



Researchstudie (Anno)

Coreo AG



- **Höchstes Investitionsvolumen der Historie getätigt**
- **Aktive Investitionsstrategie wird weiter verfolgt**

Kursziel: 2,15 €
Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

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: 2,15 EUR
(bisher: 2,60 EUR)

aktueller Kurs: 1,04 €
26.05.21 / XETRA; 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0B9VV6
WKN: AOB9VV
Börsenkürzel: CORE
Aktienanzahl³: 22,55
Marketcap³: 23,45
EnterpriseValue³: 67,90
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:
Freiverkehr
Marktsegment:
Open Market

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

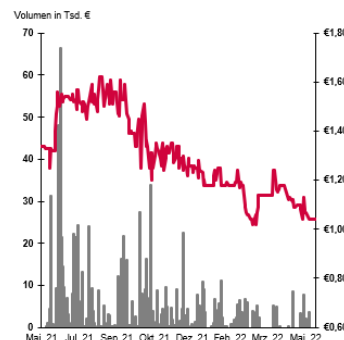
Fokus: Gewerbe- und Wohnimmobilien

Mitarbeiter: 11 Stand: 31.12.2021

Gründung: 2003

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Dennis Gothan, Michael Tegeuder



Die Coreo AG mit Sitz in Frankfurt am Main ist ein auf deutsche Wohnimmobilien fokussiertes 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-Portfolios/-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	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Gesamterträge	16,53	13,03	29,18	29,23
EBITDA	2,87	4,53	13,24	14,25
EBIT	2,84	4,22	12,89	13,90
Jahresüberschuss	-0,89	0,99	6,76	7,28

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,05	0,04	0,30	0,32
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Gesamterträge	4,11	5,21	2,33	2,32
EV/EBITDA	23,70	14,98	5,13	4,76
EV/EBIT	23,92	16,08	5,27	4,88
KGV	neg.	23,70	3,47	3,22
KBV	0,87			

Finanztermine

Oktober 2022: HJ-Bericht 2022

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

04.10.2021: RS / 2,60 / KAUFEN

19.08.2021: RS / 2,60 / KAUFEN

21.12.2020: RS / 2,35 / KAUFEN

03.11.2020: RS / 2,35 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Auch das abgelaufene Geschäftsjahr 2021 war bei der Coreo AG von den Auswirkungen der Corona-Pandemie in Form eines erschwerten Zugangs zu Objekten geprägt. Nichtsdestotrotz war die Gesellschaft in der Lage, mit drei Akquisitionen, die Wachstumsstrategie fortzusetzen. Im Rahmen von zwei Asset-Deals wurden zwei Gewerbeportfolios im Wert von rund 12 Mio. € erworben. Darüber hinaus wurde der Erwerb eines großen Wohn- und Gewerbeportfolios, bei dem im laufenden Geschäftsjahr 2022 der Nutzen- und Lastenwechsel erfolgen soll, bekannt gegeben. Wir gehen hier von einem Gesamtkaufpreis von etwas über 50 Mio. € aus, womit dies der größte Erwerb der Unternehmensgeschichte wäre.
- Mit der Fortsetzung des Wachstumskurses sowie durch Mietsteigerungen beim bestehenden Portfolio haben sich die Mieterlöse der Coreo AG auf 4,35 Mio. € (VJ: 3,52 Mio. €) erhöht. Innerhalb von vier Geschäftsjahren hat die Coreo AG das Niveau der Mieterlöse dabei mehr als verdoppelt. Parallel dazu stiegen mit dem planmäßigen Verkauf von Objekten aus dem Mannheimer Portfolio, dem NRW-Portfolio sowie Teile des Hydra-Portfolios die Veräußerungserlöse auf 10,32 Mio. € (VJ: 6,09 Mio. €) stark an. Das Veräußerungsergebnis lag dabei mit 1,37 Mio. € (VJ: 0,49 Mio. €) erneut im positiven Bereich. Schließlich hat das Objektmanagement und Investitionen in Bestandsobjekten zu einem Bewertungsergebnis in Höhe von 1,85 Mio. € (VJ: 0,85 Mio. €) geführt.
- Der deutliche Gesamterlösanstieg auf 16,53 Mio. € (VJ: 10,45 Mio. €) findet sich in einer EBIT-Steigerung auf 2,84 Mio. € (VJ: -0,69 Mio. €) wieder. Auf Ebene des Nachsteuerergebnisses wurde mit -0,89 Mio. € (VJ: -2,44 Mio. €) erneut die Gewinnschwelle verfehlt. Auf der einen Seite ist der Finanzaufwand, aufgrund der höheren FK-Inanspruchnahme, auf 2,97 Mio. € (VJ: 2,32 Mio. €) gestiegen, auf der anderen Seite sind die Steueraufwendungen auf 0,91 Mio. € (VJ: Steuerertrag in Höhe von 0,38 Mio. €) deutlich angestiegen.
- Gemäß Unternehmens-Guidance wird für das laufende Geschäftsjahr mit einer Jahresnettokaltmiete in Höhe von 3,8 Mio. € gerechnet. Dies dürfte sich ab dem kommenden Geschäftsjahr, alleine schon aus dem Zugang des großen Wohnimmobilienportfolios, um weitere ca. 3,8 Mio. € verdoppeln. Hinzu kommt die Nachvermietung bei bestehenden Immobilien, so dass die Mietertragsbasis weiter gesteigert wird. Ebenfalls plant die Gesellschaft die Fortsetzung der bisher kommunizierten Wachstumsstrategie, wonach in den kommenden Geschäftsjahren ein Gesamtwert des Portfolios von 400 – 500 Mio. € erreicht werden soll. Ausgehend vom aktuellen Objektvolumen von über 100 Mio. € (inkl. großes Wohnimmobilienportfolio) rechnen wir für die kommenden drei Geschäftsjahre mit Gesamtinvestitionen in Höhe von 80 Mio. € und bleiben damit konservativ zunächst deutlich unterhalb des in Aussicht gestellten Wachstums. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einem sichtbaren Anstieg der Gesamterträge von 13,03 Mio. € (2022e) auf 29,19 Mio. € (2023e) bzw. auf 29,24 Mio. € (2024e). Da die margenstarken Mieterlöse an Bedeutung gewinnen sollten, rechnen wir mit einer überproportionalen Ergebnissteigerung.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 2,15 € (bisher: 2,60 €) ermittelt. Unsere geänderten Prognosen des konkreten Schätzzeitraums sowie Verwässerungseffekte aus der kürzlich durchgeführten Kapitalerhöhung haben zu dieser Kurszielreduktion geführt. Die Anhebung des risikolosen Zinssatzes und damit des WACC hatten hingegen einen nur leichten kurszielmindernden Effekt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

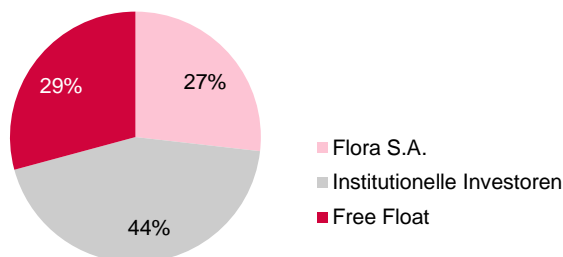
INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Inhaltsverzeichnis	3
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Objekt-Highlights 01.01.2021 – 31.12.2021	4
Markt und Marktumfeld	6
Marktentwicklung Wohnimmobilien	6
Marktentwicklung Gewerbeimmobilien	7
Unternehmensentwicklung	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2021	9
Ertragsentwicklung 2021	9
Ergebnisentwicklung 2021	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
Prognose und Bewertung	14
Umsatzprognosen 2022 - 2024	14
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell	18
Anhang	19

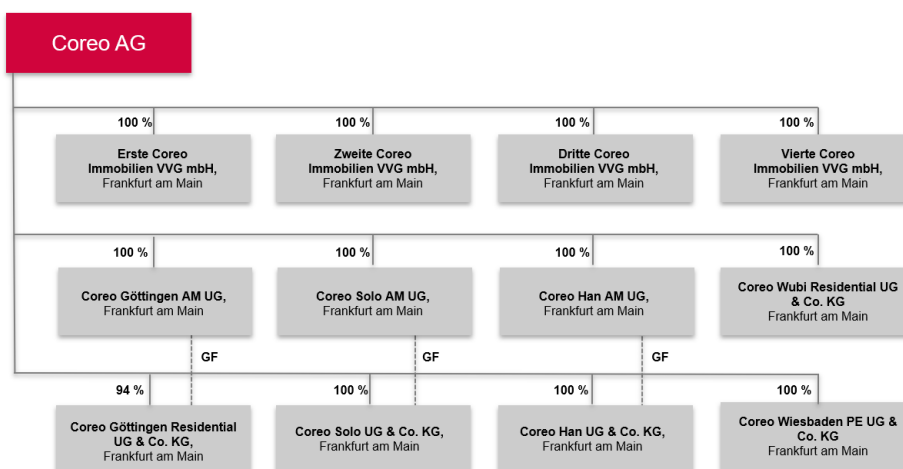
UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	
Flora S.A.	26,8%
Institutionelle Investoren	44,0%
Free Float	29,2%



Konsolidierungskreis



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Objekt-Highlights 01.01.2021 – 31.12.2021

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2021 stand bei der Coreo AG im Zeichen einer hohen Investitionsaktivität. Dabei wurden insgesamt drei Akquisitionen gemeldet, darunter auch der größte Portfolioerwerb der Unternehmensgeschichte. Auch wenn die größte Investition erst im laufenden Geschäftsjahr abgeschlossen wird, wurde in 2021, unseren Berechnungen zur Folge, ein Investitionsvolumen in Höhe von etwa 60 Mio. € vereinbart, was einen neuen Rekordwert darstellt.

Juli 2021

Im Juli 2021 wurde zunächst der Erwerb von zwei Produktionsstandorten sowie des Verwaltungssitzes eines börsennotierten deutschen Automobilzulieferers bekanntgegeben. Die drei Standorte in Deutschland mit einer Gesamtfläche von etwa 14.400 qm sind vollständig und größtenteils langfristig vermietet. Bei jährlichen Mieteinnahmen von über 0,70 Mio. € und einer von uns unterstellten, für die Coreo üblichen Ankaufs-Mietrendite von ca. 8,0 %, dürfte unseren Annahmen zur Folge der Kaufpreis bei ca. 8,7 Mio. € gelegen haben. Nach Unternehmensangaben sind aufgrund des guten Erhaltungszustandes der Objekte auf absehbare Zeit keine Investitionen notwendig.

Juli 2021

Ebenfalls Mitte Juli 2021 hat die Coreo den zweiten Portfolioerwerb publiziert. Dabei handelt es sich um den Erwerb eines Portfolios, bestehend aus 1.341 Wohn- und 15 Gewerbeeinheiten, mit einer Mietfläche von ca. 73.900 qm, verteilt auf 10 Standorte in Berlin, Nordrhein-Westfalen, Mecklenburg-Vorpommern, Sachsen-Anhalt und Thüringen. Die Transaktion, dessen Abschluss im laufenden Geschäftsjahr 2022 erfolgen soll, findet als Share Deal statt, wobei die Coreo AG 89,9 % der Anteile an der Objektgesellschaft

übernimmt. Das Portfolio ist nach Angaben der Coreo AG deutlich „undermanaged“, was bedeutet, dass die aktuelle Jahresnettokaltmiete von 3,8 Mio. € alleine aus dem Management der Vermietungstätigkeit vor Ort vergleichsweise schnell stabilisiert und dann angehoben werden können sollte. Die Vermietungsquote zum Zeitpunkt der Kaufmeldung lag bei gerade einmal 77 %. Wenn wir hier die übliche Coreo-Mietrendite beim Ankauf unterstellen, dürfte der Gesamtportfolio-Wert bei leicht über 50 Mio. € liegen und damit wäre dies der größte Portfolio-Erwerb der Unternehmenshistorie. Ein Teil des Kaufpreises wurde in Form der gehaltenen 1,45 Mio. Aktien an der MagForce AG entrichtet. Unseren Berechnungen zur Folge dürften damit rund 6 Mio. € des Kaufpreises abgedeckt sein.

September 2021

Am 07.09.2021 hat die Coreo AG den Erwerb einer Logistikimmobilie in Delmenhorst bekanntgegeben. Auf einer Gesamtmietfläche von ca. 29.900 qm beläuft sich die auf mehrere Mietparteien verteilte Jahresmiete aktuell auf rund 0,5 Mio. €. Entsprechend der Strategie, Objekte zu erwerben, die noch Entwicklungspotenzial haben, dürfte auch bei diesem Objekt ein Ausbau der Mieterträge erfolgen. Von der Gesamtmietfläche in Verbindung mit der aktuellen Jahresmiete ausgehend, errechnet sich aktuell ein niedriger Mietpreis (1,50 €/qm gemäß GBC-Schätzungen), welcher unseres Erachtens ein deutliches Steigerungspotenzial nach sich zieht.

MARKT UND MARKTUMFELD

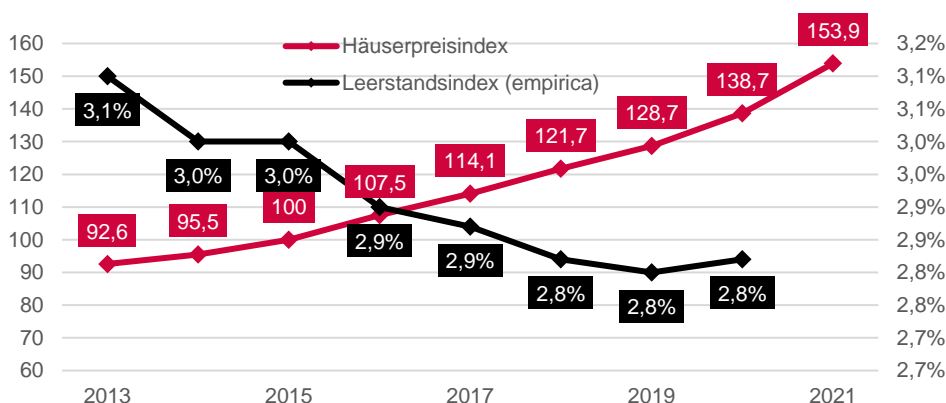
Mit dem Fokus auf Gewerbe- und Wohnimmobilien in deutschen B- und C-Lagen, also in Regionen, die noch nicht so stark von den Preissteigerungen der A-Standorte betroffen waren, ist die Coreo AG Teil eines grundsätzlich wachstumsstarken Marktumfelds. Da sich der Objektbestand der Gesellschaft sowohl Wohn- als auch Gewerbeimmobilien enthält, haben wir die nachfolgende Marktanalyse nach beiden Objektgattungen aufgeteilt.

Marktentwicklung Wohnimmobilien

In der Corona-Krise haben sich Wohnimmobilien als besonders resilient gezeigt. Auch in 2021 wurden Wohnimmobilien von Investoren-Seite als „Safe Heaven“ wahrgenommen. Ausschlaggebend hierfür waren die intakten Wertsteigerungspotenziale, die hohe Cash-flow-Stabilität sowie auch die zunehmende Inflation. Der Spread zwischen Spitzenrenditen im Neubaubereich und 10jährigen Bundesanleihen liegt derzeit bei rund 250 Basispunkten und damit werden Wohnimmobilien als attraktive Alternative wahrgenommen (Quelle: BNP). Darüber hinaus hat die Corona-Pandemie zu einer verstärkten Nachfrage nach Einfamilienhäusern und geräumigen Wohnungen im Umland größerer Städte geführt.

Aber auch ohne die Sondereffekte der vergangenen beiden Jahre herrschen grundsätzlich positive Fundamentaldaten vor. Offensichtlich ist die Nachfrage weiterhin vom bestehenden Niedrigzinsumfeld geprägt. Zwar kam es hier zuletzt zu einem Anstieg der Verzinsung bei Wohnungsbaukrediten, im historischen Vergleich liegen hier jedoch weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen vor. Darüber hinaus ist die Inflationsrate ebenfalls stark angestiegen, so dass real, die Finanzierungszinsen aktuell sogar negativ sind. Der daraus resultierenden hohen Nachfrage steht, auch wenn die Baufertigstellungen angestiegen sind, ein weiterhin zu niedriges Angebot gegenüber. Illustriert wird der langjährige Nachfrageüberhang durch den niedrigen marktaktiven Leerstand einerseits sowie durch eine sichtbar aufwärtsgerichtete Preisentwicklung andererseits. Gemäß empirica-Leerstandsindex lag der marktaktive Leerstand Ende 2020 bei 2,8 %, also deutlich unterhalb des Wertes, der für einen ausgeglichenen Wohnungsmarkt steht. Die Fluktuationsreserve wird bei 3,0 % gesehen. Parallel dazu sind die Wohnimmobilienpreise gemäß Häuserpreisindex für Wohnimmobilien zwischen 2015 und 2021 um 53,9 % (Quelle: Statistisches Bundesamt) deutlich angestiegen.

Häuserpreisindex (2015=100) und Leerstandsindex



Quelle: Statistisches Bundesamt; empirica; GBC AG

Für die A-Städte dürfte auch künftig das Problem eines hohen Nachfragedrucks vorherrschen, dem aber gestiegene Baukosten und weitestgehend ausgeschöpfte Mietpotenziale gegenüberstehen. Hiervon dürften insbesondere die Sekundärstandorte profitieren, die im Investitionsfokus der Coreo AG stehen. Verbunden mit den noch günstigen Einstiegsniveaus ist demnach die Strategie der Coreo AG nachvollziehbar.

Marktentwicklung Gewerbeimmobilien

Vor der Corona-Pandemie war der Teilmarkt Büroimmobilien von steigenden Mieten und rückläufigen Leerständen geprägt. Auch wenn die Pandemie die HomeOffice-Tendenz deutlich verstärkt hat, ist bei der Nachfrage nach Büroimmobilien im vergangenen Jahr eine Trendwende erfolgt. Der Flächenumsatz in den größten Standorten lag mit 3,4 Mio. qm um 26,5 % (Quelle: BNP) bzw. 23 % (Quelle: JLL) über dem Vorjahreswert. Die Befürchtungen, wonach die Flächennachfrage vor dem Hintergrund eines starken HomeOffice-Einsatzes zurückgeht, haben sich nicht bewahrheitet. Vielmehr ist wieder eine steigende Büroauslastung zu erkennen und es wird insgesamt davon ausgegangen, dass die Unternehmen, unter Beibehaltung von teilweisem HomeOffice, die Aufteilung der Büroflächen ändern. Folglich wird von einem insgesamt stabilen Flächenbedarf ausgegangen. Da jedoch ein weiterhin knappes Flächenangebot vorliegt, wird gemäß unterschiedlichen Marktberichten von insgesamt stabilen Mieten ausgegangen. Der Fokus dürfte weiter auf attraktiven Büroflächen liegen, mit einer stärkeren Ausrichtung auf der ESG-Konformität.

Im Vergleich zu Büroimmobilien befand sich der Teilmarkt Einzelhandelsimmobilien vor der Corona-Pandemie in einem Strukturwandel. Dieser Strukturwandel, der von einer Verlagerung der Handelsumsätze auf den Onlinebereich geprägt ist, hat sich mit den Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie weiter verstärkt. Gemäß Daten des Handelsverbandes sind zwar die Umsätze im Einzelhandel in 2021 um 1,8 % angestiegen, ein Wachstum wurde jedoch ausschließlich im Onlinehandel erreicht. Die Umsätze im stationären Handel lagen um -0,7 % unter dem Vorjahr. Bereiche wie der Bekleidungshandel weisen gegenüber 2019 noch eine Umsatzlücke von 30 % auf. Allerdings lässt sich nach dem Wegfall der Beschränkungen zur Pandemiebekämpfung eine etwas positivere Entwicklung erkennen. Dies hatte in 2021 zu einer Belebung des Vermietungsvolumens geführt, welches insgesamt um 13 % (Quelle: JLL) über dem Vorjahreswert, jedoch noch deutlich unter den Werten vor Beginn der Corona-Pandemie, lag.

Da die Coreo AG bei den Gewerbeimmobilien zum Teil über langjährige Mietverträge verfügt, sollten sich die Auswirkungen in Grenzen halten. 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 Renditeerwartungen, als nachvollziehbar zu werten.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Erlöse aus Vermietung	3,52	4,35	5,23	11,71	13,92
Erlöse aus Veräußerung von Immobilien	6,09	10,32	4,80	8,80	6,00
Buchwert der veräußerten Immobilien	-5,60	-8,95	-3,36	-6,56	-4,80
Bewertungsergebnis	0,85	1,86	3,00	8,68	9,31
andere Erlöse	0,17	0,11	0,05	0,05	0,05
sonstige betriebliche Erträge	0,06	0,23	0,20	0,20	0,20
Materialaufwand	-2,29	-2,47	-2,42	-5,66	-6,11
Rohertrag	2,79	5,46	7,50	17,22	18,58
Personalaufwand	-1,05	-1,04	-1,15	-1,27	-1,39
Abschreibungen	-0,70	-0,03	-0,31	-0,35	-0,35
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,73	-1,56	-1,82	-2,71	-2,93
EBIT	-0,69	2,84	4,22	12,89	13,90
Finanzerträge	0,19	0,14	0,00	0,00	0,00
Finanzaufwendungen	-2,32	-2,97	-2,90	-3,88	-4,19
EBT	-2,81	0,01	1,32	9,01	9,71
Steuern	0,38	-0,91	-0,33	-2,25	-2,43
Periodenergebnis	-2,44	-0,89	0,99	6,76	7,28
EBITDA	0,01	2,87	4,53	13,24	14,25
in % der Umsatzerlöse	0,2%	37,8%	46,9%	58,5%	58,3%
EBIT	-0,69	2,84	4,22	12,89	13,90
in % der Umsatzerlöse	-14,2%	37,4%	43,7%	57,0%	56,9%
Ergebnis je Aktie in €	-0,14	-0,05	0,04	0,30	0,32
Aktienzahl in Mio. Stück	17,54	17,54	22,55	22,55	22,55

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2021

in Mio. €	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
Mieterlöse	2,16	2,92	3,52	4,35
Veräußerungserlöse	6,73	2,98	6,09	10,32
Bewertungsergebnis	2,64	3,06	0,85	1,86
EBIT	4,89	2,50	-0,69	2,84
Nachsteuerergebnis	1,66	-0,86	-2,44	-0,89

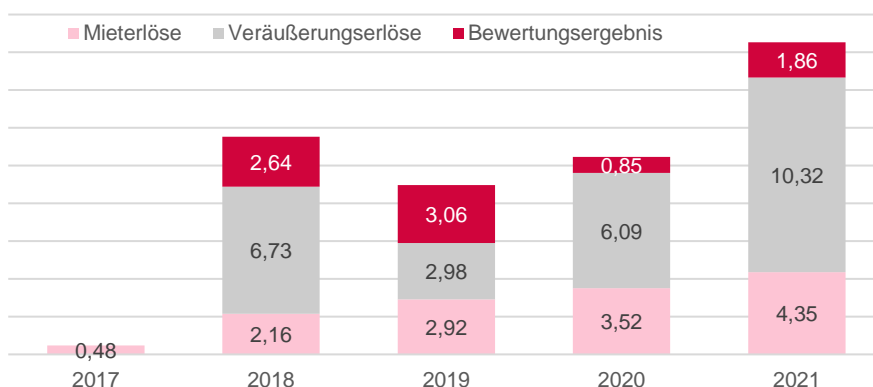
Quelle: Coreo AG; GBC AG

Ertragsentwicklung 2021

Gemäß Unternehmensangaben war auch das abgelaufene Geschäftsjahr 2021 von den Auswirkungen der Corona-Krise beeinträchtigt. Weiterhin war der Zugang zu Gebäuden und Objekten nur eingeschränkt möglich und es kam zusätzlich dazu zu verlängerten Projektlaufzeiten. Nichtsdestotrotz wurden die im Vorfeld vom Coreo-Management angekündigten Maßnahmen weitestgehend umgesetzt. Besonders im Vordergrund steht hier der deutliche Anstieg bei den Neuinvestitionen. Nachdem in der Vorjahresperiode lediglich Entwicklungsgrundstücke in Wiesbaden erworben wurden, wurden in 2021 drei Transaktionen bekannt gegeben. Im Rahmen von zwei Asset-Deals wurden im Juli 2021 und im September 2021 zwei Gewerbeportfolios in Wert von rund 12 Mio. € erworben. Darüber hinaus wurde im Juli 2021 ein Share Deal vereinbart, bezüglich eines umfangreichen Wohn- und Gewerbeimmobilienportfolios im Wert von etwas über 50 Mio. € (GBC-Schätzung). Der Übergang dieses größten Portfolios der Coreo-Historie soll erst im laufenden Geschäftsjahr 2022 erfolgen. Insgesamt läge damit die im Geschäftsjahr 2021 vereinbarte Investitionssumme bei insgesamt über 60 Mio. €.

Der in 2021 erfolgte Zugang der neuen Gewerbeobjekte, Vermieterfolge bei den bestehenden Objekten (Hydra-Portfolio) sowie der erstmals ganzjährige Beitrag zum Mietergebnis von Objekten des NRW-Portfolios, bei dem der Nutzen- und Lastenwechsel unterjährig erfolgt war, hatten insgesamt zu einem sichtbaren Anstieg der **Mieterlöse** auf 4,35 Mio. € (VJ: 3,52 Mio. €) geführt. Innerhalb von vier Geschäftsjahren hat die Coreo AG das Niveau der Mieterlöse mehr als verdoppelt.

Aufteilung der Ertragskomponenten (in Mio. €)



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Die zweite wichtige Erlös-komponente, die **Veräußerungserlöse**, erhöhten sich deutlich auf 10,32 Mio. € (VJ: 6,09 Mio. €). Diese wurde durch Veräußerungen von Objekten aus dem Mannheimer Portfolio und dem NRW-Portfolio (Wohnungen in Gelsenkirchen und Bielefeld) erzielt. Darüber hinaus wurden die verbliebenen Objekte des für den Verkauf bestimmten Teil des Hydra-Portfolios veräußert. Nicht nur wurden damit die Veräuße-

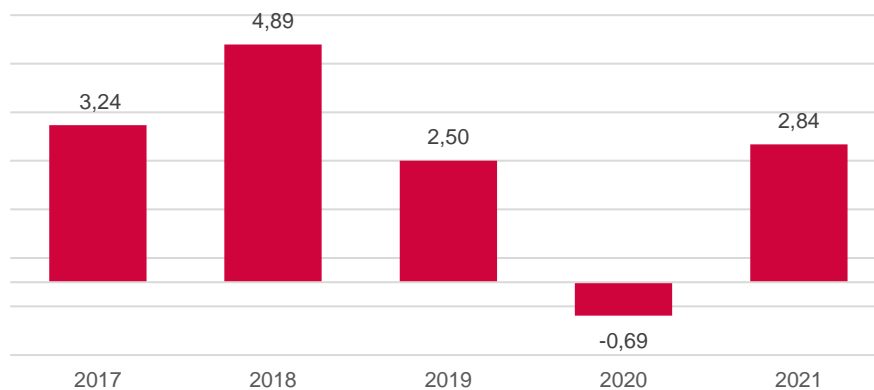
rungserlöse deutlich ausgebaut, das Veräußerungsergebnis legte auf 1,37 Mio. € (VJ: 0,49 Mio. €) ebenfalls deutlich zu. Das erneut positive Veräußerungsergebnis zeigt, dass die erzielten Verkaufspreise oberhalb der Buchwerte der veräußerten Objekte lagen.

Innerhalb der dritten Erlös Komponente, dem **Bewertungsergebnis**, wurde ebenfalls ein Anstieg auf 1,86 Mio. € (VJ: 0,85 Mio. €) erreicht, so dass die Gesamterträge der Coreo AG mit insgesamt 16,53 Mio. € (VJ: 10,45 Mio. €) um 58,1 % oberhalb des Vorjahreswertes lagen. Gemäß Unternehmensangaben haben die Management-Aktivitäten und Investitionen in Objekte an den Standorten Bad Köstritz, Göttingen, Wuppertal und Bielefeld zum Anstieg des Bewertungsergebnisses geführt.

Ergebnisentwicklung 2021

Der im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 erreichte deutliche Erlösanstieg findet sich auch auf operativer Ergebnisebene wieder. Gegenüber dem Vorjahr steigerte sich das EBIT auf 2,84 Mio. € (VJ: -0,69 Mio. €), womit der Coreo AG die Rückkehr in die Gewinnzone gelungen ist.

EBIT (in Mio. €)



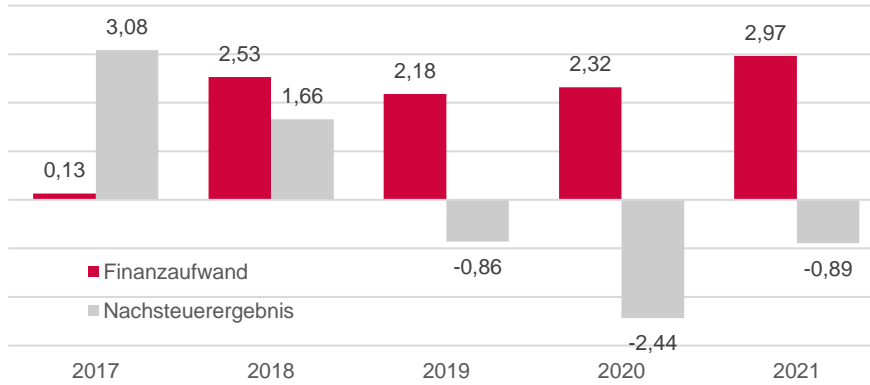
Quelle: Coreo AG; GBC AG

Wie dargestellt, haben alle drei Erlös Komponenten zum Ergebnisanstieg beigetragen. Darüber hinaus haben sich die operativen Kosten auf 5,09 Mio. € (5,76 Mio. €) sogar rückläufig entwickelt. Während beim Materialaufwand, umsatzbedingt, eine leichte Kostensteigerung vorliegt, lagen insbesondere die sonstigen Aufwendungen und die Abschreibungen deutlich unterhalb des Vorjahreswertes. Dabei waren die Abschreibungen des Geschäftsjahres 2020 mit 0,70 Mio. € von Abschreibungen auf Immobilienvorräten geprägt. In 2021 kam es hier zu einer Normalisierung und damit einem Rückgang der Abschreibungen auf 0,03 Mio. €.

Der deutliche EBIT-Anstieg in Höhe von 3,53 Mio. € hat sich auch beim Jahresüberschuss fortgesetzt, wenngleich hier mit einem Anstieg um 1,54 Mio. € auf -0,89 Mio. € (VJ: -2,44 Mio. €) eine niedrigere Wachstumsdynamik vorherrscht. Naturgemäß geht ein Ausbau des Objektebestandes, wie dieser von der Coreo AG in den vergangenen Geschäftsjahren umgesetzt wurde, mit einem Anstieg des Fremdkapitals und damit des Finanzaufwandes einher. Diesbezüglich haben sich die Finanzaufwendungen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 auf 2,97 Mio. € (VJ: 2,32 Mio. €) erhöht. Der Anstieg ist eine Folge der auf 42,98 Mio. € (31.12.20: 35,58 Mio. €) ausgeweiteten Bankverbindlichkeiten einerseits sowie der auf 22,68 Mio. € (31.12.20: 16,00 Mio. €) höheren sonstigen Darlehensverbindlichkeiten andererseits. Bei den sonstigen Darlehensverbindlichen handelt es sich um ein mit 6,75 % verzinstes Investorendarlehen. Anfang 2021 wurde

dieses zur vorzeitigen Tilgung einer Optionsanleihe (Kupon: 10 %) verwendet, was bei den sonstigen Darlehensverbindlichkeiten zu einer Zinersparnis geführt hatte.

Finanzaufwand und Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Im Vergleich zum Vorjahr weist die Coreo AG zudem deutlich erhöhte Steueraufwendungen in Höhe von 0,91 Mio. € (VJ: Steuerertrag in Höhe von 0,38 Mio. €) auf. Dies liegt vor allem an dem aus den Objektbewertung resultierenden latenten Steueraufwand in Höhe von 0,58 Mio. € (VJ: latenter Steuerertrag in Höhe von 0,79 Mio. €) begründet.

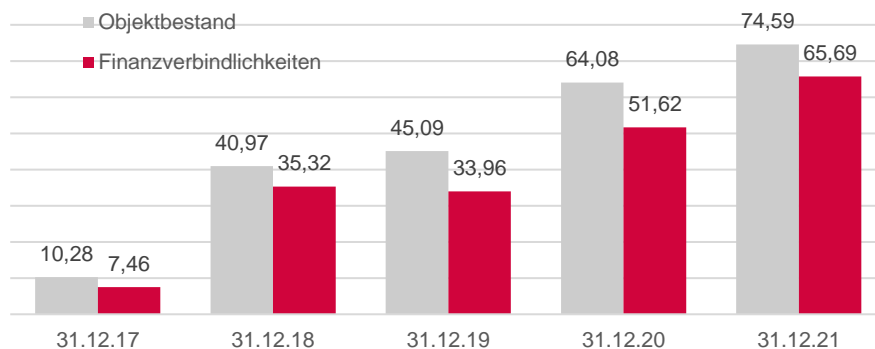
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.18	31.12.19	31.12.20	31.12.21
Eigenkapital	30,24	28,32	29,30	27,09
EK-Quote	44,2%	42,6%	34,6%	27,8%
Objektbestand	40,97	45,09	64,08	74,59
zinstragendes Fremdkapital	35,32	33,96	51,62	65,69
LTV	86,2%	75,3%	80,6%	88,1%
Finanzvermögen (inkl. JV für St Martin Tower)	8,12	14,93	14,65	13,58
Liquide Mittel	14,03	5,20	3,28	7,67
Net Debt	13,17	13,83	33,69	44,45
Cashflow (operativ)	-11,30	-5,25	-13,80	-2,84
Cashflow (Investition)	-17,00	-2,33	-7,93	-7,11
Cashflow (Finanzierung)	37,47	-1,26	19,82	14,33

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Die im vergangenen Geschäftsjahr umgesetzte Beschleunigung der Investitionsaktivitäten hatte zu einer Ausweitung der bilanziell erfassten Immobilienvermögenswerte geführt. Insgesamt kletterte der Objektbestand auf 74,59 Mio. € (31.12.20: 64,08 Mio. €), wovon mit 63,52 Mio. € (31.12.20: 54,26 Mio. €) der überwiegende Teil den langfristig als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien zugeordnet ist. Da der Anstieg des Immobilienvermögens lediglich mit 1,86 Mio. € einer höheren Bewertung zuzuordnen ist, entfällt der größte Teil auf Neuinvestitionen. Der Nutzen- und Lastenwechsel des im Juli 2021 angekündigten Erwerbs des umfangreichen Wohn- und Gewerbeimmobilienportfolios wird erst im laufenden Geschäftsjahr erfolgen und ist daher noch nicht in der Bilanz zum 31.12.2021 enthalten.

Objektbestand und zinstragendes Fremdkapital (in Mio. €)



Quelle: Coreo AG; GBC AG

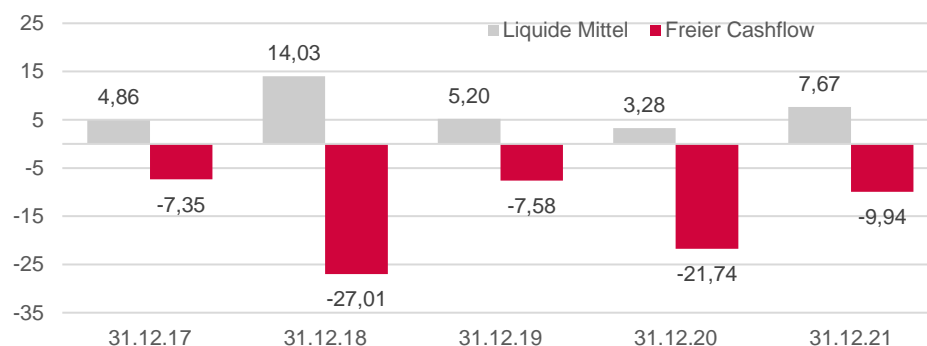
Die Ausweitung des Objektbestandes wurde überwiegend mit Fremdkapital finanziert, was zu einer entsprechenden Ausweitung der zinstragenden Verbindlichkeiten auf 65,69 Mio. € (31.12.20: 51,62 Mio. €) geführt hatte. Mit einem daraus resultierenden LTV (Loan-to-Value) in Höhe von 88,1 % (31.12.20: 80,6 %) ist der Bestand des Fremdkapitals im Vergleich zu den bilanziellen Objektwerten als hoch einzustufen. Dies liegt aber auch daran, dass ein Teil des Ende 2020 aufgenommenen Investorendarlehens in Höhe von 25 Mio. € (Zinssatz: 6,75 %) noch nicht für den Objekterwerb eingesetzt wurde. Die erste Anzahlung für den Erwerb des umfangreichen Wohn- und Gewerbeportfolios wurde in Form der bis dato gehaltenen 1,45 Mio. MagForce-Aktien erbracht, was bilanziell zu einem Aktiv-Tausch geführt hat.

Aufgrund des negativen Gesamtergebnisses des abgelaufenen Geschäftsjahres 2021 hat sich das Eigenkapital auf 27,09 Mio. € (31.12.20: 29,30 Mio. €) rückläufig entwickelt.

In Verbindung mit der deutlichen akquisitionsbedingten Bilanzverlängerung hatte dies zu einer ebenfalls rückläufigen Entwicklung der EK-Quote auf 27,8 % (31.12.20: 34,6 %) geführt. Mit der nach dem Bilanzstichtag erfolgreich durchgeführten Kapitalerhöhung in Höhe von brutto 5,51 Mio. € dürfte die EK-Ausstattung deutlich verbessert worden sein.

Gleichzeitig sollte damit auch die Basis für das künftige Unternehmenswachstum weiter verbessert worden sein. Ohnehin verfügte die Coreo AG zum Bilanzstichtag 31.12.2021 über einen umfangreichen Bestand liquider Mittel in Höhe von 7,67 Mio. € (31.12.20: 3,28 Mio. €). Ausgehend von einem freien Cashflow in Höhe von -9,94 Mio. € (VJ: 21,74 Mio. €), in dem Einzahlungen aus Objektverkäufen in Höhe von 9,46 Mio. € Objektinvestitionen in Höhe von -16,35 Mio. € gegenüberstanden, ist der Anstieg der liquiden Mittel primär auf die Aufnahme des Investorendarlehens zurückzuführen.

Freier Cashflow und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: Coreo AG; GBC AG

PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Mieterlöse	4,35	5,23	11,71	13,92
Veräußerungserlöse	10,32	4,80	8,80	6,00
Bewertungsergebnis	1,86	3,00	8,68	9,31
EBIT	2,84	4,22	12,89	13,90
Nachsteuerergebnis	-0,89	0,99	6,76	7,28

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen 2022 - 2024

Wie üblich, ziehen wir bei der Coreo AG, als Basis für unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen den aktuellen Objektbestand sowie die bereits feststehenden Akquisitionen heran. Darüber hinaus haben wir, in Verbindung zu der kommunizierten Wachstumsstrategie der Gesellschaft, weitere Objekterwerbe berücksichtigt.

Der aktuelle Objektbestand umfasst Liegenschaften in Bad Köstritz, Mannheim, Bruchsal, das Portfolio Göttingen, das Hydra-Portfolio, das NRW-Portfolio, drei Produktionsstandorte eines Automobilzulieferers sowie eine Logistikimmobilie in Delmenhorst. Insgesamt befinden sich die Objekte der Gesellschaft an 18 Standorten, mit einer vermietbaren Gesamtfläche von 69.690 qm, wobei 36.215 qm auf Wohnobjekte und 33.475 qm auf Gewerbeflächen entfallen. Hier ist der für 2022 anstehende Zugang des im Juli 2021 erworbenen Immobilienportfolios noch nicht enthalten. Bei Zugang dieser größten Unternehmens-Akquisition wird sich der Gesamtobjektbestand um 1.341 Wohn- und 15 Gewerbeeinheiten mit einer Gesamtmietfläche von rund 73.900 qm mehr als verdoppeln. Unter Hinzurechnung dieser Objekte würde die Jahresnettokaltmiete um rund 3,8 Mio. € deutlich ansteigen.

Aber auch ohne Effekte aus dem Zugang des neuen Portfolios dürfte die Gesellschaft im laufenden Geschäftsjahr einen Anstieg der Mieterlöse vorweisen. Einerseits dürfte der erstmals ganzjährige Einbezug der Produktionsstandorte des deutschen Automobilzulieferers zu einem Anstieg der Mieteinnahmen auf über 0,70 Mio. € führen, nachdem im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 Mieten von anteilig nur ca. 0,30 Mio. € eingenommen wurden. Der gleiche Effekt ergibt sich aus dem ebenfalls erstmals ganzjährigen Einbezug der im September 2021 erworbenen Logistikimmobilie in Delmenhorst. Hier ist mit einem Anstieg der Mieterlöse von 0,13 Mio. € (2021) auf rund 0,50 Mio. € zu rechnen. Organisches Wachstum dürfte parallel dazu durch Mietsteigerungen bei den Wohnungsbeständen in Bad Köstritz, Wuppertal und Bielefeld sowie durch die Nachvermietung leerstehender Flächen in Wetzlar erreicht werden. Auch beim Hydra-Portfolio ist mit dem Erreichen der Vollvermietung zu rechnen. Auf dieser Basis rechnet der Unternehmensvorstand, in Abhängigkeit zum Zeitpunkt des Zugangs des neuen Wohnungsportfolios, für das laufende Geschäftsjahr 2022 mit einem Anstieg der Jahresnettokaltmiete auf 3,8 Mio. €. Wir gehen davon aus, dass in dieser Guidance ein Zugang des großen Wohnungsportfolios erst zum Geschäftsjahresende 2022 unterstellt wurde.

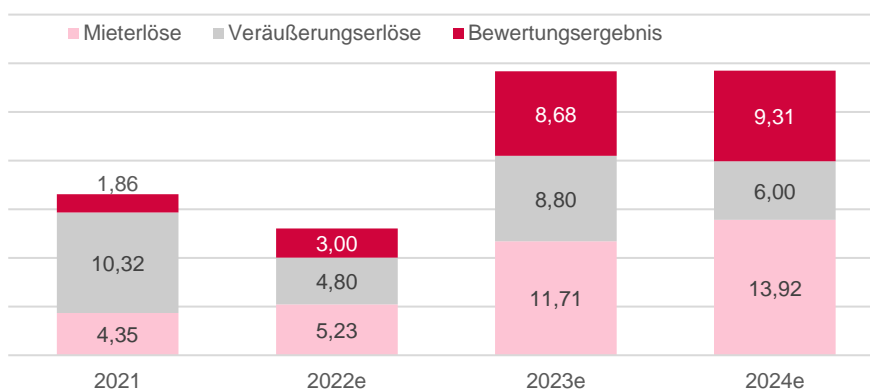
Darüber hinaus ist mit einer rückläufigen Entwicklung der Verkaufserlöse zu rechnen. Nachdem das abgelaufene Geschäftsjahr 2021 von umfangreichen Veräußerungen von Objekten aus dem Mannheimer Portfolio sowie des NRW-Portfolios geprägt war, dürften im laufenden Geschäftsjahr 2022 Wohnungsverkäufe in Gelsenkirchen, Lünen (NRW-Portfolio) sowie des Portfolios in Mannheim erfolgen. Damit rechnen wir zunächst mit einer rückläufigen Entwicklung der Verkaufserlöse, die erst in den kommenden Geschäftsjahren aus zu erfolgenden Investitionen wieder ansteigen sollten.

Das Bewertungsergebnis spiegelt, als dritte Erlös-komponente, die in das bestehende Portfolio getätigten Investitionen und die Asset Management Leistung wider. Diese wirken sich in einem Anstieg der Mieterlöse und damit des fairen Objektmarktwertes aus. Ein wesentlicher Bestandteil der Bewertungserträge dürfte das große Wohnungsportfolio sein. Nach Unternehmensangaben sollen in den nächsten drei bis fünf Jahren in die Modernisierung bzw. in den Umbau ca. 4 Mio. € investiert werden. Darüber hinaus sollte die anstehende Nachvermietung leerer Flächen sowie Mietsteigerungen für einen Anstieg der Bewertungserträge sorgen.

Darüber hinaus sollte die Coreo, gemäß ihrer kommunizierten wertschöpfenden Wachstumsstrategie, in den kommenden Geschäftsjahren nennenswerte Neuinvestitionen vornehmen, was wir ebenfalls in unsere Prognosen einbezogen haben. Gemäß langfristig ausgerichteter Investitionsplanung sollte u.E. der Gesamtbestand des Wohn- und Gewerbeimmobilienportfolios in den nächsten 4 bis 5 Jahren auf 400 – 500 Mio. € ausgebaut werden. Das aktuelle Immobilienvermögen zuzüglich des geplanten Erwerbs des großen Wohnimmobilienportfolios dürfte sich bereits auf über 100 Mio. € belaufen. Dies entspricht der Unternehmens-Guidance, wonach bis zum Geschäftsjahresende 2022 das Portfolio-Volumen auf deutlich über 100 Mio. € anwachsen soll. Von dieser Basis ausgehend müsste die Gesellschaft in den kommenden Geschäftsjahren jährliche Neuinvestitionen sowie Zuschreibungen von etwas über 70 Mio. € (400 Mio. € in 4 Jahren) ausweisen.

In unseren Prognosen gehen wir konservativer vor und rechnen für den Zeitraum 2022 bis 2024 mit einem, über den aktuellen Objektbestand zuzüglich bereits getätigter Akquisitionen liegenden Neuinvestitionsvolumen in Höhe von insgesamt 80 Mio. €. Bei den möglichen Liegenschaftserwerben, deren Zugang wir auf das laufende sowie die kommenden zwei Geschäftsjahre verteilt haben, orientieren wir uns hinsichtlich der Objektgröße, der Multiples etc. an den von der Coreo bislang getätigten Investitionen. Unverändert gehen wir davon aus, dass die neuen Investitionen dabei sowohl eine deutliche Steigerung der Mieterträge als auch die Hebung stiller Reserven ermöglichen. Gleichzeitig dürften unseres Erachtens daraus auch regelmäßig Teilverkäufe der nicht strategischen Portfoliobestandteile vorgenommen werden.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



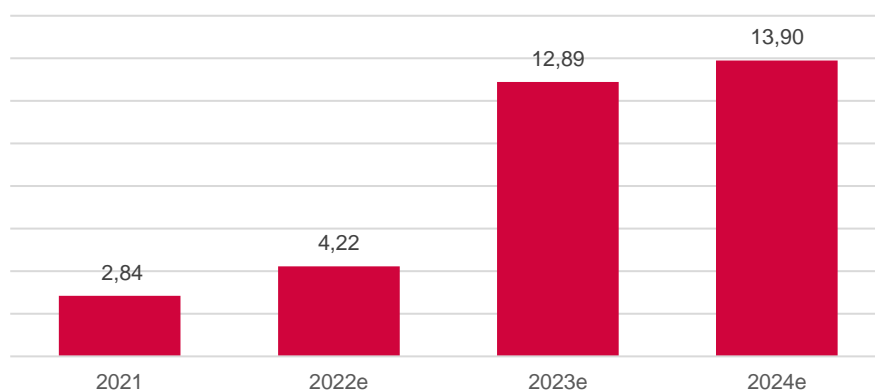
Quelle: Coreo AG; GBC AG

Was in unseren Prognosen deutlich wird, ist die von uns erwartete zunehmende Bedeutung der Mieterlöse, die mit steigendem Objektbestand sukzessive ansteigen dürften. Bereits im laufenden Geschäftsjahr 2022 werden, unseren Prognosen zur Folge, die Mieterlöse mit 5,23 Mio. € für den größten Teil der Gesamterlöse verantwortlich sein. Der erwartete starke Anstieg der Mieterlöse in 2023 reflektiert den für das Ende des Geschäftsjahres 2022 erwartete Zugang des großen Wohnimmobilienportfolios, welcher

das Mietniveau um rund 3,8 Mio. € anheben sollte. Insgesamt rechnen wir, aufgrund der rückläufigen Veräußerungserlöse, mit einem Rückgang der Gesamterlöse auf 13,03 Mio. € (2021: 16,53 Mio. €). In den kommenden Geschäftsjahren sollten diese aber ein deutlich höheres Niveau von 29,19 Mio. € (2023e) bzw. 29,24 Mio. € (2024e) erreichen.

Da aber die margenstarken Mieterlöse tendenziell an Bedeutung gewinnen werden sollten sowie auch die ebenfalls hochmargigen Bewertungserträge volumenmäßig zunehmen sollten, rechnen wir mit einem Anstieg des Rentabilitäts-Niveaus. Dementsprechend rechnen wir mit einer überproportionalen EBIT-Steigerung und einer EBIT-Marge, die ab dem kommenden Geschäftsjahr oberhalb von 40 % ansteigen sollte:

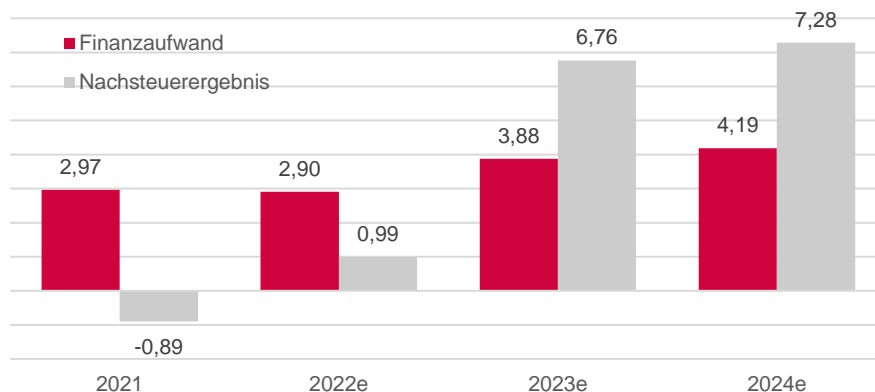
Prognose des EBIT (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Ab dem laufenden Geschäftsjahr unterstellen wir auf Ebene des Nachsteuerergebnisses das nachhaltige Überschreiten der Break-Even-Schwelle. In unseren Erwartungen haben wir einen investitionsbedingten Anstieg der Finanzaufwendungen berücksichtigt. Im geringen Umfang haben wir zudem eine Zunahme der Kreditzinsen einbezogen.

Nachsteuerergebnis und Finanzaufwendungen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

Die Coreo AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 bis 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 62,0 % (bisher: 64,2%) 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 0,40 % (bisher: 0,25 %).

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 1,36.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,86 % (bisher: 7,71 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,43 % (bisher 6,34%).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 2,15 € (bisher: 2,60 €) ermittelt. Unsere geänderten Prognosen des konkreten Schätzzeitraums sowie Verwässerungseffekte aus der kürzlich durchgeführten Kapitalerhöhung haben zu dieser Kurszielreduktion geführt. Die Anhebung des risikolosen Zinssatzes und damit des WACC hatten hingegen einen nur leichten kurszielmindernden Effekt.

DCF-Modell

Coreo AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	62,0%	ewige EBITA - Marge	65,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,2%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	28,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	9,67	22,62	24,43	25,29	26,18	27,09	28,04	29,02	
US Veränderung	27,5%	133,9%	8,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,07	0,14	0,13	0,13	0,13	0,14	0,14	0,15	
EBITDA	4,53	13,24	14,25	15,68	16,23	16,80	17,38	17,99	
EBITDA-Marge	46,9%	58,5%	58,3%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	
EBITA	4,22	12,89	13,90	15,33	15,88	16,45	17,03	17,64	
EBITA-Marge	43,7%	57,0%	56,9%	60,6%	60,7%	60,7%	60,7%	60,8%	65,0%
Steuern auf EBITA	-1,06	-3,22	-3,48	-3,83	-3,97	-4,11	-4,26	-4,41	
zu EBITA	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	3,17	9,67	10,43	11,50	11,91	12,33	12,77	13,23	
Kapitalrendite	4,3%	7,0%	6,2%	5,7%	5,9%	6,1%	6,3%	6,4%	6,9%
Working Capital (WC)	7,00	7,50	8,00	7,08	7,33	7,59	7,85	8,13	
WC zu Umsatz	72,4%	33,2%	32,7%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	
Investitionen in WC	3,41	-0,50	-0,50	0,92	-0,25	-0,26	-0,27	-0,27	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	130,92	161,20	192,11	193,61	195,11	196,61	198,11	199,61	
AFA auf OAV	-0,31	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35	-0,36	
AFA zu OAV	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	
Investitionen in OAV	-67,64	-30,63	-31,26	-1,85	-1,85	-1,85	-1,85	-1,86	
Investiertes Kapital	137,92	168,70	200,11	200,69	202,44	204,20	205,96	207,74	
EBITDA	4,53	13,24	14,25	15,68	16,23	16,80	17,38	17,99	
Steuern auf EBITA	-1,06	-3,22	-3,48	-3,83	-3,97	-4,11	-4,26	-4,41	
Investitionen gesamt	-64,22	-31,13	-31,76	-0,93	-2,10	-2,11	-2,12	-2,13	
Investitionen in OAV	-67,64	-30,63	-31,26	-1,85	-1,85	-1,85	-1,85	-1,86	
Investitionen in WC	3,41	-0,50	-0,50	0,92	-0,25	-0,26	-0,27	-0,27	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-60,74	-21,11	-20,98	10,92	10,16	10,58	11,01	11,45	231,91

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	151,25	182,09
Barwert expliziter FCFs	1,34	22,53
Barwert des Continuing Value	149,91	159,55
Nettoschulden (Net debt)	102,58	127,57
Wert des Eigenkapitals	48,67	54,52
Fremde Gewinnanteile	-0,10	-0,11
Wert des Aktienkapitals	48,57	54,41
Ausstehende Aktien in Mio.	22,55	22,55
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,15	2,41

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,4%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,36
Eigenkapitalkosten	7,9%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	5,2%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	17,7%
WACC	6,4%

Kapitalrendite	WACC				
	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,6%
6,7%	2,27	2,08	1,88	1,70	1,53
6,8%	2,42	2,21	2,02	1,83	1,66
6,9%	2,56	2,35	2,15	1,96	1,78
7,0%	2,70	2,49	2,29	2,09	1,91
7,1%	2,85	2,63	2,42	2,23	2,04

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