

Coreo AG*5a,6a,11

Kaufen

Kursziel: 1,85 EUR
(bisher: 2,15 EUR)

aktueller Kurs: 0,85 €
25.10.22 / XETRA; 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0B9VV6
WKN: AOB9VV
Börsenkürzel: CORE
Aktienanzahl³: 22,55
Marketcap³: 19,17
EnterpriseValue³: 61,15
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 Interessenskonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 26.10.22 (08:31 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 26.10.22 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

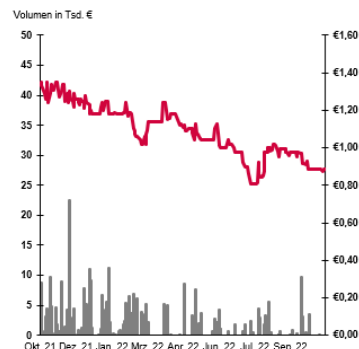
Fokus: Gewerbe- und Wohnimmobilien

Mitarbeiter: 9 Stand: 30.06.2022

Gründung: 2003

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Dennis Gothan, Michael Tegeder



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 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	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Gesamterträge	16,53	7,99	21,55	26,39
EBITDA	2,87	2,73	9,43	13,57
EBIT	2,84	2,63	9,08	13,22
Jahresüberschuss	-0,89	-0,16	4,08	6,91

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,05	-0,01	0,18	0,31
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Gesamterlöse	3,70	7,66	2,84	2,32
EV/EBITDA	21,34	22,39	6,48	4,51
EV/EBIT	21,55	23,24	6,73	4,63
KGV	neg.	neg.	4,70	2,77
KBV	0,71			

Finanztermine

28-30.11.22: Eigenkapitalforum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

30.05.2022: RS / 2,15 / KAUFEN

04.10.2021: RS / 2,60 / KAUFEN

19.08.2021: RS / 2,60 / KAUFEN

21.12.2020: 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

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“

1.HJ 2022: Halbjahreszahlen im Rahmen der Erwartungen; Geringere Neuinvestitionen prognostiziert; Kursziel auf 1,85 € (bisher: 2,15 €) reduziert; Rating: KAUFEN

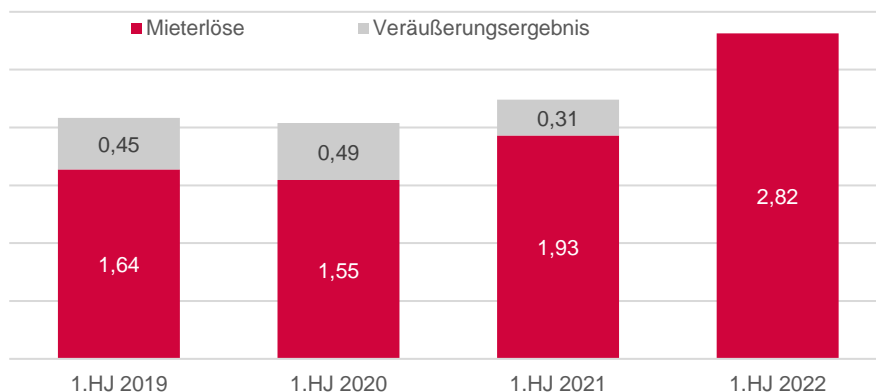
in Mio. €	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021	1.HJ 2022
Mieterlöse	1,64	1,55	1,93	2,82
Veräußerungsergebnis	0,45	0,49	0,31	0,00
Bewertungsergebnis	0,00	0,00	0,78	-0,53
EBIT	-0,31	-0,10	0,50	-0,61
Nachsteuerergebnis	-1,65	-0,74	-0,81	-1,96

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2022

In den ersten sechs Monaten 2022 weist die Coreo AG eine weitestgehend im Rahmen unserer Erwartungen liegende Ertragsentwicklung auf. Dies gilt insbesondere für die Mieterträge, die um 45,9 % auf 2,82 Mio. € (VJ: 1,93 Mio. €) signifikant gesteigert wurden. In erster Linie reflektiert dieser Anstieg den mit den im Vorjahr erfolgten Zukäufen zusammenhängenden Ausbau des Objektbestandes. Im Juli 2021 wurden zwei Produktionsstandorte sowie der Verwaltungssitz eines börsennotierten deutschen Automobilzulieferers erworben, woraus sich jährliche Mieterträge in Höhe von 0,70 Mio. € ergeben. Darüber hinaus hat die Coreo AG im September 2021 eine Logistikkimmobilie in Delmenhorst erworben, die jährliche Mieteinnahmen in Höhe von 0,50 Mio. € beisteuert. Der „anorganische“ Beitrag zum Mietanstieg dürfte damit bei ca. 0,60 Mio. € gelegen haben. Zum Anstieg der Mieterlöse haben auf der anderen Seite auch Neuvermietungen sowie Mieterhöhungen beigetragen.

Ertragsbestandteile der ersten sechs Monate (in Mio. €)



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Ebenfalls hatten wir bereits mit einem Rückgang des Veräußerungsergebnisses gerechnet. Nachdem die Coreo AG im Geschäftsjahr 2021 insgesamt umfangreiche Veräußerungen getätigt hatte, wurden in der abgelaufenen Berichtsperiode Veräußerungen von Immobilien aus dem Mannheimer und Göttinger Portfolio in einem geringen Umfang getätigt. Da die Veräußerungserlöse auf Buchwert-Niveau erfolgt sind, lag das Verkaufsergebnis bei 0,00 Mio. € (VJ: 0,31 Mio. €).

Im Vorfeld der Veräußerungen wurden die Buchwerte der Objekte des Mannheimer Portfolios, welches nun vollständig veräußert wurde, an den niedrigen Verkaufspreis angepasst und eine entsprechende Wertreduktion in Höhe von -0,53 Mio. € (VJ: 0,40 Mio. €) ergebniswirksam erfasst.

Das fehlende Veräußerungsergebnis sowie das deutlich unter dem Vorjahr liegende Bewertungsergebnis waren hauptverantwortlich für den Rückgang des EBIT auf -0,61 Mio. € (VJ: 0,50 Mio. €). Ebenfalls zum EBIT-Rückgang hat der auf 3,04 Mio. € (VJ: 2,64 Mio. €) erfolgte operative Kostenanstieg beigetragen, welcher insbesondere in Verbindung mit der im Mai 2022 durchgeführten Kapitalerhöhung steht.

Unterm Strich lag das Periodenergebnis mit -1,96 Mio. € (VJ: -0,81 Mio. €) erneut unterhalb des Break-Even. Im Ergebnisrückgang ist auch der Anstieg des Finanzaufwandes auf 1,48 Mio. € (VJ: 1,14 Mio. €) enthalten. Hier ist der im Zusammenhang mit den Objekterwerben stehende Anstieg der Finanzverbindlichkeiten abgebildet.

Prognosen und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2021	GJ 22e (alt)	GJ 22e (neu)	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)
Mieterlöse	4,35	5,23	5,10	11,71	10,05	13,92	11,69
Veräußerungserlöse	10,32	4,80	0,79	8,80	6,80	6,00	6,80
Bewertungsergebnis	1,86	3,00	2,10	8,68	4,70	9,31	7,90
EBIT	2,84	4,22	2,63	12,89	9,09	13,90	13,22
Nachsteuerergebnis	-0,89	0,99	-0,16	6,76	4,08	7,28	6,91

Quelle: GBC AG

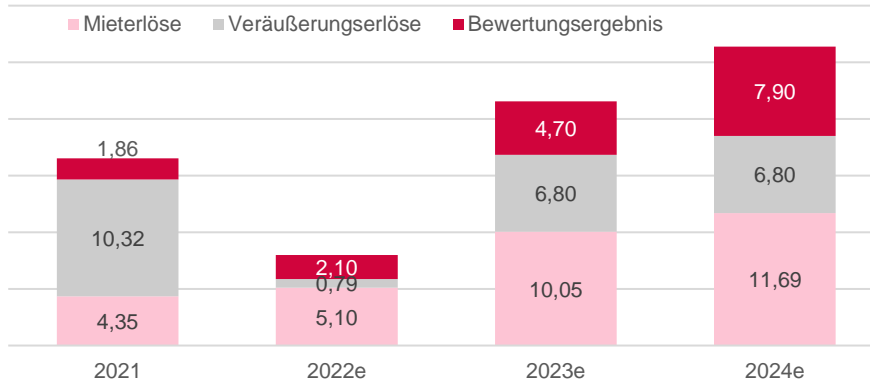
Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen hat das Coreo-Management die bisherige Guidance bestätigt, wonach auf Gesamtjahresbasis Mieterträge in Höhe von 3,8 Mio. € erwirtschaftet werden sollen. Die mit dem Geschäftsbericht ausgegebene Guidance, wonach bis zum Jahresende ein Anstieg des Portfoliovolumens auf deutlich über 100 Mio. € erfolgen soll, wurde im Rahmen der Halbjahresberichterstattung nicht thematisiert. Bislang berücksichtigte das von der Gesellschaft kommunizierte per 31.12.2022 angestrebte Objektvolumen von über 100 Mio. € den Zugang des größten Immobilienportfolios der Unternehmenshistorie. Im Juli 2021 hatte die Coreo AG über den beabsichtigten Erwerb eines Portfolios, mit einem Gesamtobjektbestand von 1.341 Wohnungen und 15 Gewerbeeinheiten berichtet. Es ist unseres Erachtens davon auszugehen, dass der Zugang des Portfolios nicht mehr im laufenden Geschäftsjahr erfolgen wird.

Mit Blick auf das Niveau der Mieterlöse dürfte die Guidance, nachdem bereits im ersten Halbjahr Bruttomieteinnahmen in Höhe von 2,82 Mio.€ (Nettokaltmiete: 2,23 Mio. €) erzielt wurden, gut zu erreichen sein. Zumal die Gesellschaft einzelne Objekte (bspw. in Kiel, Wetzlar) im laufenden Geschäftsjahr an die Mieter übergeben hatte sowie zum Teil Mietsteigerungen bei vermieteten Objekten umsetzen konnte. Auch ohne Zugang des großen Portfolios sollte das angestrebte Mietniveau gut zu erreichen sein. Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr 2022 mit Mieterlösen in Höhe von 5,10 Mio. € (bisherige Prognose: 5,23 Mio. €), welche im Zuge des erwarteten Portfoliozugangs (Mieterträge: 3,8 Mio. €) sowie weiterer Investitionen in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive zunehmen sollten.

Damit berücksichtigen die uns erwarteten Mietsteigerungen in den kommenden Geschäftsjahren die Wachstumsstrategie der Gesellschaft. Ausgehend vom aktuellen Liquiditätsbestand in Höhe von 12,50 Mio. € könnte die Gesellschaft, bei einem LTV von 60 % bis 65 % neue Objekte in einem Gesamtvolumen von rund 20 Mio. € erwerben. In unseren aktualisierten Prognosen unterstellen wir bis zum Geschäftsjahresende 2023 den Zugang neuer Objekte in einem Volumen von 20 Mio. €, was neben dem erwarteten Zugang des bereits vereinbarten großen Portfolios zu einem sichtbaren Anstieg der Mieterlöse führen dürfte. Für das Geschäftsjahr 2024 rechnen wir dann mit neuen Investitionen in Höhe von 30 Mio. € und liegen damit etwas unterhalb unserer bisherigen Annahmen, in denen wir für den Zeitraum 2022 bis 2024 von Neuinvestitionen in Höhe von insgesamt 80 Mio. €

ausgegangen waren. Dies erklärt die etwas unter den bisherigen Prognosen liegenden Mieterlös-Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für das zweite Halbjahr 2022 unterstellen wir keine nennenswerten Verkaufsaktivitäten und gehen damit von einem ausgeglichenen Verkaufsergebnis aus. Beim Bewertungsergebnis hingegen, welches im ersten Halbjahr 2022 aufgrund der Bewertungsanpassung des veräußerten Mannheimer Portfolios bei -0,53 Mio. € lag, gehen wir von einer deutlichen Verbesserung aus. Dies vor dem Hintergrund von erfolgten Objektübergaben an neue Mieter und umgesetzten Mieterhöhungen. Das Bewertungsergebnis der kommenden Geschäftsjahre wird unseren Erwartungen zur Folge insbesondere von wertschaffenden Asset Management-Erfolgen beim neuen großen Portfolio sowie bei den neuen Objektinvestitionen geprägt sein.

Angesichts der niedrigeren Investitionserwartung für die kommenden Geschäftsjahre führen die etwas reduzierten Ertragsschätzungen zu niedrigeren EBIT-Prognosen. 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.

Im Rahmen unseres angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 1,85 € (bisher: 2,15 €) ermittelt. Einerseits hat die Reduktion unserer Prognosen zur Minderung des Kursziels geführt. Zudem hatte die Anhebung des WACC, als Folge des höheren risikolosen Zinssatzes, ebenfalls einen kurszielmindernden Effekt. Wir vergeben aber weiterhin das Rating KAUFEN.

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: 62,0%) 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 1,25 % (bisher: 0,40 %).

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 8,71 % (bisher: 7,86 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,94 % (bisher 6,43%).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 1,85 € (bisher: 2,15 €) ermittelt. Unsere geänderten Prognosen des konkreten Schätzzeitraums sowie die Anhebung des risikolosen Zinssatzes und damit des WACC haben zur Kurszielminderung geführt.

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	60,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,2%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	28,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
Umsatz (US)	7,20	16,59	23,35	24,17	25,02	25,89	26,80	27,74	
US Veränderung	-5,0%	130,3%	40,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,10	0,12	0,14	0,15	0,15	0,15	0,16	0,16	
EBITDA	2,73	9,43	13,57	14,99	15,51	16,05	16,61	17,20	
EBITDA-Marge	37,9%	56,9%	58,1%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	
EBITA	2,63	9,08	13,22	14,64	15,16	15,70	16,26	16,83	
EBITA-Marge	36,5%	54,8%	56,6%	60,6%	60,6%	60,6%	60,7%	60,7%	60,8%
Steuern auf EBITA	-0,66	-2,27	-3,31	-3,66	-3,79	-3,92	-4,06	-4,21	
zu EBITA	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	1,97	6,81	9,92	10,98	11,37	11,77	12,19	12,63	
Kapitalrendite	2,7%	8,5%	7,0%	6,4%	6,6%	6,8%	6,9%	7,1%	7,2%
Working Capital (WC)	7,00	7,50	8,00	6,77	7,00	7,25	7,50	7,77	
WC zu Umsatz	97,2%	45,2%	34,3%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	
Investitionen in WC	3,41	-0,50	-0,50	1,23	-0,24	-0,25	-0,25	-0,26	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	73,63	134,73	164,23	165,73	167,23	168,73	170,23	171,73	
AFA auf OAV	-0,10	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35	-0,36	-0,36	-0,36	
AFA zu OAV	0,1%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	
Investitionen in OAV	-10,13	-61,45	-29,85	-1,85	-1,85	-1,86	-1,86	-1,86	
Investiertes Kapital	80,63	142,23	172,23	172,50	174,23	175,98	177,73	179,49	
EBITDA	2,73	9,43	13,57	14,99	15,51	16,05	16,61	17,20	
Steuern auf EBITA	-0,66	-2,27	-3,31	-3,66	-3,79	-3,92	-4,06	-4,21	
Investitionen gesamt	-6,72	-61,95	-30,35	-0,62	-2,09	-2,10	-2,11	-2,13	
Investitionen in OAV	-10,13	-61,45	-29,85	-1,85	-1,85	-1,86	-1,86	-1,86	
Investitionen in WC	3,41	-0,50	-0,50	1,23	-0,24	-0,25	-0,25	-0,26	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-4,65	-54,79	-20,08	10,71	9,63	10,03	10,44	10,86	188,22

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	85,93	146,69
Barwert expliziter FCFs	-31,74	20,85
Barwert des Continuing Value	117,67	125,84
Nettoschulden (Net debt)	46,43	104,87
Wert des Eigenkapitals	39,51	41,82
Fremde Gewinnanteile	-0,11	-0,11
Wert des Aktienkapitals	39,40	41,71
Ausstehende Aktien in Mio.	22,55	22,55
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,75	1,85

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,36
Eigenkapitalkosten	8,7%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	5,2%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	17,7%
WACC	6,9%

Kapitalrendite	WACC				
	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%
7,0%	1,92	1,78	1,63	1,50	1,37
7,1%	2,04	1,89	1,74	1,60	1,47
7,2%	2,15	2,00	1,85	1,71	1,57
7,3%	2,26	2,11	1,96	1,81	1,67
7,4%	2,38	2,22	2,06	1,92	1,78

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: (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