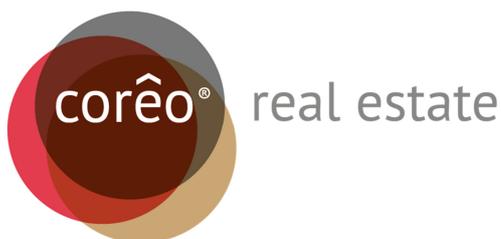




Researchstudie (Anno)

Coreo AG



- Höheres Investitionsvolumen in 2020 erwartet
- Deutliches Umsatz- und Ergebniswachstum prognostiziert

Kursziel: 2,60 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 17

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“

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

Kaufen

Kursziel: 2,60 Euro

aktueller Kurs: 1,29 €
16.06.20 / XETRA; 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0B9VV6
WKN: A0B9VV
Börsenkürzel: CORE
Aktienanzahl³: 17,54
Marketcap³: 22,63
EnterpriseValue³: 36,49
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 29,1 %

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

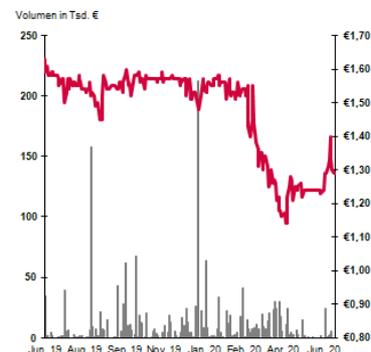
Fokus: Gewerbe- und Wohnimmobilien

Mitarbeiter: 10 Stand: 31.12.2019

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 Gewerbe- und Wohnimmobilien. Hier werden Wirtschaftsstandorte mit hohen Renditeniveaus in Deutschland bevorzugt, was die Grundlage für langfristige und stabile Mieteinnahmen 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	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatz	7,41	11,16	18,93	25,58
EBITDA	2,52	5,52	10,89	14,99
EBIT	2,50	5,51	10,87	14,97
Jahresüberschuss	-0,86	2,40	5,91	8,93

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,05	0,14	0,34	0,51
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,92	3,27	1,93	1,43
EV/EBITDA	14,48	6,61	3,35	2,43
EV/EBIT	14,58	6,62	3,36	2,44
KGV	neg.	9,42	3,83	2,53
KBV	0,80			

Finanztermine

18.06.2020: Hauptversammlung
10.09.2020: Forum Financial & Real Estate
Oktober 2020: HJ-Bericht 2020

**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

EXECUTIVE SUMMARY

- Seitdem die Coreo AG den Fokus auf den Aufbau eines Wohnimmobilien- und Gewerbeportfolios gelegt hat, wurden in den vergangenen Geschäftsjahren mehrere Objekte sowie Immobilienportfolios erworben. Zum 31.12.2019 verfügte die Gesellschaft über einen bilanziellen Objektbestand in Höhe von 44,38 Mio. € (31.12.18: 40,02 Mio. €), welcher insbesondere aufgrund von Bewertungseffekten gegenüber dem Vorjahreswert ausgebaut wurde. Das Ziel im Geschäftsjahr 2019 über neue Investitionen eine Verdoppelung des Immobilienbestandes zu erreichen, wurde daher zwar nicht erreicht. Allerdings hat die Coreo AG innerhalb eines Joint Venture 10,1 % an der Frankfurter Immobilie St Martin Tower sowie im November 2019 ein 272 Wohnungen und eine Gewerbeeinheit umfassendes Portfolio in NRW erworben. Der Nutzen- und Lastenübergang des NRW-Portfolios fand jedoch erst in 2020 statt, weswegen diese Neuinvestition noch nicht in den 2019er Zahlen enthalten ist.
- Infolge des erfolgten Portfolioausbaus der vergangenen Jahre verbesserten sich die Mieterlöse in 2019 auf 2,92 Mio. € (VJ: 2,16 Mio. €). Parallel dazu lagen die Veräußerungserlöse mit 2,98 Mio. € (VJ: 6,73 Mio. €) planmäßig unter dem Vorjahreswert. In 2019 wurden dabei Teilverkäufe in Mannheim, Verkäufe von Objekten des Hydra-Portfolios sowie der Verkauf von Einzelobjekten in Göttingen getätigt. Der Verkauf unter anderem von Objekten des Göttinger Portfolios (5,88 Mio. €) wurde erst nach Bilanzstichtag umsatz- und ergebniswirksam. Schließlich weist die Coreo AG, als dritte Erlösponente, Bewertungserträge in Höhe von 3,06 Mio. € (VJ: 2,64 Mio. €) aus.
- Aufgrund der niedrigeren Veräußerungserlöse und des damit rückläufigen Veräußerungsergebnisses sowie gestiegenen Modernisierungs- und Umbaumaßnahmen weist die Coreo AG ein rückläufiges EBIT in Höhe von 2,50 Mio. € (VJ: 4,89 Mio. €) auf. Zwar reduzierten sich die Finanzaufwendungen, das Nachsteuerergebnis lag dennoch mit -0,86 Mio. € (VJ: 1,66 Mio. €) im negativen Bereich.
- Im laufenden sowie in den kommenden Geschäftsjahren sollte der Break-Even wieder deutlich übertroffen werden. Einerseits dürfte die Gesellschaft auf Basis des aktuellen Objektbestandes weiter Mietsteigerungen erreichen. Vor allem die Vermietung bestehenden Leerstandes beim Hydra-Portfolio dürfte zu einem Anstieg der Mieterträge führen. Parallel dazu sollte die Gesellschaft alleine schon aus der bereits erfolgten Veräußerung der Göttinger-Objekte einen starken Anstieg der Veräußerungserlöse verzeichnen. Das Bewertungsergebnis sollte infolge der Investitionen in das bestehende Portfolio, hier insbesondere in das Hydra-Portfolio, über dem Wert des Vorjahres liegen.
- Ein weiterer Aspekt unserer Prognosen sind die geplanten Objekterwerbe. Zwar rechnet die Coreo AG, innerhalb von 4 – 5 Jahren den Immobilienbestand auf über 400 Mio. € zu steigern, wir gehen bei unseren Planungen jedoch konservativer vor. Für die kommenden drei Geschäftsjahre rechnen wir mit Investitionen in einem Volumen von jeweils 40 Mio. €, wobei in 2020 mit dem Erwerb des NRW-Portfolios bereits ein großer Teil der Investitionen erfolgt ist. Die liquiden Mittel in Höhe von 5,20 Mio. € zuzüglich dem Liquiditätszugang aus der Veräußerung unter anderem der Göttinger Objekte (5,88 Mio. €) sowie der jüngst durchgeführten Kapitalerhöhung (1,91 Mio. €) dürften einen ausreichenden finanziellen Spielraum gewähren. Der Bestand an MagForce-Aktien in Höhe von 5,80 Mio. € ist hier hinzuzurechnen.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 2,60 € ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 1,29 € vergeben wir damit das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

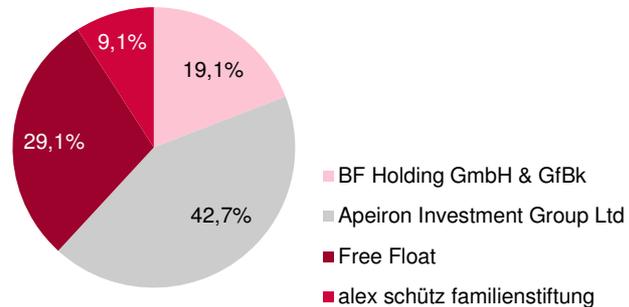
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Highlights 2019	4
Neue Investitionen im Einzelnen	5
Joint Venture zum Erwerb der Immobilie St Martin Tower	5
Wohnportfolio NRW	5
Markt und Marktumfeld	6
Unternehmensentwicklung	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2019	8
Ertragsentwicklung 2019	8
Ergebnisentwicklung 2019	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
Prognose und Bewertung	12
Umsatzprognosen 2020 - 2022	13
Ergebnisprognosen 2020 – 2022	13
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

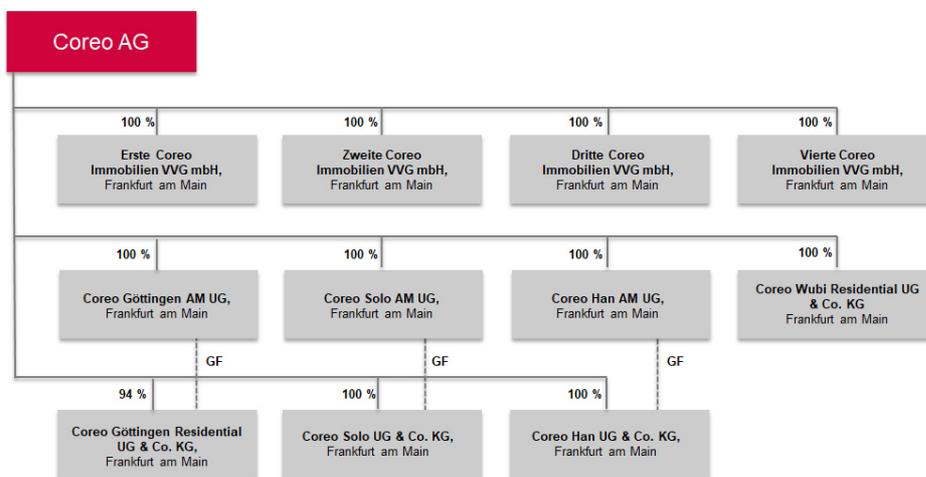
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
BF Holding GmbH	19,1%
Apeiron Investment Group Ltd	42,7%
alex schütz familienstiftung	9,1%
Free Float	29,1%

Quelle: Coreo AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Highlights 2019

April 2019: Für eine Immobilie des Hydra-Portfolios wurde mit der B&B Hotels GmbH ein 20-Jahres-Mietvertrag abgeschlossen. Bereits im Januar 2019 wurde für die im Erdgeschoss gelegene Gewerbefläche in Frankfurt ein Mietvertrag geschlossen. Darüber hinaus wurde eine Immobilie in Werdohl und damit das vierte von sechs zur Veräußerung anstehenden Objekten veräußert.

Juli 2019: Verkauf eines Teils des Göttinger Portfolios an einen institutionellen Investor. Verkauft wurden dabei rund 25 % des insgesamt 430 Einheiten umfassenden und Mitte 2018 erworbenen Portfolios.

Oktober 2019: Im Wege eines Off-Market Share Deals beteiligt sich die Coreo AG am Erwerb der Frankfurter Büroimmobilie „St Martin Tower“ im Rahmen eines Joint Ventures mit Barings Real Estate. Der Coreo-Anteil am Joint Venture beträgt 10,1 %.

Oktober 2019: Veräußerung eines rund 10%igen Anteils des in 2017 erworbenen Gewerbeareals in Mannheim für einen Kaufpreis von 1,325 Mio. €. Der Übergang von Nutzen und Lasten erfolgte noch in 2019 und war entsprechend in der Berichtsperiode umsatz- und ergebniswirksam.

November 2019: Erwerb eines 272 Wohnungen und eine Gewerbeeinheit umfassenden Portfolios an den Standorten Wuppertal, Bielefeld, Gelsenkirchen und Lünen (NRW-

Wohnungsportfolio). Das nahezu vollständig vermietete Portfolio soll gemäß Unternehmensangaben größtenteils im Bestand (Wuppertal, Bielefeld) sowie der kleinere Teil entwickelt und veräußert (Gelsenkirchen, Lünen) werden. Der Übergang erfolgte zum Beginn des laufenden Geschäftsjahres 2020.

Neue Investitionen im Einzelnen

Die ursprüngliche Investitionsplanung des Coreo-Managements sah bis zum Ende 2019 eine Verdoppelung des Immobilienbestandes auf ca. 80 Mio. € vor, was für das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 einem Neuinvestitionsvolumen von etwa 40 Mio. € entsprochen hätte. Zwar wurde das von der Gesellschaft erwartete Investitionsvolumen mit dem neuen Joint Venture zum Erwerb des St. Martin Towers in Frankfurt, in Höhe von rund 15 Mio. € (EK-Anteil: 5,81 Mio. €) deutlich unterschritten, hätte man jedoch die am Jahresende erfolgte Investition des NRW-Portfolios hinzugezogen, dann hätte die Gesellschaft insgesamt Investitionen in Höhe von ca. 32 Mio. € (eigene Berechnungen) ausgewiesen. Der Nutzen- und Lastenwechsel des Wohnungsportfolios in NRW fand jedoch erst nach dem Bilanzstichtag 31.12.2019 statt.

Joint Venture zum Erwerb der Immobilie St Martin Tower

Als Juniorpartner (Beteiligung: 10,1 %) innerhalb des Joint Ventures an der Erwerbsgesellschaft der Frankfurter Immobilie „St Martin Tower“ ist die Coreo AG Teilhaber des bisher größten Objektes der Unternehmenshistorie geworden. Es handelt sich dabei um einen rund 26.000 qm großen Bürokomplex, bestehend aus zwei miteinander verbundenen Gebäudeteilen (Tower und Wing). Das in der Frankfurter City West gelegene Objekt dürfte in etwa zum Marktpreis erworben worden sein, welcher zuletzt gemäß Voreigentümer bei ca. 146 Mio. € lag. Entsprechend des 10%igen Beteiligungsanteils lag das von der Coreo AG in das Joint Venture aufgebrauchte Eigenkapital bei 5,81 Mio. €.

Wohnportfolio NRW

Im November 2019 hatte die Coreo AG ein 272 Wohnungen und eine Gewerbeinheit umfassendes Portfolio an den Standorten Wuppertal, Bielefeld, Gelsenkirchen und Lünen erworben. Das nahezu vollständig vermietete Portfolio soll gemäß Unternehmensangaben teilweise im Bestand bleiben (Wuppertal, Bielefeld) sowie ein anderer Teil entwickelt und veräußert (Gelsenkirchen, Lünen) werden. Der Übergang hat dabei erst im laufenden Geschäftsjahr 2020 stattgefunden und ist demzufolge noch nicht in den Zahlen des abgelaufenen Geschäftsjahres enthalten.

MARKT UND MARKTUMFELD

Gemäß der Unternehmensstrategie liegt der Fokus der Coreo AG auf dem Aufbau eines Gewerbe- und Wohnimmobilienportfolios in Deutschland insbesondere in den deutschen Wirtschaftsstandorten, die noch nicht so stark von den hohen Preissteigerungen der A-Standorte geprägt sind. In diesen so genannten B- und C-Lagen umfasst der Immobilienbestand der Gesellschaft ein Objekt sowie fünf Bestandsportfolios. Beim St Martin Tower-Joint Venture weicht die Coreo AG opportunistisch zwar vom strategischen Fokus ab, wie das Investment in das NRW-Wohnportfolio beweist, liegt die Konzentration weiterhin auf den noch unterentwickelten Immobilienstandorten Deutschlands.

Das grundsätzliche Immobilienmarktumfeld könnte dabei kurzfristig von Corona-bedingten Auswirkungen geprägt sein. Die allgemeinen Konjunkturdaten zeigen dabei einen starken Rückgang der Wirtschaftsleistung mit einer entsprechend rückläufigen Entwicklung der Beschäftigtenzahlen sowie einer Reduktion der Einkommen. In der Regel hat dies einen negativen Effekt auf die Immobilienpreise.

Einer im April 2020 veröffentlichten empirischen Studie des Institutes der deutschen Wirtschaft zur Folge wird aber von einer vergleichsweise soliden Entwicklung im Wohnungsmarktsektor ausgegangen. Dass sich die Mieten, als maßgeblicher Faktor für die Wohnungsentwicklung, auch in Krisenphasen stabil entwickeln, lässt sich besonders anhand der vergangenen Wirtschaftskrise ablesen. Da eine Mietreduktion einen dauerhaften Effekt haben kann, werden im Zweifel kurzfristige Leerstände akzeptiert, was zu einer unteren Begrenzung der Mietniveaus führt. Folglich hatten kurzfristige BIP-Rückgänge in der Vergangenheit keine sichtbaren Effekte auf die Mietniveaus.

Etwas stärkere Auswirkungen dürfte die Corona-Pandemie auf den Gewerbeimmobilienbereich sowie auf die Immobilientransaktionen haben. Auch wenn hierzu noch keine aktualisierten Zahlen vorliegen, so waren in den vergangenen Krisen insbesondere Büroimmobilien und Einzelhandelsimmobilien am stärksten betroffen. Da die Coreo AG bei den Gewerbeimmobilien zum Teil über langjährige Mietverträge verfügt, sollten sich die Auswirkungen in Grenzen halten. Dies gilt auch vor dem Hintergrund, da die Gesellschaft derzeit keine nennenswerten Hotel- oder Gaststättenobjekte hält.

In den vergangenen Jahren hatte sich das Transaktionsvolumen in Deutschland jeweils dynamisch entwickelt. In 2019 wechselten Immobilien im Wert von 91,58 Mrd. € den Besitzer, ein Plus von 15,9 % gegenüber dem Vorjahr. Im ersten Quartal 2020, also noch vor den starken Corona-Auswirkungen, lag gemäß JLL der Anstieg des Transaktionsvolumens aufgrund großvolumiger Unternehmensübernahmen und Beteiligungen sogar bei 82,1 % auf 28,00 Mrd. €. Hier waren schon zahlreiche Prozesse und Transaktionen bereits angeschoben, so dass im März noch kein Rückgang sichtbar wurde. Allerdings haben sich die Erwartungen mittlerweile deutlich verschlechtert. Gemäß einer Umfrage von Ernst & Young wird in diesem Jahr ein sinkendes Investmentvolumen erwartet. Positiv für die Coreo AG ist hier der Umstand, wonach Wohn- und Logistikimmobilien am wenigsten hiervon betroffen sein sollten.

Zudem sollte sich der Fokus der Coreo AG auf den aus Immobiliensicht noch unterentwickelten B-, C- und D-Städten als Vorteil erweisen. Da diese Standorte noch nicht an den starken Preissteigerungen der A-Lagen partizipiert haben, sollte das Risiko von Preisrückgängen geringer sein. Insofern ist der Fokus der Coreo AG mit dem Investitionsschwerpunkt auf den Gewerbe- und Wohnimmobilienmarkt in den deutschen Sekundärstandorten sowohl vom Kaufpreisaspekt her betrachtet als auch von den Renditenerwartungen als nachvollziehbar zu werten.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Erlöse aus Vermietung	2,16	2,92	3,71	7,00	10,24
Veräußerungserlöse	6,73	2,98	7,78	10,30	10,00
Buchwert der veräußerten Immobilien	-4,23	-1,55	-5,79	-7,04	-7,40
Bewertungsergebnis	2,64	3,06	5,46	8,67	12,74
andere Erlöse	0,37	0,00	0,05	0,05	0,05
sonstige betriebliche Erträge	1,43	0,05	0,50	0,90	1,00
Materialaufwand	-1,10	-2,59	-3,68	-6,25	-8,44
Rohertag	8,01	4,87	8,02	13,64	18,19
Personalaufwand	-0,75	-0,81	-0,90	-1,00	-1,10
Abschreibungen	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,35	-1,55	-1,60	-1,75	-2,10
EBIT	4,89	2,50	5,51	10,87	14,97
Finanzerträge	0,14	0,04	0,50	0,50	0,50
Finanzaufwendungen	-2,53	-2,18	-2,81	-3,49	-3,57
EBT	2,50	0,36	3,20	7,88	11,90
Steuern	-0,85	-1,22	-0,80	-1,97	-2,98
Periodenergebnis	1,66	-0,86	2,40	5,91	8,93
EBITDA	4,91	2,52	5,52	10,89	14,99
in % der Umsatzerlöse	67,2%	34,0%	49,5%	57,5%	58,6%
EBIT	4,89	2,50	5,51	10,87	14,97
in % der Umsatzerlöse	67,0%	33,8%	49,4%	57,4%	58,5%
Ergebnis je Aktie in €	0,10	-0,05	0,14	0,34	0,51
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktienzahl in Mio. Stück	15,95	15,95	17,54	17,54	17,54

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2019

in Mio. €	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Mieterlöse	0,48	2,16	2,92
Veräußerungserlöse	0,00	6,73	2,98
Bewertungsergebnis	0,00	2,64	3,06
EBIT	3,24	4,89	2,50
Nachsteuerergebnis	3,08	1,66	-0,86

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Ertragsentwicklung 2019

Im Geschäftsjahr 2016 hat die Coreo AG ihren Unternehmensfokus, der bis dahin noch auf Beteiligungen aus dem Nanotechnologiebereich lag, auf den Aufbau eines Gewerbe- und Wohnimmobilienportfolios gelegt. Nachdem das erste Immobilieninvestment mit dem Erwerb von vier Wohnblöcken in Bad Köstritz im Geschäftsjahr 2017 erfolgte, hat die Coreo AG in den vergangenen Berichtsperioden weitere fünf Objekte bzw. Immobilienportfolios erworben. Insgesamt beläuft sich der Gesamtkaufpreis auf 45,24 Mio. €, wobei hier das Ende 2019 erworbene Wohnimmobilienportfolio in NRW aufgrund des in 2020 erfolgten Nutzen- und Lastenwechsels nicht enthalten ist:

Zeitpunkt	Objekt	Kaufpreis
Mai 2017	Bad Köstritz	2,8 Mio. €
Juni 2017	Mannheim	3,05 Mio. €
August 2017	Bruchsal	3,68 Mio. €
April 2018	Göttingen	9,3 Mio. €
Mai 2018	Hydra-Portfolio	20,6 Mio. €
Oktober 2019	St Martin Tower (10,1 % Beteiligung innerhalb eines JV)	ca. 15 Mio. €

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Damit hat die Gesellschaft sukzessive die Basis für den Ausbau der Gesamterträge gelegt. Entsprechend der Unternehmensstrategie, die sowohl die Bestandshaltung als auch den opportunistischen „wertschaffenden“ Objektverkauf abdeckt, erwirtschaftet Coreo AG sowohl Mieterträge als auch Verkaufserlöse. Zudem können im Rahmen einer jährlichen gutachterlichen Marktwertermittlung ertragswirksame Wertzuschreibungen erfasst werden.

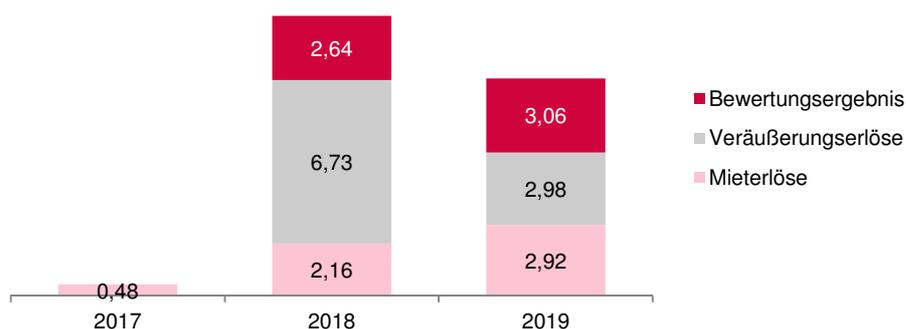
Infolge des fortgesetzten Portfolioausbaus sowie aufgrund der Nachvermietung freier Flächen verbesserten sich die **Mieterlöse** auf 2,92 Mio. € (VJ: 2,16 Mio. €). Besondere Treiber waren dabei der erstmals ganzjährige Einbezug der Mieterlöse des Göttinger Portfolios sowie die erfolgreiche Objektvermietung im Hydra-Portfolio. Zudem war die Coreo AG in der Lage, bei den Objekten in Bad Köstritz sowie in Bruchsal leichte Mietsteigerungen zu erreichen.

Die Verkaufserlöse, die noch im Vorjahr die planmäßige **Veräußerung** von Objekten des Hydra-Portfolios enthielten, lagen mit 2,98 Mio. € (VJ: 6,73 Mio. €) noch deutlich unter dem Vorjahreswert. In 2019 wurden dabei Teilverkäufe in Mannheim, Verkäufe von Objekten des Hydra-Portfolios sowie der Verkauf von Einzelobjekten in Göttingen getätigt. Zwar wurden in 2019 im größeren Umfang unter anderem Göttinger Objekte an institutionelle Investoren veräußert, die Transaktionen in einem Volumen in Höhe von 5,88 Mio. € wurden jedoch erst nach dem Bilanzstichtag umsatzwirksam und sollte entsprechend zu einem Anstieg der Veräußerungserlöse des laufenden Geschäftsjahres führen.

Die gutachterliche Objektbewertung hatte eine ergebniswirksame Wertzuschreibung in Höhe von 3,06 Mio. € (VJ: 2,64 Mio. €) nach sich gezogen. Alle Objektportfolios weisen dabei Wertzuwächse auf, wobei hier insbesondere das Objekt Bruchsal von einer Mietverlängerung mit der METRO Cash & Carry (METRO GASTRO) profitierte.

Dass die Gesamterträge mit insgesamt 8,96 Mio. € (VJ: 11,53 Mio. €) unter dem Vorjahreswert lagen, ist damit ausschließlich eine Folge der niedrigeren Veräußerungserlöse:

Aufteilung der Ertragskomponenten (in Mio. €)



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 2019

Die rückläufige EBIT-Entwicklung auf 2,50 Mio. € (VJ: 4,89 Mio. €) lässt sich dabei einerseits mit den niedrigeren Gesamterträgen sowie dem rückläufigen Veräußerungsergebnis begründen, auf der anderen Seite hatte die Gesellschaft jedoch in einem stärkeren Umfang Aufwendungen für Instandhaltung sowie für die Modernisierung und Sanierung der Objekte ausgewiesen. Besonders umfangreiche Modernisierungs- und Umbauarbeiten wurden beim Hydra-Portfolio sowie bei den Wohnimmobilien des Göttinger Portfolios vorgenommen. Folglich legten die Materialaufwendungen auf 2,59 Mio. € (VJ: 1,10 Mio. €) spürbar zu, was bei sonst nur geringen Veränderungen in den weiteren Kostenpositionen zum dargestellten EBIT-Rückgang geführt hatte.

Die rückläufige EBIT-Entwicklung wurde von leicht rückläufigen Finanzaufwendungen begleitet, die mit -2,14 Mio. € (VJ: -2,39 Mio. €) etwas unterhalb des Vorjahreswertes lagen. Dabei war der Wert der Vergleichsperiode 2018 noch von einem höheren ausstehenden Volumen der mit 10 % verzinsten Coreo-Optionsanleihe belastet. Im Dezember 2018 erfolgte eine Teilrückzahlung in Höhe von 5,0 Mio. €, was das Finanzergebnis des abgelaufenen Geschäftsjahres 2019 entsprechend entlastet hatte. Das in 2019 neu eingegangene Joint Venture zum Erwerb des St Martin wurde größtenteils über die Einzahlungen aus den Immobilienverkäufen finanziert und beim neu erworbenen NRW-Portfolio erfolgte der Nutzen- und Lastenwechsel nach dem Bilanzstichtag, so dass die Coreo AG keinen wesentlichen Anstieg bei den Bankverbindlichkeiten ausweist.

Dass die Coreo AG ein negatives Nachsteuerergebnis in Höhe von -0,86 Mio. € (VJ: 1,66 Mio. €) ausweist, liegt zudem am Steueraufwand in Höhe von 1,22 Mio. € (VJ: 0,85 Mio. €), der das Vorsteuerergebnis übertroffen hat.

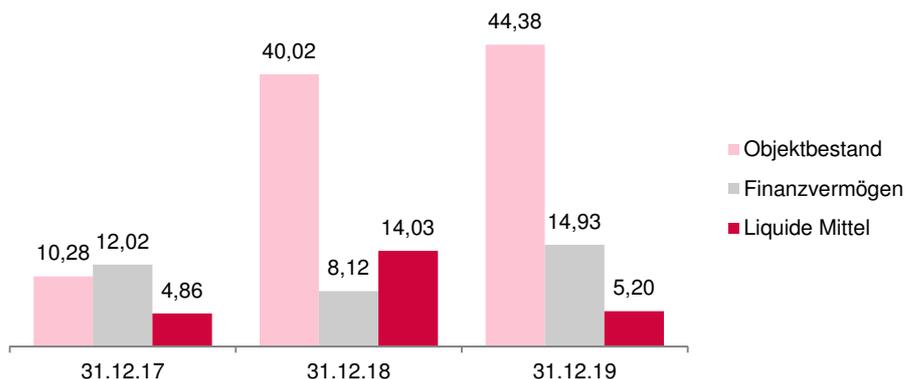
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Eigenkapital	19,42	30,24	28,32
EK-Quote	71,0%	44,2%	42,6%
Objektbestand	10,28	40,02	44,38
zinstragendes Fremdkapital	7,46	35,32	33,96
LTV	72,6%	88,3%	76,5%
Finanzvermögen (inkl. JV für St Martin Tower)	12,02	8,12	14,93
Liquide Mittel	4,86	14,03	5,20
Net Debt	-9,42	13,17	13,83
Cashflow (operativ)	-0,80	-11,30	-5,25
Cashflow (Investition)	-6,57	-17,00	-2,33
Cashflow (Finanzierung)	7,44	37,47	-1,26

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Nach dem starken Portfolioausbau im Geschäftsjahr 2018 ist in 2019 lediglich das neue Joint Venture zum Erwerb des Frankfurter Bürohochhauses St Martin Tower eingegangen. Beim erworbenen NRW-Wohnportfolio hatte der Nutzen- und Lastenwechsel erst nach dem Bilanzstichtag stattgefunden so dass beim Objektbestand in Höhe von 44,38 Mio. € (31.12.18: 40,02 Mio. €) noch nicht das geplante Wachstum gezeigt werden konnte. Davon waren zum 31.12.2019 5,88 Mio. € für die kurzfristige Veräußerung vorgesehen, die unter anderem mit Verkäufen des Göttinger Portfolios zusammenhängen und zum Zeitpunkt dieser Studienveröffentlichung bereits verkauft waren. Da im Objektbestand keine Neuinvestitionen erfolgt sind (St Martin Tower – Joint Venture ist im Finanzvermögen enthalten) ist der bilanzielle Anstieg ausschließlich auf Bewertungserträge zurückzuführen. Hier sind sowohl Mietvertragsverlängerungen zu attraktiven Konditionen als auch Wertsteigerungen infolge von durchgeführten Renovierungs- und Instandhaltungsmaßnahmen enthalten.

Entwicklung der wichtigsten Vermögenspositionen (in Mio. €)



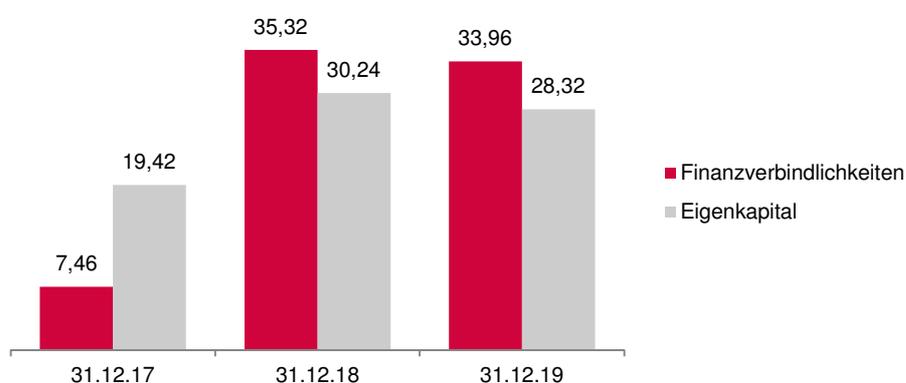
Quelle: Coreo AG; GBC AG

Coreo AG weist mit 14,93 Mio. € (31.12.18: 8,12 Mio. €) Finanzvermögen in einem relevanten Umfang auf. Es handelt sich dabei einerseits um Beteiligungen, wie etwa das St Martin Tower-Joint Venture in Höhe von 5,81 Mio. €. Auf der anderen Seite hält die Coreo AG, aus dem Altgeschäft vor Beginn der Immobilienaktivitäten heraus, Wertpapiere an börsennotierten Unternehmen. Wichtig ist hier vor allem die Beteiligung an der MagForce AG in Höhe von 5,80 Mio. € (31.12.18: 7,71 Mio. €), die kurz- bis mittelfristig abgebaut werden soll. Daraus sollte die Gesellschaft einen erheblichen Liquiditätsmittelzufluss generieren, der für den geplanten Objektausbau verwendet werden soll.

Zum 31.12.19 verfügte die Gesellschaft über liquide Mittel in Höhe von 5,20 Mio. € (31.12.18: 14,03 Mio. €), welche sich jedoch zwischenzeitlich durch den Verkauf der Objekte in Göttingen sowie durch den Erwerb des NRW-Portfolios erheblich verändert haben dürften.

Bei der Objektfinanzierung liegt zum 31.12.2019 ein LTV (Loan-to-Value) von 76,5 % (88,3 %) vor, was gegenüber dem Vorjahr einer deutlichen Verbesserung entspricht. Da das neue Investment in das St Martin Tower-Joint Venture ohne Fremdkapitalaufnahme erfolgt ist, sowie darüber hinaus in einem geringen Umfang Bankkredite zurückgeführt wurden, minderte sich der Kreditbestand auf 33,96 Mio. € (31.12.18: 35,32 Mio. €). Unter Berücksichtigung der gestiegenen Objektwerte ergibt sich in Summe der LTV-Rückgang.

Eigenkapital und zinstragende Finanzverbindlichkeiten



Quelle: Coreo AG; GBC AG

PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Mieterlöse	2,92	3,71	7,00	10,24
Veräußerungserlöse	2,98	7,78	10,30	10,00
Bewertungsergebnis	3,06	5,46	8,67	12,74
EBIT	2,50	5,51	10,87	14,97
Nachsteuerergebnis	-0,86	2,40	5,91	8,93

Quelle: GBC AG

Mit der Fokussierung auf Wohn- und Gewerbeimmobilien mit regionaler Ausrichtung auf Wirtschaftsstandorte mit hohen Renditeniveaus, weist die Coreo AG ein vergleichsweise solides Geschäftsmodell auf. Dies gilt insbesondere für das Vermietungsgeschäft, welches gemäß Vorstandsangaben in der aktuellen Corona-Krise keine Belastungen erfahren hatte. Beispielhaft können hier die weitestgehend vermieteten Objekte in Bad Köstritz, Bruchsal oder Göttingen aufgeführt werden. Es liegen dabei einerseits langfristige Mietverträge mit Gewerbemietern vor (Metro in Bruchsal). Andererseits liegen bei den Wohnimmobilien, die ohnehin im preisgünstigen Niveau angesiedelt sind, bislang noch keine Corona-bedingten Ausfälle vor. Lediglich die Immobilientransaktionen, also die geplante Veräußerung bestehender Objekte oder geplante neue Investitionen könnten von der Corona-Pandemie beeinflusst sein. Auch hier erkennt der Coreo-Vorstand momentan keine Belastungen, zumal die Erholungsanzeichen immer deutlicher werden.

Als Basis für unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen haben wir das bestehende Immobilienportfolio herangezogen, zuzüglich des in 2019 erworbenen und in 2020 übergebenen NRW-Portfolios. Darüber hinaus sollte die Coreo AG, gemäß ihrer kommunizierten wertschöpfenden Wachstumsstrategie, in den kommenden Geschäftsjahren nennenswerte Neuinvestitionen vornehmen, welche ebenfalls die Basis unserer Schätzungen darstellen. Die langfristige ambitionierte Investitionsplanung, wonach der Immobilienbestand in den kommenden 4 – 5 Jahren auf über 400 Mio. € ausgebaut werden soll, ist nach wie vor gültig. Das ursprüngliche Ziel einer Verdoppelung des Immobilienbestandes im Geschäftsjahr 2019 hatte sich jedoch als zu optimistisch erwiesen. In 2019 wurde lediglich das St Martin Tower-Joint Venture eingegangen.

Für das laufende Geschäftsjahr halten wir ein Investitionsvolumen in Höhe von rund 40 Mio. € als eine realistische Annahme. Insbesondere vor dem Hintergrund, da mit dem Erwerb des NRW-Portfolios (Kaufpreis gemäß Unternehmensangaben im niedrigen zweistelligen Mio.-Volumen) bereits ein großer Teil der geplanten Investitionen erfolgt ist. Für die kommenden Geschäftsjahre unterstellen wir ebenfalls Neuinvestitionen in Höhe von jeweils 40 Mio. €.

Für die Finanzierung der Objektankäufe kalkulieren wir ein Loan-to-Value von 75 %. Zum Geschäftsjahresende 2019 verfügt die Coreo AG über liquide Mittel in Höhe von 5,20 Mio. €. Darüber hinaus beläuft sich der Bestand an MagForce-Aktien auf 5,80 Mio. €, was im Falle der geplanten Veräußerung die liquiden Mittel weiter anheben würde. Einen weiteren Liquiditätszugang verzeichnete die Gesellschaft im Rahmen einer am 03.06.2020 durchgeführten Kapitalerhöhung in Höhe von 1,91 Mio. € (1,59 Mio. neue Aktien zu 1,20 €). Rechnet man den Liquiditätszugang aus dem in 2020 erfolgten Verkauf der Objekte unter anderem in Göttingen in Höhe von etwa 5,9 Mio. € hinzu, sollte die Coreo AG derzeit über einen erheblichen Liquiditätsbestand verfügen. Unserer Ansicht nach sollte die Finanzierung des von uns unterstellten Investitionsvolumens (inkl. NRW-Portfolio) damit gut möglich sein.

Bei den möglichen Liegenschaftserwerben, deren Zugang wir auf die kommenden drei Geschäftsjahre verteilt haben, orientieren wir uns hinsichtlich der Objektgröße, der Multiples etc. an den von der Coreo AG bislang getätigten Investitionen. Unverändert gehen wir davon aus, dass die neuen Investitionen dabei sowohl eine deutliche Steigerung der Mieterträge aber auch die Hebung stiller Reserven ermöglichen. Gleichzeitig dürften unseres Erachtens daraus auch Teilverkäufe vorgenommen werden.

Umsatzprognosen 2020 - 2022

Auf Basis der konsolidierten Darstellung, im Rahmen dessen die Objektgesellschaften voll im Konzernabschluss abgebildet werden, wird die Coreo AG künftig Mieterlöse und Veräußerungserlöse aufweisen. Darüber hinaus beziehen wir Zuschreibungserträge auf den Objektbestand in unseren Prognosen mit ein. Neben den Neuinvestitionen wird der bereits erworbene aktuelle Objektbestand, zumindest die Entwicklung des laufenden Geschäftsjahres 2020 prägen.

Wir unterstellen dabei einen Anstieg der Mieterträge sowohl durch eine sukzessive Reduktion des Leerstands bei bestehenden Objekten als auch neue Mieterlöse im Zusammenhang mit den geplanten Neuinvestitionen. Bei den bestehenden Objekten sollte insbesondere die Vermietung freier Flächen des Hydra-Portfolios zu einem Erlösanstieg führen. Parallel dazu sollte die Gesellschaft alleine schon aus der bereits erfolgten Veräußerung der Göttinger-Objekte einen starken Anstieg der Veräußerungserlöse verzeichnen. Das Bewertungsergebnis, als dritte Erlösponente, sollte infolge der Investitionen in das bestehende Portfolio, hier insbesondere in das Hydra-Portfolio, über dem Wert des Vorjahres liegen. In den kommenden Geschäftsjahren sollten die Instandhaltungs- und Renovierungsmaßnahmen in Göttingen zu entsprechenden Wertsteigerungen führen.

Umsatzprognosen (in Mio. €)

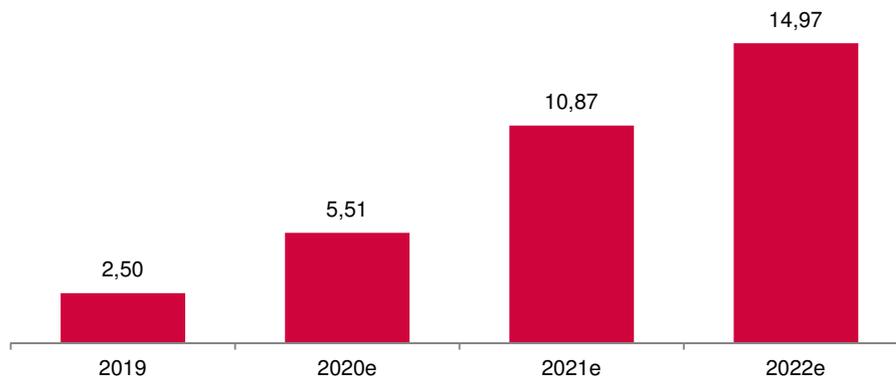


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen 2020 – 2022

Grundsätzlich dürfte die Coreo AG ein für Bestandshalter typisches Ergebnisbild, welches weiterhin von hohen Rentabilitätsniveaus geprägt sein dürfte, vorweisen. Der Materialaufwand, als größte Kostenposition, enthält dabei vornehmlich die nicht umlagefähigen Nebenkosten und ist somit im Verhältnis zu den Umsatzerlösen variabel. Zudem sollte die Gesellschaft von einer tendenziell rückläufigen Kostenquote im Overhead-Bereich profitieren. Die EBIT-Marge sollte sich dementsprechend oberhalb von 50 % stabilisieren:

EBIT (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Ausgehend von unserer EBIT-Prognose sollte das Nachsteuerergebnis in den kommenden Geschäftsjahren ein jeweils deutlich positives Niveau erreichen. Hier ist auch der investitionsbedingte Anstieg bei den Finanzaufwendungen enthalten, für die wir eine FK-Quote von 75 % unterstellen. Insgesamt sollte aber die Gesellschaft von einer sukzessiven Verbesserung der Finanzkonditionen profitieren. Wir gehen dabei von einer zinsgünstigeren Refinanzierung der zum 31.01.2022 auslaufenden und mit einem Kupon von 10 % ausgestatteten Optionsanleihe aus. Konkrete Pläne hierfür sind uns jedoch nicht bekannt. Zugleich hat das Coreo-Management in den vergangenen Berichtsperioden Konditionenverbesserungen bei bestehenden Darlehen erreicht.

Bewertung

Modellannahmen

Die Coreo AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 bis 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 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 58,6% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25,0 % 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 1,00 %, was dem von uns für unser Modell derzeit festgelegten Minimalwert entspricht.**

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 9,21 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 55 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,97%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2021 entspricht als Kursziel 2,60 €.**

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	58,6%	ewige EBITA - Marge	58,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,0%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	31,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	11,16	18,93	25,58	26,22	26,88	27,55	28,24	28,94	
US Veränderung	50,5%	69,7%	35,1%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,13	0,15	0,15	0,16	0,16	0,16	0,17	0,17	
EBITDA	5,52	10,89	14,99	15,37	15,75	16,14	16,55	16,96	
EBITDA-Marge	49,5%	57,5%	58,6%	58,6%	58,6%	58,6%	58,6%	58,6%	
EBITA	5,51	10,87	14,97	15,32	15,70	16,09	16,50	16,91	
EBITA-Marge	49,4%	57,4%	58,5%	58,4%	58,4%	58,4%	58,4%	58,4%	58,7%
Steuern auf EBITA	-1,38	-2,72	-3,74	-3,83	-3,92	-4,02	-4,12	-4,23	
zu EBITA	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	4,13	8,15	11,23	11,49	11,77	12,07	12,37	12,68	
Kapitalrendite	9,4%	9,1%	8,5%	6,6%	6,7%	6,8%	7,0%	7,1%	7,2%
Working Capital (WC)	5,50	7,00	8,00	8,20	8,40	8,61	8,83	9,05	
WC zu Umsatz	49,3%	37,0%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	
Investitionen in WC	-0,16	-1,50	-1,00	-0,20	-0,20	-0,21	-0,22	-0,22	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	84,47	124,94	166,48	167,31	168,14	168,99	169,83	170,68	
AFA auf OAV	-0,02	-0,02	-0,02	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
AFA zu OAV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Investitionen in OAV	-45,93	-40,49	-41,56	-0,88	-0,89	-0,89	-0,90	-0,90	
Investiertes Kapital	89,97	131,94	174,48	175,51	176,55	177,60	178,66	179,73	
EBITDA	5,52	10,89	14,99	15,37	15,75	16,14	16,55	16,96	
Steuern auf EBITA	-1,38	-2,72	-3,74	-3,83	-3,92	-4,02	-4,12	-4,23	
Investitionen gesamt	-46,09	-41,99	-42,56	-1,08	-1,09	-1,10	-1,11	-1,12	
Investitionen in OAV	-45,93	-40,49	-41,56	-0,88	-0,89	-0,89	-0,90	-0,90	
Investitionen in WC	-0,16	-1,50	-1,00	-0,20	-0,20	-0,21	-0,22	-0,22	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-41,94	-33,82	-31,31	10,45	10,73	11,02	11,31	11,61	188,81

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	98,19	138,86
Barwert expliziter FCFs	-19,59	12,87
Barwert des Continuing Value	117,78	125,99
Nettoschulden (Net debt)	56,21	93,02
Wert des Eigenkapitals	41,98	45,84
Fremde Gewinnanteile	-0,16	-0,18
Wert des Aktienkapitals	41,82	45,67
Ausstehende Aktien in Mio.	17,54	17,54
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,38	2,60

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,49
Eigenkapitalkosten	9,2%
Zielgewichtung	55,0%
Fremdkapitalkosten	5,2%
Zielgewichtung	45,0%
Taxshield	18,4%
WACC	7,0%

Kapitalrendite	WACC				
	6,4%	6,7%	7,0%	7,3%	7,6%
6,7%	3,06	2,45	1,92	1,44	1,03
7,0%	3,46	2,82	2,26	1,76	1,32
7,2%	3,87	3,19	2,60	2,08	1,62
7,5%	4,27	3,57	2,95	2,40	1,92
7,7%	4,68	3,94	3,29	2,72	2,21

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:

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>

§ 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,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, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), 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