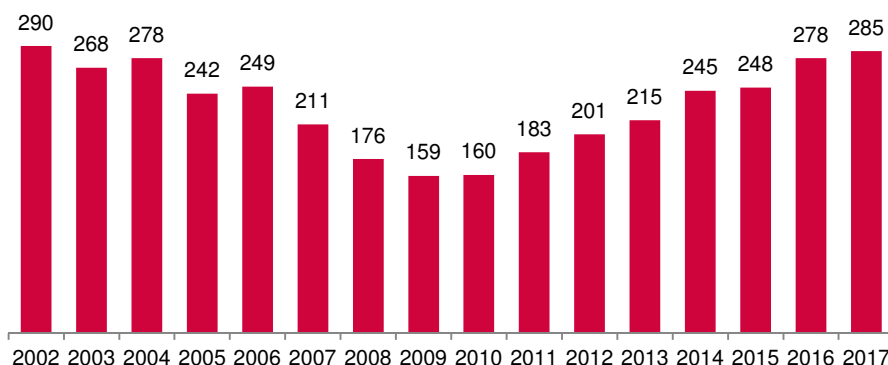


Quelle: DG HYP; GBC AG

Auch auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt kam es zu einer ähnlichen Entwicklung in den vergangenen Jahren. Nach wie vor liegt die Anzahl der Wohnungsfertigstellungen

deutlich unterhalb der Nachfrage, was ein gutes Indiz für eine bestehende Nachfragerücke ist. Das Institut der deutschen Wirtschaft sieht den jährlichen Bedarf an neuen Wohnungen bei 350.000, ein Wert, welcher in den vergangenen Jahren stets unterschritten wurde. Die Anzahl der fertiggestellten Wohnungen hat zwar seit 2009 um 79,2% auf 285.000 Wohnungen zugenommen, es besteht jedoch ein weiterhin hoher Nachfrageüberhang nach Wohnungen.

Entwicklung der fertiggestellten Wohnungen in Deutschland (in Tausend)

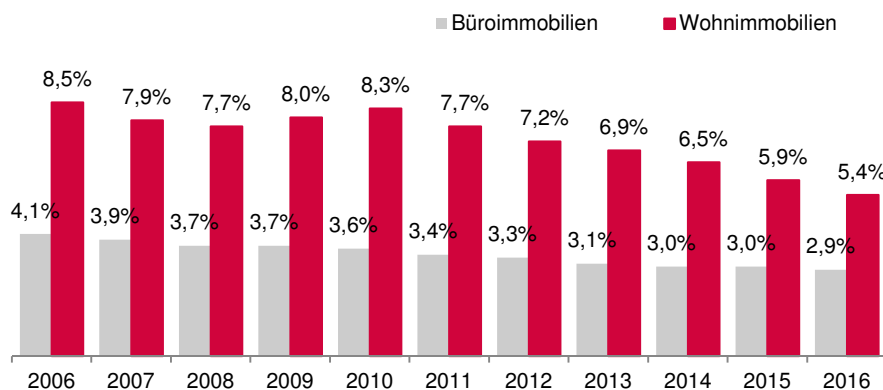


Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

Gemäß dem Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) soll die Anzahl der inländischen Haushalte bis 2030 um gut 500.000 ansteigen. Diese zusätzliche Nachfrage auf dem deutschen Wohnungsmarkt wird unseres Erachtens nicht durch den zusätzlichen Wohnungsneubau gedeckt werden können, welcher im vergangenen Jahr bei rund 285.000 Wohnobjekten lag.

Laut Studienautoren von BBSR wird darüber hinaus die durchschnittliche Haushaltsgröße in Deutschland weiter sinken. Dies wiederum bedeutet, dass die Zahl der Haushalte stärker als die Bevölkerungszahl zunehmen wird. 70% der 37,4 Mio. Haushalte sind Ein- und Zweipersonenhaushalte, in den größten Städten liegt die Quote mit 80,0% sogar noch höher. Der Trend zum kleineren Haushalt, Zuwanderungsströme in die Städte, aber auch die günstigen Finanzierungsbedingungen bei einer guten Arbeitsmarktlage und fehlenden Anlagealternativen sind hier die wichtigsten Treiber.

Entwicklung der Leerstandsquoten



Quelle: Statista; GBC AG

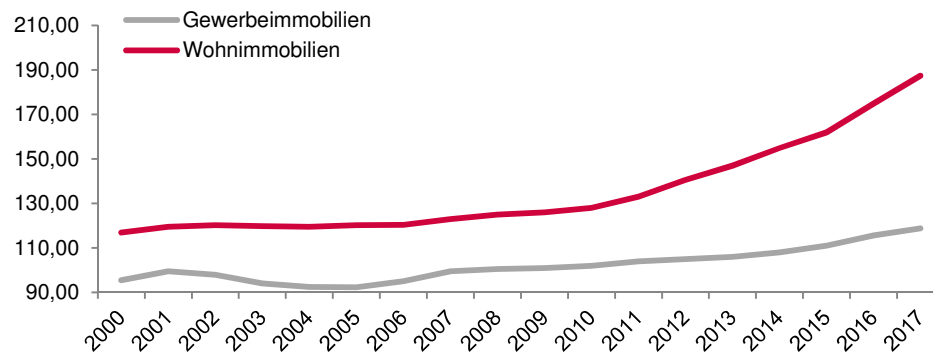
Ein wesentlicher Aspekt des aktuellen Nachfrageüberhangs ist die über die vergangenen Jahre anhaltende sukzessive Reduktion der Leerstandsquoten. Deutschlandweit haben

sich die Leerstände bei Wohnimmobilien zwischen 2006 und 2016 von 8,5 % auf 5,4 % nahezu halbiert. Ähnliches gilt für die Leerstandsentwicklung bei Büroimmobilien, mit einer ebenfalls spürbaren Reduktion der freien Flächen.

Preisentwicklung bei Gewerbe- und Wohnimmobilien

Die Folge des starken Nachfrageüberhangs ist der in den vergangenen Jahren gut sichtbare starke Anstieg bei den Immobilienpreisen. Dabei ist die Preisentwicklung seit 2015 ununterbrochen aufwärtsgerichtet. Laut einer Studie von Bulwiengesa sind die Wohnimmobilienpreise von 2005 bis 2017 um rund 56,0% angestiegen. Ebenso konnten gemäß den Immobilienexperten die Gewerbeimmobilienpreise im gleichen Zeitraum um ca. 29,0% zulegen. Dieser positive Trend auf den deutschen Immobilienmärkten scheint sich fortzusetzen.

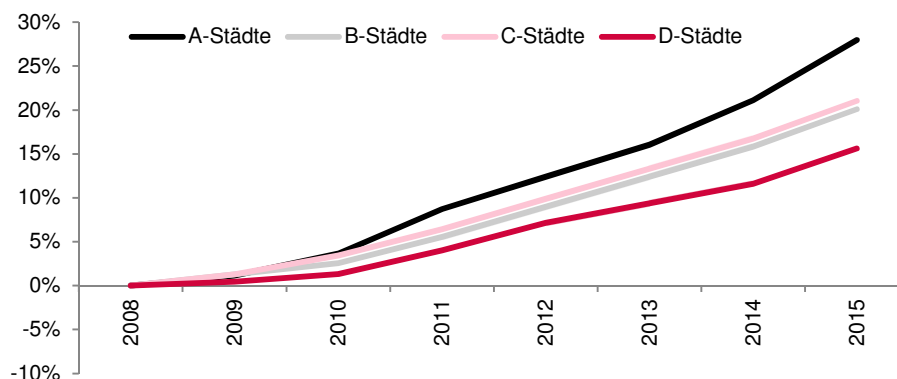
Indexentwicklung bei Wohn- und Gewerbeimmobilien



Quelle: vdp; GBC AG

Auch wenn eine besonders hohe Nachfrage in den so genannten A-Städten verzeichnet wurde, zeigt eine nach Städtetypen getrennte Betrachtung der Preisentwicklung eine vergleichsweise homogene Situation auf. Lediglich bei den so genannten D-Städten, also bei den kleineren, regional fokussierten Standorten wird eine noch vergleichsweise geringere Verteuerungsrates ersichtlich, was mit entsprechenden Nachholpotenzialen einhergeht. Während die A, B und C-Städte im Nachgang der Finanzkrise Preisanstiege zwischen 20,1 % (B-Städte) und 28,0 % (A-Städte) vorweisen, lag dieser Wert bei den D-Städten mit 15,6 % noch deutlich darunter. Die Coreo AG, dessen Immobilienportfolio derzeit vornehmlich Standorte aus dem Bereich der B, C- und D-Städte umfasst, dürfte entsprechend von noch vergleichsweise günstigen Einkaufspreisen, verbunden mit Aufholpotenzialen profitieren.

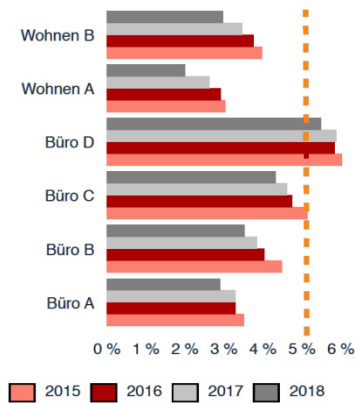
Preisentwicklung nach Städtetypen



Quelle: Bulwiengesa; GBC AG

Auch die Renditeentwicklung (IRR/interne Zins) einer Immobilie ist insbesondere abhängig von dem jeweiligen Teilsegment des Immobilienmarktes (Immobilienklasse) und der Lage (A-Lage oder Sekundärstandort) des Objektes. Gemäß den Studienautoren von Bulwiengesa lassen sich allgemein mit Immobilienobjekten an Sekundärstandorten höhere Renditen erwirtschaften als in „A-Lagen“. Die Coreo hat ihr Immobiliengeschäft speziell auf solche Standorte ausgerichtet, um ein besonders attraktives Rendite-Risiko-Verhältnis zu erzielen.

Renditeentwicklung (IRR) nach Städtetypen & Teilsegmenten



Quelle: Bulwiengesa; GBC AG

Fazit

Coreo ist im deutschen Gewerbe- und Wohnimmobilienmarkt aktiv und kann hierbei von Diversifikationseffekten profitieren. Zudem fokussiert sich die Immobiliengesellschaft auf Sekundärstandorte (B+C-Lagen), was ein attraktives Rendite-Risikoverhältnis ermöglicht. Vor dem Hintergrund der weiterhin positiven konjunkturellen Lage und dem andauernden Niedrigzinsumfeld, gehen wir von einem weiteren positiven Geschäftsverlauf des Marktumfelds aus. Die Rahmenbedingungen für die Immobiliengesellschaft sind aktuell und in naher Zukunft sehr günstig.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	0,00	0,06	0,56	0,98	1,42
sonstige betrl. Erträge	0,03	4,10	0,10	0,15	0,40
Erträge aus Beteiligungen	0,07	0,05	5,17	4,01	3,72
Gesamterträge	0,10	4,21	5,82	5,14	5,54
Personalaufwand	-0,30	-0,37	-0,70	-0,85	-1,00
Abschreibungen	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02
sonstige betrl. Aufwendungen	-2,27	-0,82	-1,80	-0,80	-1,00
EBIT	-2,47	3,01	3,31	3,47	3,52
Finanzerträge	0,00	0,00	0,78	1,79	2,16
Finanzaufwendungen	-4,79	-0,02	-1,90	-1,55	-1,50
EBT	-7,27	2,99	2,19	3,71	4,18
Steuern	0,00	0,00	-0,21	-0,29	-0,37
JÜ	-7,27	2,99	1,98	3,42	3,81
EBITDA	-2,47	3,02	3,32	3,49	3,54
in % der Gesamterträge	neg.	71,7%	57,1%	67,9%	63,9%
EBIT	-2,47	3,01	3,31	3,47	3,52
in % der Gesamterträge	neg.	71,5%	56,9%	67,6%	63,5%
Ergebnis je Aktie in €	-0,78	0,32	0,10	0,18	0,20
Aktienzahl in Mio. Stück	9,36	9,36	19,36	19,36	19,36
NAV			2,40 ^{*1}		
LTV			45,8% ^{*2}		

Quelle: Coreo AG; GBC AG; ^{*1}Erwarteter NAV zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung (pre money), ^{*2}Bankverbindlichkeiten der Tochterunternehmen bezogen auf deren Immobilienvermögen

Historische Geschäftsentwicklung

in Mio. €	GJ 2016	GJ 2017	31.08.2018
Umsatzerlöse	0,00	0,06	0,32
Gesamterträge	0,10	4,21	0,39
EBIT	-2,47	3,01	-1,18
Nachsteuerergebnis	-7,27	2,99	-1,97

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Unsere Analyse der historischen Geschäftsentwicklung der Coreo AG umfasst bewusst nur den Zeitraum ab dem Geschäftsjahr 2016, in dem auf der ordentlichen Hauptversammlung eine Änderung des Unternehmensgegenstandes auf den Immobilienbereich stattgefunden hatte. Zeitgleich hatte eine Umfirmierung von Nanostart AG auf Coreo AG stattgefunden. In den vorhergehenden Geschäftsjahren lag der Fokus der Gesellschaft auf Beteiligungen von Nanotechnologieunternehmen und damit liefert die operative Entwicklung vor der erfolgten Neustrukturierung keine gute Vergleichsbasis.

Darüber hinaus gilt es zu berücksichtigen, dass die Gesellschaft bisher keine konsolidierten Abschlüsse vorweist, was mit unterschiedlichen Implikationen einhergeht. So werden die Umsätze und Erträge der Objektgesellschaften nicht in der Gewinn- und Verlustrechnung der Coreo AG wiedergeben, sondern lediglich das Nachsteuerergebnis als Residualgröße im Beteiligungsergebnis (Finanzergebnis) abgebildet. Dies bedeutet, dass die klassischen GuV-Kennzahlen wie Umsatz, EBITDA und EBIT im Vergleich zu einem konsolidierten Abschluss deutlich niedriger ausfallen. Der Fokus wird hier auf dem Finanzergebnis liegen. In der Coreo-Bilanz ist zudem der jeweilige Beteiligungsbuchwert der Projektgesellschaften im langfristigen Finanzanlagevermögen enthalten. Zudem wird die Coreo AG durch die an die Tochtergesellschaften ausgereichten Darlehen zusätzlich positive Ergebnisbeiträge im Finanzergebnis vorweisen. Die immobilienbezogenen Bankfinanzierungen oder etwaige andere Fremdkapitalanteile auf Ebene der Objektgesellschaften sind nicht in der Coreo-Bilanz enthalten, was zu einer vergleichsweise schlanken Bilanzstruktur führt.

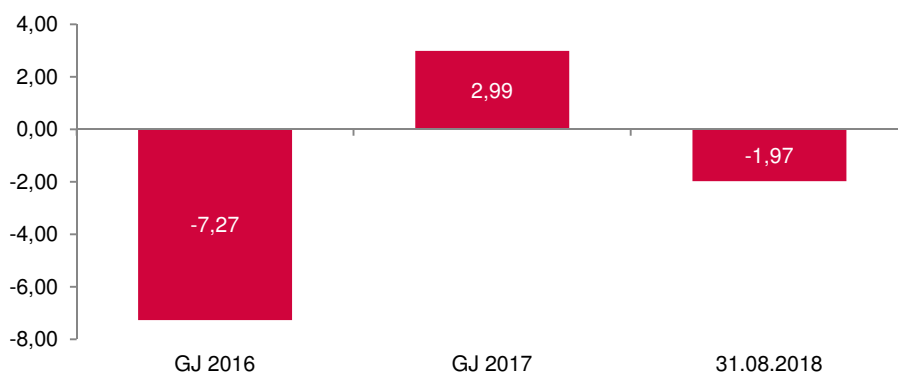
Die Umsatzerlöse der Coreo AG umfassen daher ausschließlich Erlöse im Zusammenhang mit erbrachten Dienstleistungen (Geschäftsführung, Verwaltung, Beratung, Marketing) für die Immobiliengesellschaften, enthalten jedoch keine Mieterlöse. Daher bewegen sich die Umsätze auf niedrigem Niveau, sollten allerdings parallel zum steigenden Immobilienbestand stark zunehmen. Dies wird bereits anhand der Umsatzentwicklung des laufenden Geschäftsjahres (01.01.18 - 31.08.18) mit einem Anstieg der Umsätze auf 0,32 Mio. € (GJ 17: 0,06 Mio. €) ersichtlich. Die erfolgten Investitionen im Immobilienbereich, mit dem Erwerb der ersten Immobilie im Mai 2017 sowie den volumenstarken Erwerben im ersten Halbjahr 2018, haben die Basis für die Dienstleistungsumsätze deutlich angehoben.

Zeitpunkt	Objekt	Kaufpreis	Tochtergesellschaft
Mai 2017	Bad Köstritz	2,8 Mio. €	Erste Coreo Immobilien VVG mbH
Juni 2017	Mannheim	3,05 Mio. €	Zweite Coreo Immobilien VVG mbH
August 2017	Bruchsal	3,68 Mio. €	Dritte Coreo Immobilien VVG mbH
April 2018	Göttingen	9,3 Mio. €	Coreo Göttingen Residential UG & Co. KG
Mai 2018	Hydra-Portfolio	20,6 Mio. €	Coreo Han UG & Co. KG und Coreo Solo UG & Co. KG

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Innerhalb von 12 Monaten wurden damit Immobilien zu einem Gesamtkaufpreis in Höhe von 39,43 Mio. € getätigt. Die Dienstleistungen gegenüber den einzelnen Tochtergesellschaften dürften vor dem Hintergrund des erstmaligen ganzjährigen Einbezugs der Tochtergesellschaften mit einem hohen Objektvolumen ab dem kommenden Geschäftsjahr deutlich ansteigen, jedoch auf absehbare Zeit weiter im einstelligen Millionenbereich bleiben.

Entwicklung des Nachsteuerergebnisses (in Mio. €)



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Dass die Coreo AG, bei einer sonst schlanken und konstanten Kostenstruktur, eine hohe Volatilität beim Nachsteuerergebnis aufweist, ist ausschließlich auf die Finanzanlagen in Nanotechnologiegesellschaften zurückzuführen und damit noch dem „Altgeschäft“ zuzuordnen. Dieses wurde zwar in den letzten Geschäftsjahren sukzessive aufgelöst, aktuell hält die Coreo AG in der Darstellung nach HGB noch eine nennenswerte Beteiligung in Höhe von 10,45 Mio. € an der in Berlin ansässigen börsennotierten MagForce AG sowie in Höhe von 0,50 Mio. € am Fonds NanoDimension LP.

Das hohe negative Ergebnis im Geschäftsjahr 2016 resultiert primär aus außerplanmäßigen Abschreibungen auf die Beteiligungen MagForce AG, Nanosys Inc. und Lumiphore Inc. (-4,79 Mio. €) sowie aus Buchverlusten aus der Veräußerung von Beteiligungen (-1,48 Mio. €). In 2016 wurden MagForce-Aktien unterhalb des Einstandswertes verkauft sowie die Beteiligung an der ItN Nanovation AG vollständig veräußert.

Im vergangenen Geschäftsjahr 2017 verzeichnete die MagForce AG hingegen einen deutlichen Kurssprung um 43,5 %, was zu einer ergebniswirksamen Zuschreibung in Höhe von 2,62 Mio. € geführt hatte. Darüber hinaus wurden MagForce-Anteile veräußert sowie die Beteiligung an der New Asia Investments mit einem Ergebnisbeitrag in Höhe von 1,38 Mio. € jeweils gewinnbringend veräußert, was insgesamt zu einem Anstieg des Nachsteuerergebnisses geführt hatte.

Zum 31.12.2017 waren erstmalig die operativ tätigen Tochtergesellschaften Erste bis Dritte Coreo Immobilien VVG mbH im Coreo-Konzernkreis enthalten, die insgesamt einen Jahresüberschuss in Höhe von ca. 23.000 € erwirtschaftet hatten und damit nicht in nennenswerter Weise zum Beteiligungsergebnis beigetragen haben. Die an die drei genannten Töchter ausgereichten Darlehen beliefen sich zum 31.12.2017 auf 2,93 Mio. € und generierten mit einem durchschnittlichen Zinssatz in Höhe von 2,7 % Finanzerträge in Höhe von 0,05 Mio. €.

Zum 30.08.2018 kletterte jedoch aufgrund des Erwerbs des Göttinger Portfolios sowie des Hydra-Portfolios das an die Tochtergesellschaften ausgereichte Darlehensvolumen erheblich auf 22,26 Mio. €, was zu einem Anstieg der Zinserträge auf Ebene der Coreo AG auf 0,42 Mio. € geführt hatte. Zur Finanzierung der Investitionen und damit der Dar-

lehensausreichungen hatte die Coreo AG Anfang 2018 eine Optionsanleihe (Laufzeit: 31.01.2022) mit einem Volumen in Höhe von 20,00 Mio. € (Stand 31.08.18: 18,00 Mio. €) und einem Kupon in Höhe von 10,0 % ausgegeben und damit kletterten die Finanzaufwendungen ebenfalls stark an, was insgesamt zu einem negativen Finanzergebnis in Höhe von -0,79 Mio. € (GJ 2017: 0,03 Mio. €) geführt hatte.

Infolge von Einmalaufwendungen (unter anderem aus der Anleiheemission) sowie den fehlenden Bewertungserträgen im laufenden Geschäftsjahr 2018 weist die Coreo AG zum 31.08.2018 ein negatives Nachsteuerergebnis in Höhe von -1,97 Mio. € aus. Dieses Ergebnisbild ist für Unternehmen, die sich in einer starken Expansionsphase befinden als nicht kritisch zu werten. Dies gilt umso mehr als die Coreo AG den Zwischenabschluss zum 31.08.18 nach HGB erstellt hat und dieser daher die marktüblichen ergebniswirksamen Wertaufholungen nicht umfasst. Portfoliobereinigungen, Nachvermietungen, Revitalisierungsmaßnahmen oder Sanierungen werden sukzessive in den nächsten Berichtsperioden erfolgen und erwartungsgemäß einen höheren Wertansatz bei den Objekten nach sich ziehen. Dass die Gesellschaft in der Lage ist, günstig Immobilien zu erwerben zeigt die Tatsache, dass die gutachterlichen Werte der Objekte bereits vor Durchführung der genannten Maßnahmen spürbar über den Einkaufspreisen liegen.

Fazit: die Gesellschaft befindet sich nach den ersten Immobilieninvestitionen Mitte 2017 derzeit in einer starken Expansionsphase. Das bisherige „Altgeschäft“, die Beteiligung an Unternehmen aus dem Bereich der Nanotechnologien, hatte zwar noch erhebliche Einflüsse auf die Ergebnisentwicklung der vergangenen Geschäftsjahre, dies dürfte jedoch sukzessive abnehmen. Anstelle dessen wird das Immobiliengeschäft stärker in den Vordergrund rücken und folglich für einen Anstieg des Finanzergebnisses (Ergebnisbeitrag der Immobiliengesellschaften, Verkaufserlöse im Zuge von Portfoliobereinigungen, Wertanstieg bei den Objekten, Finanzerträge aus den ausgereichten Darlehen) sorgen.

Historische Cashflowentwicklung

Während die hohe Investitionsgeschwindigkeit nur teilweise in der Gewinn- und Verlustrechnung der Coreo AG ersichtlich wird, sind die Investitionen und die damit verbundene Darlehensweitergabe an die Tochtergesellschaften besonders im operativen Cashflow abgebildet. Die Darlehen an die Objektgesellschaften werden in der Regel als kurzfristige Forderungen an verbundene Unternehmen deklariert und steigern damit das Nettoumlaufvermögen. Auf Ebene der Tochterunternehmen gehen jedoch die Objektinvestitionen, wie bei Immobilienunternehmen üblich, in den Investitions-cashflow ein. Auf Ebene der Coreo AG wird aber der Ausbau des Immobilienbestands im operativen Cashflow wiedergegeben.

Der Investitions-cashflow umfasste bislang größtenteils die Bewegungen der Finanzanlagen, also der Beteiligungen an Unternehmen aus dem Bereich Nanotechnologie. Im Zuge des stetigen Abverkaufs von Finanzanlagen und damit der sukzessiven Aufgabe des „Altgeschäftes“ lag dieser in den vergangenen Geschäftsjahren tendenziell im positiven Bereich.

in Mio. €	GJ 2016	GJ 2017	31.08.2018
Operativer Cashflow	-0,94	-2,79	-20,39
Investitions-Cashflow	1,42	2,50	-0,73
Finanzierungs-Cashflow	3,12	0,00	16,96
Summe	3,60	-0,29	-4,17

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Für die Finanzierung der Immobilieninvestitionen hat die Coreo AG Anfang 2018 eine Optionsanleihe mit einem Volumen in Höhe von 20,00 Mio. € ausgegeben. Der Auszahlungsstand zum 31.08.2018 liegt bei 18,00 Mio. € und dementsprechend kletterte der Finanzierungscashflow deutlich gegenüber dem Vorjahr. Aus der Optionsanleihe stehen der Gesellschaft weitere 2,00 Mio. € zur Verfügung. Grundsätzlich müssten aber, sofern keine über die bekannten Planungen hinausgehenden Immobilienverkäufe erfolgen sollten, die künftigen Investitionen über weitere Kapitalmaßnahmen oder über die Aufnahme von Fremdkapital gestemmt werden.

Vermögensbild der Coreo AG (HGB)

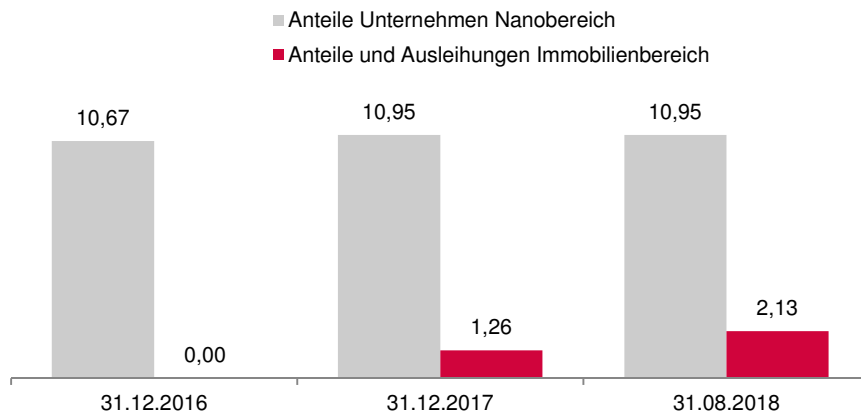
in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.08.2018
Eigenkapital	15,27	18,26	16,29
EK-Quote	98,5%	98,2%	46,7%
Finanzanlagen	10,67	12,21	13,07
Forderungen gegenüber Beteiligungen	0,00	3,03	23,21
Liquide Mittel	4,78	4,49	0,32
zinstragendes Fremdkapital	0,00	5,83	18,17

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Der Umstand, wonach die 100%igen Objektgesellschaften nicht in der Bilanz der Coreo AG vollkonsolidiert sind, wird insbesondere anhand der schlanken Bilanzstrukturen ersichtlich. Auf der Aktivseite erfolgt der Beteiligungsansatz der Objektgesellschaften, gemäß HGB-Prinzipien, nach den niedrigeren Anschaffungskosten und entspricht folglich lediglich dem eingezahlten Eigenkapital.

Daher liegen die Wertansätze der Immobilienunternehmen, inklusive einer Ausleihung in Höhe von 1,17 Mio. € an die Erste Coreo Immobilien VVG mbH, mit 2,13 Mio. € (31.08.18) noch auf niedrigem Niveau. Weiterhin sind für den überwiegenden Teil der Finanzanlagen in Höhe von 10,95 Mio. € die Nanotechnologie-Beteiligungen, hier vor allem die Beteiligung an der MagForce AG in Höhe von ca. 10,0 Mio. €, verantwortlich. Die Anteile an der börsennotierten MagForce AG stellen gemäß Unternehmensangaben frei veräußerbare Wertpapiere dar, womit sich erwartungsgemäß über die kommenden Jahre ein kontinuierlicher Liquiditätszufluss erzielen lässt.

Langfristige Finanzanlagen (in Mio. €)



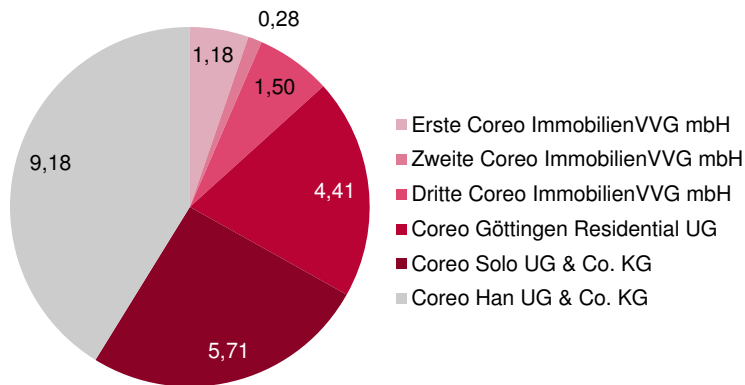
Quelle: Coreo AG; GBC AG

Aufgrund der fehlenden Konsolidierung ist auf der Passivseite der Coreo AG zudem das Fremdkapital der Tochtergesellschaften nicht enthalten und damit weist die Gesellschaft eine im Branchenvergleich hohe EK-Quote in Höhe von 46,7 % (31.08.18) auf. Der Rückgang der EK-Quote gegenüber dem letzten Bilanzstichtag ist eine Folge der beiden in 2018 erfolgten Immobilieninvestments (Göttingen-Portfolio; Hydra-Portfolio) für die auf Ebene der Coreo AG eine Optionsanleihe mit einem ausstehenden Volumen in Höhe von 18,00 Mio. € ausgegeben wurde. Die Optionsanleihe stellt derzeit die einzige zins-tragende Fremdkapitalkomponente der Muttergesellschaft dar.

Rund 90 % des Emissionsvolumens der Optionsanleihe wurde für den Erwerb des Göttinger und Hydra-Portfolios mit einem Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von 29,90 Mio. € verwendet und entsprechend den Objektgesellschaften Coreo Göttingen Residential UG, Coreo Solo UG & Co. KG sowie Coreo Han UG & Co. KG als Darlehen weiter-

gegeben. Das Volumen der an Tochterunternehmen ausgereichten Darlehen beläuft sich derzeit auf 22,26 Mio. € und verteilt sich folgendermaßen:

Darlehen an Objektgesellschaften (in Mio. €)



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Die Finanzierung der vorangegangenen Immobilienakquisitionen wurde einerseits durch den Abbau von Finanzanlagen aus dem Nanotechnologiebereich sowie andererseits durch eine im Nachgang der Strategieänderung durchgeführte Kapitalerhöhung in Höhe von 3,12 Mio. € (Dezember 2016) gestemmt. Im Falle einer Vollplatzierung der aktuell laufenden Kapitalerhöhung wird der Gesellschaft die Möglichkeit eröffnet, auch weiteres Fremdkapital aufnehmen können.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	0,06	0,56	0,98	1,42
Gesamterträge	4,16	5,82	5,14	5,54
EBIT	3,01	3,31	3,47	3,52
Nachsteuerergebnis	2,99	1,98	3,42	3,81

Quelle: GBC AG

Grundlage Prognose und Modellannahmen

Die Grundlage unserer nachfolgend ausformulierten Prognosen und Modellannahmen liefert zunächst das aktuell innerhalb der Tochtergesellschaften befindliche Immobilienportfolio. Zugleich haben wir die geplante Kapitalerhöhung in Höhe von bis zu 16,00 Mio. € mit in den kurz- bis mittelfristigen Prognosen einbezogen, wobei wir hierfür unternehmenstypische Investitionskennzahlen unterstellt haben.

Es gilt dabei die Besonderheit zu beachten, wonach die Coreo AG bisher keine Konsolidierung der Objektgesellschaften vornimmt. Demnach wird das Nachsteuerergebnis der Objektgesellschaften lediglich im Finanzergebnis der Coreo AG als Beteiligungsertrag ausgewiesen. Wir ziehen diese Netto-Ertragsposition in den Rohertrag der Coreo AG „hoch“, was zur Folge hat, dass die Objekterträge Bestandteil des operativen Ergebnisses (EBITDA, EBIT) werden.

Eine weitere Besonderheit ist die bisher rein nach HGB vorgenommene Bilanzierung der Objekte, nach dem konservativen Anschaffungs- und Herstellkostenprinzip. Die sich daraus ergebenden erheblichen stillen Reserven bergen unserer Ansicht nach ein hohes Bewertungspotenzial, welches nach einer HGB-Bilanzierung jedoch nicht sofort sichtbar ist. In unseren Prognosen haben wir auf Objektebene eine quasi-Bilanzierung nach den Marktwertprinzipien des IFRS vorgenommen, um damit die stillen Reserven sofort offenzulegen. Als Ausgangslage dafür haben wir das von der Coreo AG an Jones Lang LaSalle SE in Auftrag gegebene Wertgutachten zum aktuellen Immobilienportfolio herangezogen, welches im Rahmen des Wertpapierprospektes veröffentlicht wurde. Hierauf aufsetzend haben wir, analog zu unseren Investitionsprognosen sowie unter Einbezug marktüblicher Bewertungsfaktoren, für die nächsten Geschäftsjahre weitere Bewertungspotenziale identifiziert. Diese finden sich im Beteiligungsergebnis der Coreo AG (Nachsteuerergebnis auf Ebene der Tochtergesellschaften) wieder.

Die Finanzierung der Liegenschaftskäufe erfolgt auf Ebene der Objektgesellschaften und weist einen typischen Mix aus Eigen- und Fremdkapital auf. Wie bei dieser Struktur üblich, stellt die Coreo AG als Muttergesellschaft den Objektgesellschaften Kapital zur Verfügung, welches von Bankfinanzierungen flankiert werden kann. Hierfür hat die Coreo AG in 2018 eine 10,0 % Optionsanleihe im Volumen von 20,00 Mio. € (ausstehendes Volumen: 18,00 Mio. €) ausgegeben. Die hieraus eingenommenen liquiden Mittel wurden an die Tochtergesellschaften (vornehmlich Hydra- und Göttingen-Objektgesellschaften) zu einem ähnlichen Zinssatz vergeben, so dass die Finanzierungskosten der Coreo AG abdeckt sind.

Darüber hinaus verfügt die Coreo AG zum Stichtag 31.08.2018 über insgesamt etwas über 2,0 Mio. MagForce-Aktien, was, bezogen auf den Aktienkurs zum genannten Stichtag einem Beteiligungswert in Höhe von rund 12,5 Mio. € entspricht. Mit der Veräußerung der MagForce-Aktien könnte die Gesellschaft eine deutliche Ausweitung der verfügbaren Liquidität erreichen und damit die Finanzierung nennenswerter Investitionen

sicherstellen. Wir unterstellen einen Abverkauf der MagForce-Aktien über die kommenden vier Geschäftsjahre aus.

Grundsätzlich verfolgt die Coreo AG eine Buy-and-Hold-Strategie, im Rahmen dessen eine Weiterentwicklung der Assets (Abbau von Leerständen, Revitalisierungsmaßnahmen etc.) geplant ist. Das Geschäftsmodell umfasst aber auch die opportunistische Veräußerung von Objekten, die eine schnelle Realisierung von Wertsteigerungen ermöglichen. Zudem erfolgen im Nachgang von Portfolioakquisitionen Verkäufe von nicht zu einer mittel- bis langfristigen Halteperspektive passenden Immobilien stattfinden.

Strategie Hydra-Portfolio

Gute Beispiele einer Portfoliobereinigung ist der bereits erfolgte Verkauf von drei Geschäftshäusern in Trier, Marburg und Flensburg, welche ursprünglich mit dem Hydra-Portfolio erworben wurden. Die Gesellschaft hat die im Rahmen der Hydra-Akquisition erworbenen Objekte auf zwei Tochtergesellschaften (Coreo Solo und Coreo Han) mit unterschiedlichen Investmentstrategien aufgeteilt. Die Objekte der Coreo Solo UG & Co. KG machen rund 25 % (5,24 Mio. €) des Gesamtinvestitionsvolumens aus und sollen dabei kurzfristig veräußert werden. Die hieraus freigesetzten Finanzmittel, zuzüglich einer Gewinnmarge, sollen für die Sanierung der zu vermietenden sechs Objekte mit längerer Halteabsicht (Coreo Han UG & Co. KG) verwendet werden. Gemäß Unternehmensplanungen liegen die geplanten Kosten für die Sanierung, Ausbau und für die Neuvermietung der Objekte bei insgesamt 5,5 Mio. €. Nach Umbau und teilweiser Umwidmung der ehemaligen Bankschalterhallen ist geplant, die Objekte zur Erzielung von langfristigen Mieterlösen im Bestand zu halten. Unseren Erkenntnissen zur Folge dürften sich die Umbaumaßnahmen bis Mitte 2020 erstrecken.

Strategie Göttingen Portfolio

Beim im April 2018 erworbenen Göttinger Portfolio handelt es sich um ein Wohnimmobilienportfolio bestehend aus 432 Mikroapartments, verteilt auf 12 Mehrfamilienhäuser. Da die Tochtergesellschaft Coreo Göttingen Residential UG & Co. KG bei den im Bestand verbleibenden fünf Objekten noch keine 100 % Eigentumsquote aufweist, ist für vier von fünf Mehrfamilienhäusern geplant, diese im Wege von Zukäufen und den Tausch von Wohnungen in den vollständigen Besitz der Gesellschaft zu bringen. Nach Erreichen dieser Quote soll eine Revitalisierung vorgenommen werden, um auf diese Weise Mietsteigerungen zu realisieren sowie stille Reserven zu heben. Der Eigenkapitalanteil des geplanten CAPEX sollte durch den Liquiditätszufluss aus dem Verkauf von sieben Mehrfamilienhäusern des Göttinger Portfolios gedeckt sein.

In unseren nachfolgend ausformulierten Prognosen haben wir daher, über die kommenden 1,5 Jahre einen stetigen Zufluss aus der Veräußerung von etwa 16 Wohneinheiten unterstellt. Hierfür orientieren wir uns an ortsüblichen Konditionen.

Strategie Mannheimer Portfolio

Das Mannheimer Portfolio ist ein Paradebeispiel für die von der Gesellschaft verfolgte wertschaffende Wachstumsstrategie. Das im Geschäftsjahr 2017 erworbene Portfolio besteht aus Lager- und Büroflächen und umfasst einige bereits erschlossene Entwicklungsflächen. Die vermieteten Gebäude generieren, bezogen auf den Kaufpreis, eine Mietrendite von mehr als 10,5 %.

Nicht nur die hohe Mietrendite, sondern insbesondere die deutlichen Optimierungspotenziale lassen die Mannheimer Liegenschaft als sehr interessant erscheinen. So könn-

ten insbesondere die leerstehenden Gebäudeteile und ungenutzten Grundstücke, entsprechend vielfältiger Nutzungskonzepte neu bebaut, ausgebaut oder vermietet werden. Auch die Veräußerung von Gebäuden oder Grundstücken erscheint vor diesem Hintergrund eine wahrscheinliche Option. Hier wurde beispielsweise mit der Vermarktung eines Neubauprojektes, welches ein 2.500 qm Bürogebäude umfasst, begonnen. Der Baubeginn soll entsprechend dem Erreichen einer vordefinierten Vorvermietungsquote erfolgen. In unseren Prognosen haben wir, neben den Mieterträgen, Erträge aus der Bebauung der freistehenden Flächen sowie Veräußerungserlöse unterstellt. Gemäß Unternehmensangaben soll bei einer geplanten Flächenreduktion in Höhe von über 50 % eine Minderung der Kapitalbindung um 15 % erreicht werden.

Strategie Portfolios Bruchsal und Bad Köstritz

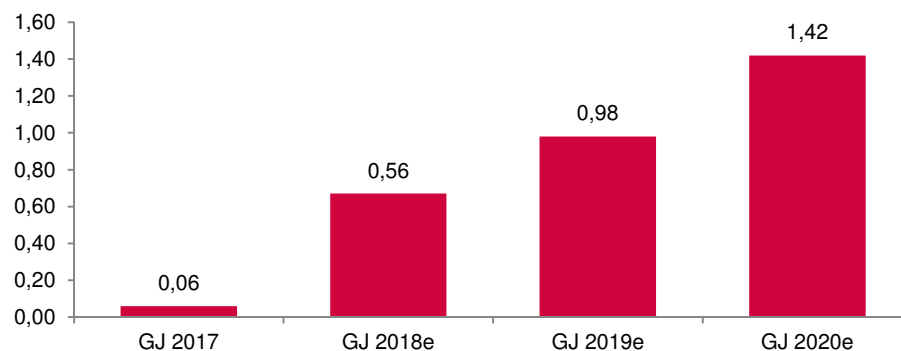
Die Liegenschaften in Bruchsal (Gewerbeimmobilie) und in Bad Köstritz (4 Wohnhäuser/100 Wohneinheiten) sollen, unserem Verständnis nach, als mietgenerierende Objekte im Bestand verbleiben. Bei Mietrenditen in Höhe von 11,6 % (Bad Köstritz) bzw. 8,7 % (Bruchsal) werden die Objekte vergleichsweise hohe und stetige Mieterlöse nach sich ziehen.

Neue Investitionen aus Mitteln der Kapitalerhöhung

Unter der Annahme einer erfolgreichen Kapitalerhöhung, sollten der Coreo AG bei einer vollständigen Platzierung der neuen Aktien brutto insgesamt bis zu 16,00 Mio. € zufließen. Es ist geplant, den vollständigen Emissionserlös für die Investition in neue Projekte zu verwenden. Wir unterstellen hierfür einen vergleichsweise konservativen Loan-to-Value (LTV) von 60 % und damit könnte die Coreo AG neue Investitionen in Höhe von insgesamt bis zu 40 Mio. € stemmen (GBC-Annahme: bis 2020). Für unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen haben wir bei diesem Investitionsvolumen einen Querschnitt der Multiples bei den bisher erfolgten Liegenschaftserwerben unterstellt. Die neuen Investitionen sollten eine Steigerung der Mieterträge, das Heben stiller Reserven sowie Veräußerungserlöse nach sich ziehen. Dies haben wir entsprechend auf Ebene der Objektgesellschaften sowie als Residualgröße bei der Muttergesellschaft Coreo AG berücksichtigt.

Prognosen der Einnahmen 2018 - 2020

Umsatzprognosen 2018 – 2020



Quelle: GBC AG

Die Umsatzerlöse der Coreo AG werden in der nicht konsolidierten Darstellung weiterhin ausschließlich die Erlöse im Zusammenhang mit den für die Tochterunternehmen erbrachten Dienstleistungen darstellen. Zu nennen sind hier unter anderem Geschäftsfüh-

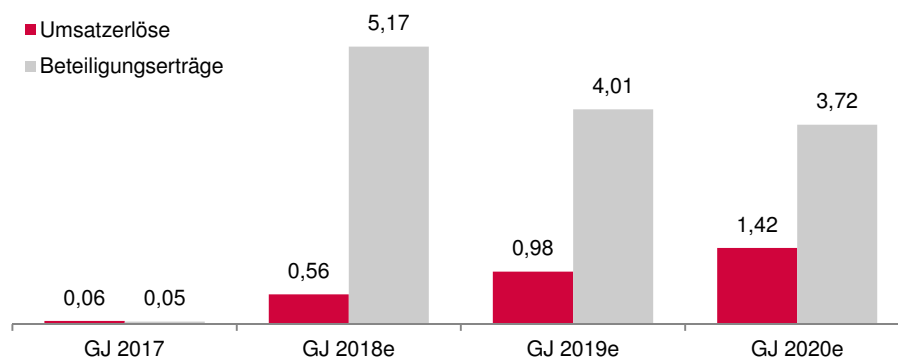
rung, Verwaltung, Beratung, Marketing oder die Vermittlung von Fremdkapital. Die Wachstumsstrategie wird sich daher auch in den Umsatzerlösen der Coreo AG wiederfinden, da mit zunehmendem Immobilienbestand oder den steigenden Objektinvestitionen umfangreichere Dienstleistungen in Anspruch genommen werden:

Gemäß der dargestellten Vorgehensweise, wonach die Objektgesellschaften bisher nicht voll konsolidiert werden, werden flankierend hierzu in nennenswerter Höhe Beteiligungserträge (Nettoergebnis der Objektgesellschaften) erwirtschaftet. Die Prognose der Beteiligungserträge haben wir unter Zugrundelegung der umseitig dargestellten portfoliobezogenen Strategie erstellt. Bereits für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir dabei mit einem sprunghaften Anstieg der Beteiligungserträge auf 5,20 Mio. €, nachdem diese im Vorjahr lediglich bei 0,05 Mio. € lagen.

Einerseits rechnen wir in den Beteiligungserträgen erstmalig eine quasi-Anwendung der IFRS-Rechnungslegung auf Ebene der Objektgesellschaften ein, was eine Aufdeckung der stillen Reserven nach sich zieht. Als Grundlage dafür haben wir das aktuelle Wertgutachten über das Gesamtportfolio der Coreo AG herangezogen, welches ein Bestandteil des aktuellen Wertpapierprospektes ist. Gemäß Wertgutachten besitzen die Objekte insgesamt einen Marktwert in Höhe von 45,58 Mio. €. Demgegenüber stehen die bilanziell erfassten Bruttanschaffungskosten in Höhe von ca. 41,6 Mio. €, woraus sich stille Reserven in Höhe von rund 4,0 Mio. € ergeben. In unseren Prognosen wird noch im laufenden Geschäftsjahr, auf Ebene der Objektgesellschaften, eine vollständige ertragswirksame Aufdeckung der stillen Reserven erfolgen.

Für die Folgejahre haben wir, analog zu den geplanten Investitionen (Hydra-Portfolio: 5,5 Mio. €; Göttingen-Portfolio: 7,3 Mio. €) ebenfalls Marktwertanpassungen einberechnet.

Prognose Gesamterträge 2018 - 2020



Quelle: GBC AG

Neben den Marktwertanpassungen werden die deutlich steigenden Mieterträge aber auch die geplanten Veräußerungserlöse die Ergebnisse der Objektgesellschaften positiv beeinflussen. Für das laufende Geschäftsjahr 2018 haben wir etwa die überwiegende gewinnbringende Veräußerung der Objekte der Tochtergesellschaft Coreo Solo angenommen. Dies ist insofern realistisch, da die bereits veräußerten Immobilien in Trier, Marburg und Flensburg mit 85 % den Großteil des Objektvolumens von Coreo Solo darstellen. Im kommenden Geschäftsjahr dürfte zudem teilweise das zum Verkauf klassifizierte Göttingen-Teilportfolio ebenfalls gewinnbringend veräußert werden.

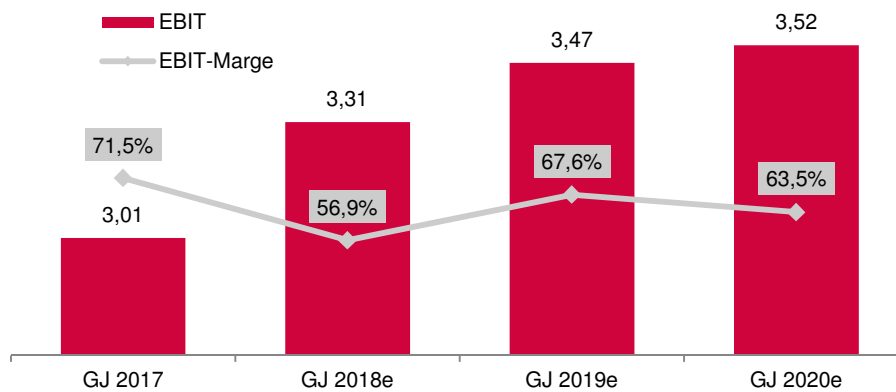
Da die Beteiligungserträge die Summe der Nachsteuerergebnisse der Objektgesellschaften darstellen, sind hier die Finanzierungskosten (Bankverbindlichkeiten, Gesellschafterdarlehen) bereits enthalten. Nach Abzug der Steueraufwendungen handelt es sich damit um Residualgrößen, weswegen die Coreo AG, da der überwiegende Teil der Kosten auf

Ebene der Objektgesellschaften berücksichtigt ist, vergleichsweise hohe Ergebnismargen aufweist.

Ergebnisprognosen 2018 - 2020

Wir gehen davon aus, dass die Coreo AG auch in den Folgejahren von den vergleichsweise schlanken Kostenstrukturen profitieren wird, wodurch die Gesellschaft ein verhältnismäßig hohes Rentabilitätsniveau aufweisen sollte. Im eingeschwungenen Zustand sollte die Coreo AG sogar eine EBIT-Marge in Höhe von 65 % erreichen. Wie dargestellt, ist dies lediglich dadurch möglich, da den Beteiligungserträgen keine Kosten gegenüberstehen:

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



Quelle: GBC AG

Da das von der Coreo AG aufgenommene Fremdkapital in der Regel zu vergleichbaren Konditionen zeitnah an die Objektgesellschaften weitergereicht wird, dürfte die Coreo AG tendenziell ein ausgeglichenes Finanzergebnis aufweisen. Bezeichnend hierfür steht beispielsweise die Weitergabe der aus der Ausgabe der Optionsanleihe aufgenommenen 18 Mio. € an die Gesellschaften des Göttinger-Portfolios und Hydra-Portfolios zu einem Zinssatz von 10,0 % - 11,0 %. Die Optionsanleihe ist dabei mit 10,0 % verzinst, so dass die Zinszahlungen vollständig aus Zinseinnahmen gedeckt werden können.

Entsprechend dürfte sich das EBIT (abzüglich Steueraufwendungen) nahezu vollständig auf das Nachsteuerergebnis durchschlagen. Wir haben dabei die noch bestehenden Verlustvorräte in Höhe von insgesamt ca. 26,0 Mio. € (12,5 Mio. € Körperschaftssteuer; 13,5 Mio. € Gewerbesteuer) steuermindernd in der konkreten Schätzperiode sowie im DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Coreo AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 bis 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2025 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 63,9% angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge mit 15,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Coreo AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 %.**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,49.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,46 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,76 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,76 % errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 3,10 €.** Es handelt sich hierbei um eine post-money-Bewertung, die einen Kapitalzufluss aus der derzeit laufenden Kapitalerhöhung in Höhe von 16,00 Mio. € berücksichtigt. Neben dem Kapitalzufluss geht die derzeitige Kapitalmaßnahme mit höheren Umsatz- und Ertragsschätzungen einher.

DCF-Modell

Coreo AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	63,9%	ewige EBITA - Marge	62,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,2%	effektive Steuerquote im Endwert	15,0%
Working Capital zu Umsatz	13,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Gesamterträge (GS)	5,82	5,14	5,54	5,67	5,82	5,96	6,11	6,26	
GS Veränderung	38,4%	-11,8%	7,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%
GS zu operativen Anlagevermögen	0,95	0,52	0,39	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	
EBITDA	3,32	3,49	3,54	3,62	3,72	3,81	3,90	4,00	
EBITDA-Marge	57,1%	67,9%	63,9%	63,9%	63,9%	63,9%	63,9%	63,9%	
EBITA	3,31	3,47	3,52	3,60	3,69	3,78	3,88	3,97	
EBITA-Marge	56,9%	67,6%	63,5%	63,5%	63,4%	63,4%	63,4%	63,4%	62,0%
Steuern auf EBITA	-0,32	-0,27	-0,05	-0,18	-0,37	-0,57	-0,58	-0,60	
zu EBITA	9,8%	7,8%	1,5%	5,0%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBI (NOPLAT)	2,99	3,20	3,46	3,42	3,32	3,21	3,29	3,38	
Kapitalrendite	281,0%	52,3%	33,5%	23,1%	18,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,1%
Working Capital (WC)	0,00	0,50	0,75	0,77	0,79	0,81	0,83	0,85	
WC zu GS	0,0%	9,7%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	
Investitionen in WC	-0,22	-0,50	-0,25	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,12	9,85	14,05	17,09	17,52	17,96	18,40	18,86	
AFA auf OAV	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	
AFA zu OAV	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	
Investitionen in OAV	-4,85	-3,74	-4,21	-3,07	-0,45	-0,46	-0,48	-0,49	
Investiertes Kapital	6,12	10,35	14,80	17,86	18,31	18,76	19,23	19,71	
EBITDA	3,32	3,49	3,54	3,62	3,72	3,81	3,90	4,00	
Steuern auf EBITA	-0,32	-0,27	-0,05	-0,18	-0,37	-0,57	-0,58	-0,60	
Investitionen gesamt	-5,07	-4,24	-4,46	-3,08	-0,47	-0,48	-0,50	-0,51	
Investitionen in OAV	-4,85	-3,74	-4,21	-3,07	-0,45	-0,46	-0,48	-0,49	
Investitionen in WC	-0,22	-0,50	-0,25	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-2,07	-1,03	-0,98	0,36	2,87	2,76	2,83	2,90	43,96

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	30,11	33,77
Barwert expliziter FCFs	5,69	7,22
Barwert des Continuing Value	24,42	26,56
Nettoschulden (Net debt)	-26,99	-26,20
Wert des Eigenkapitals	57,10	59,98
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	57,10	59,98
Ausstehende Aktien in Mio.	19,36	19,36
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,95	3,10

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,49
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	70,0%
Fremdkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	30,0%
Taxshield	28,7%
WACC	8,8%

Kapitalrendite	WACC				
	6,8%	7,8%	8,8%	9,8%	10,8%
15,1%	3,61	3,20	2,92	2,71	2,55
16,1%	3,76	3,31	3,01	2,78	2,61
17,1%	3,90	3,43	3,10	2,86	2,68
18,1%	4,05	3,54	3,19	2,93	2,74
19,1%	4,19	3,65	3,28	3,01	2,80

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.htm>

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.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 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: (4,5a,5b,6a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

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



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