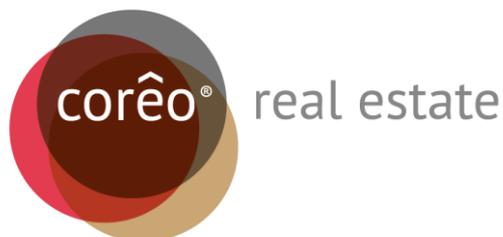




Researchstudie (Anno)

Coreo AG



- GJ 2022 stand im Zeichen der Portfolio-Optimierung -
- Verschobene Investitionen sollten in 2024 realisiert werden -
- Break-Even ab 2024 erwartet -

Kursziel: 1,30 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 14.07.2023 (08:47 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 14.07.2023 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

Coreo AG*4,5a,6a,11

Kaufen

Kursziel: 1,30 EUR
(bisher: 1,85 EUR)

aktueller Kurs: 0,48 €
13.07.23 / XETRA; 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0B9VV6
WKN: AOB9VV
Börsenkürzel: CORE
Aktienanzahl³: 22,55
Marketcap³: 10,82
EnterpriseValue³: 54,33
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 19

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

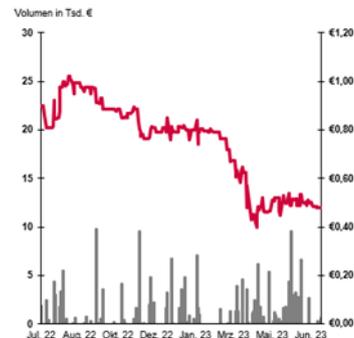
Fokus: Gewerbe- und Wohnimmobilien

Mitarbeiter: 7 Stand: 31.12.2022

Gründung: 2003

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Jürgen Faè



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	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Gesamterträge	10,38	9,27	11,50	14,34
EBITDA	1,05	2,28	5,19	7,98
EBIT	0,98	2,18	5,09	7,88
Jahresüberschuss	-1,90	-0,59	0,72	1,67

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,08	-0,03	0,03	0,07
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Gesamterträge	5,24	5,86	4,72	3,79
EV/EBITDA	51,74	23,82	10,47	6,81
EV/EBIT	55,38	24,91	10,67	6,90
KGV	neg.	neg.	15,11	6,50
KBV	0,35			

Finanztermine

Oktober 2023: HJ-Bericht 2023
28.-30.11.2023: Dt. Eigenkapitalforum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
26.10.2022: RS / 1,85 / KAUFEN
30.05.2022: RS / 2,15 / KAUFEN
04.10.2021: RS / 2,60 / KAUFEN
19.08.2021: RS / 2,60 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im Geschäftsjahr 2022 lag der Fokus der Coreo AG auf dem aktiven Asset-Management des bestehenden Portfolios, wohingegen erstmals seit Beginn der immobilienbezogenen Geschäftstätigkeit keine neuen Investitionen getätigt wurden. Insbesondere die Verzögerung des seit 2021 geplanten Erwerbs des großen Spree-Ost-Portfolios war hierfür verantwortlich. Insofern lag der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit auf umfangreiche Sanierungen und Umbaumaßnahmen bei bestehenden Objekten in Kiel, Wetzlar oder Bruchsal.
- Dennoch wurde bei den Bruttomieterlösen eine deutliche Steigerung auf 5,97 Mio. € (VJ: 4,35 Mio. €), insbesondere aufgrund des erstmaligen ganzjährigen Einbezugs von in 2021 erworbenen Objekten, erreicht. Darüber hinaus wurden beim bestehenden Portfolio Mietsteigerungen erzielt sowie Leerstände bei den sanierten Objekten zurückgeführt. Auf der anderen Seite reduzierten sich die Veräußerungserlöse auf 2,89 Mio. € (VJ: 10,32 Mio. €). Diese enthalten in erster Linie die vollständige Veräußerung des Mannheimer Portfolios sowie einiger Objekte des Göttinger Portfolios. Daher lagen die Gesamterträge mit 10,38 Mio. € (VJ: 16,53 Mio. €) unterhalb des Vorjahres, allerdings, aufgrund höherer als von uns erwarteter Veräußerungserlöse, oberhalb unserer Erwartungen (GBC-Prognose: 7,99 Mio. €).
- Die rückläufige Ertragsentwicklung findet sich auch im EBIT-Rückgang auf 0,98 Mio. € (VJ: 2,84 Mio. €) wieder. Dieser ist aufgrund höherer Instandhaltungsmaßnahmen niedriger als von uns erwartet ausgefallen (GBC-Prognose EBIT: 2,63 Mio. €). Ausgehend hiervon war die Coreo AG erneut nicht in der Lage, auf Ebene des Nachsteuerergebnisses, den Break-Even zu erreichen. Derzeit verfügt die Gesellschaft über ein noch zu niedriges Niveau an Mieterlösen, welches zwar die operativen Aufwendungen deckt, jedoch noch nicht mehr zur Deckung des Finanzaufwandes ausreicht.
- Das aktuelle GuV-Bild dürfte sich erst mit dem erwarteten Ausbau des Mietportfolios ändern. Ein möglicher Objektzugang, der einen relevanten Einfluss auf die Umsatz- und Ertragsentwicklung der Gesellschaft haben dürfte, ist der Übergang des Spree-Ost-Portfolios, für den bereits im Jahr 2021 eine Ankaufsvereinbarung getroffen wurde. Das Portfolio umfasst einen Gesamtobjektbestand von 1.341 Wohnungen und 15 Gewerbeeinheiten, womit es der größte Erwerb in der Historie der Coreo AG wäre. Zwar befindet sich die Gesellschaft derzeit noch in Verhandlungen, wir unterstellen den Erwerb erst für das kommende Geschäftsjahr 2024. Ebenso wurde im Juli 2022 eine Exklusivvereinbarung für den Ankauf eines Portfolios in Hagen/Rostock mit einem Investitionsvolumen in Höhe von 2,5 Mio. € geschlossen.
- Unter der Annahme des erwarteten Zugangs dieser Portfolios sowie nach Berücksichtigung weiterer Investitionen in den kommenden Geschäftsjahren dürften die Mieterlöse, als dann wichtigste Ertragsgröße, sukzessive auf 6,53 Mio. € (2023e), 9,56 Mio. € (2024e) und 12,36 Mio. € (2025e) zulegen. Diese sollten ab dem kommenden Geschäftsjahr erstmalig das notwendige Niveau erreichen, um auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses in den Break-Even-Bereich zu kommen.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 1,30 € (bisher: 1,85 €) ermittelt. Gegenüber unserer bisherigen Bewertung haben wir eine deutliche Prognoseanpassung vorgenommen. Einerseits rechnen wir mit einem langsameren Aufbau der Portfolios. Andererseits nehmen die Mieterlöse eine höhere Bedeutung ein als in unseren bisherigen Prognosen. Dies geht im Vergleich zum Handelsgeschäft zwar mit niedrigeren Umsätzen einher, gleichzeitig dürfte dann eine höhere Rentabilität vorliegen. Auch die Gewichtung der Kapitalkosten verschiebt sich in Richtung Fremdkapital, was zu einer Minderung der Kapitalkosten geführt hat. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

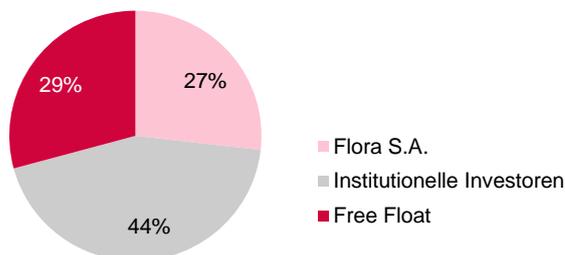
INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Inhaltsverzeichnis	3
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Objekt-Highlights 01.01.2021 – 31.12.2021	4
Markt und Marktumfeld	5
Marktentwicklung Wohnimmobilien	5
Marktentwicklung Gewerbeimmobilien	6
Unternehmensentwicklung	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2021	8
Ertragsentwicklung 2021	8
Ergebnisentwicklung 2021	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
Prognose und Bewertung	13
Umsatzprognosen 2022 - 2024	13
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell	17
Anhang	18

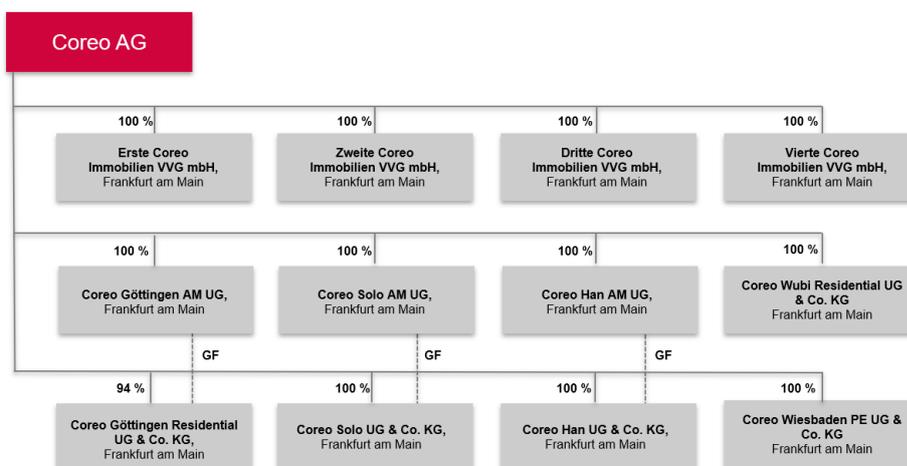
UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

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



Konsolidierungskreis



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Objekt-Highlights 01.01.2022 – 31.12.2022

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 hat die Coreo AG keine neuen Objekte erworben. Vielmehr stand im Fokus der Gesellschaft die Eingliederung und Optimierung der in 2021 erfolgten Akquisitionen (Produktionsstandort Automobilzulieferer und Logistikobjekt in Delmenhorst) sowie des bestehenden Portfolios. Beim bestehenden Portfolio wurde im Mai 2022, nach umfangreichen Baumaßnahmen, das Objekt in Kiel an den Mieter B&B Hotels übergeben und damit hier eine Vollvermietung erreicht. Zudem wurde mit der Stadt Wetzlar ein langfristiger Mietvertrag (10 Jahre) abgeschlossen. Demgemäß ist, nach der Sanierung des Objektes in Wetzlar, das städtische Jugendamt eingezogen, womit auch dieses Objekt vollvermietet ist.

Im Zuge der Portfolio-Optimierung hat die Coreo AG die Entwicklungsfläche am Mannheimer Güterbahnhof vollständig an einen privaten Investor veräußert. Dieses Grundstück hatte die Gesellschaft in 2017 aufgekauft und mittlerweile über mehrere Transaktionen vollständig verkauft.

Ein Stillstand liegt bezüglich des seit 2021 geplanten Erwerbs des größten Portfolios der Unternehmensgeschichte vor. Bereits Mitte Juli 2021 hatte die Coreo AG über den geplanten 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 berichtet. Mit einem erwarteten Gesamtinvestitionsvolumen von über 50 Mio. € wäre dies der größte Erwerb der Unternehmenshistorie. Wir rechnen mit dem Vollzug der Transaktion im kommenden Geschäftsjahr 2024.

MARKT UND MARKTUMFELD

Marktentwicklung Wohnimmobilien

Das Marktumfeld für Wohnimmobilien hat sich im vergangenen Jahr grundlegend verändert. Insbesondere die Eindämmung der deutlich gestiegenen Inflation hatte die Finanzierungskosten erheblich verteuert. Im Nachgang der Verabschiedung der Nullzins-Politik der EZB legte, gemäß Bundesbank-Statistiken, der Effektivzinssatz für besicherte Wohnungsbaukredite mit mindestens 10jähriger Zinsbindung auf 3,62 % (vorläufiger Wert für April 2023) deutlich zu. Im Januar 2022 lag der Effektivzinssatz bei gerade einmal 1,33 %.

Darüber hinaus war die gesamte Baubranche von Engpässen bei Personal und Material sowie von einem Anstieg der Baukosten geprägt. Innerhalb eines Jahres (Februar 2022 bis Februar 2023) sind die Baupreise konventionell gefertigter Wohngebäude um 15,1 % deutlich angestiegen. Gemäß Daten des Statistischen Bundesamtes wurden mittlerweile sieben Quartale in Folge jeweils zweistellige Wachstumsraten beim Baupreisindex ermittelt.

Das Zusammenspiel aus wirtschaftlicher Unsicherheit, steigenden Zinsen sowie der Verteuerung der Baukosten hat zu einem deutlichen Einbruch bei der Kreditnachfrage geführt. Das Neugeschäftsvolumen der Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit einer Zinsbindung von über 10 Jahren lag in 2022 mit 113,5 Mrd. € (VJ: 135,8 Mrd. €) deutlich unter dem Vorjahreswert. Besonders im zweiten Halbjahr 2022 hatte hier ein starker Nachfragerückgang stattgefunden, der auch in den ersten Monaten 2023 eine Fortsetzung findet. Im Januar bis April 2023 liegt gegenüber dem Vorjahreszeitraum ein regelrechter Einbruch beim Neugeschäftsvolumen auf 20,3 Mrd. € (VJ: 52,8 Mrd. €) vor.

Diese Entwicklung findet sich auch anhand der rückläufigen Baugenehmigungen bzw. Baufertigstellungen wieder. Nach vorläufigen Ergebnissen wurde in 2022 der Bau von 354.400 Wohnungen genehmigt, was gegenüber dem Vorjahr einem Rückgang von 6,9 % entspricht. Während noch im ersten Halbjahr der Rückgang bei neu genehmigten Wohnungen lediglich bei 2,1 % lag, kam es im zweiten Halbjahr zu einem sichtbaren Einbruch der Genehmigungszahlen in Höhe von 12,6 %. Für 2022 wird auch bei den Baufertigstellungen mit einem Rückgang in Höhe von 18,0 % auf rund 270.000 Wohnungen gerechnet, womit der Bauüberhang (Unterschied zwischen Genehmigungen und Fertigstellungen) weiter zugelegt haben dürfte. Das von der Bundesregierung anvisierte Ziel von jährlich 400.000 ist damit deutlich verfehlt worden.

Zumal die Nachfrageseite weiterhin von einer steigenden Bevölkerung geprägt ist. Besonders der spürbare Zuzug im Zuge des Ukraine-Krieges hatte die Nachfrageseite deutlich geprägt. Gemäß empirica-Daten lag die Nettozuwanderung in 2022 bei rund 1,1 Mio. und damit auf dem höchsten Niveau seit dem Bestehen der Bundesrepublik. Die nicht nachfragegerechte Wohnimmobilienentwicklung geht einerseits mit einem Rückgang des Leerstandes, welcher bereits in 2021 mit rund 3 % auf niedrigem Niveau lag, einher. Auf der anderen Seite reagierten die Mietpreise mit einem deutlichen Anstieg. Gemäß Daten des Zentralen Immobilien Ausschuss e.V. (ZIA) erhöhten sich die Mietpreise deutschlandweit in 2022 um 5,2 % und legten damit deutlich stärker als in den vorhergehenden Jahren zu. Die BNP Real Estate fasst die aktuelle Lage am Wohnimmobilienmarkt folgendermaßen zusammen: „Nach wie vor ist die Preisfindungsphase im Wohnimmobilienmarkt noch nicht abgeschlossen. Festzuhalten bleibt, dass Wohnungen für private wie für institutionelle Investoren eine attraktive Anlage bleiben. Dafür sprechen der persistente Nachfrageüberhang, die stärker als bislang erkennbaren Mietsteigerungspotenziale und eine gewisse Inflationsabsicherung.“

Marktentwicklung Gewerbeimmobilien

Die steigenden Zinsen und verteuerten Finanzierungskosten haben zwar auch einen Einfluss auf den Teilbereich der Gewerbeimmobilien, die allgemeine Konjunktorentwicklung ist jedoch ein wesentlicher Faktor für diese Immobiliengattung. Am Beispiel der Büroimmobilien wird auch ersichtlich, dass weitere Faktoren, wie etwa soziale Komponenten, Wohlfühlatmosphäre, die Möglichkeit zur flexiblen Arbeitszeit sowie ESG-Aspekte eine wichtige Rolle spielen.

Parallel zur Entwicklung bei den Wohnimmobilien war das Jahr 2022 bei Büroimmobilien von steigenden Mieten geprägt. Die Weitergabe höherer Kosten aber auch die gestiegenen Anforderungen an die Objektqualität haben dazu geführt. Gemäß ZIA-Daten waren alle Standortklassen von Mietsteigerungen geprägt, wobei A-Städte den größten Anstieg vorzuweisen hatten.

Zwar lässt sich ein steigender Leerstand beobachten, Marktbeobachter sehen aber insbesondere Objekte in Randlagen sowie Objekte, die bestimmte energetische Standards nicht erfüllen, davon besonders betroffen. Jones Lang LaSalle bezeichnet den aktuellen Trend als „Flight to Quality“, wonach speziell Büroobjekte nachgefragt werden, die bestimmte energetische Standards erfüllen. Weitere Aspekte wie soziale Komponenten, Wohlfühlatmosphäre und die Möglichkeit zur flexiblen Arbeitszeit würden ebenfalls bei der Standortsuche eine Rolle spielen. Insofern wurden, trotz steigender Leerstandsquoten, weiter steigende Mietniveaus ermittelt. Bei den Spitzenmieten wurden dabei Steigerungen von 2,1 % bis 6,6 % ermittelt.

Ein weiterer Aspekt der robusten Entwicklung der Büromärkte ist die Entwicklung der Beschäftigtenzahl in Deutschland. Gemäß Daten des statistischen Bundesamtes lag die Zahl der Erwerbstätigen Ende 2022 mit 45,6 Mio. auf dem höchsten Stand seit der deutschen Wiedervereinigung. Gegenüber dem Vorjahr waren fast 600.000 mehr Menschen erwerbstätig. Dieser Anstieg fand dabei nahezu ausschließlich im Dienstleistungsbereich statt, was auch für eine höhere Nachfrage nach Büroflächen spricht.

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 2021	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Erlöse aus Vermietung	3,52	5,97	6,53	9,56	12,36
Erlöse aus Veräußerung von Immobilien	6,09	2,89	0,52	0,00	0,00
Buchwert der veräußerten Immobilien	-5,60	-3,43	-0,52	0,00	0,00
Bewertungsergebnis	0,85	1,52	2,22	1,94	1,98
andere Erlöse	0,17	0,13	0,05	0,05	0,05
sonstige betriebliche Erträge	0,06	0,74	0,19	0,20	0,20
Materialaufwand	-2,29	-3,89	-3,76	-3,64	-3,68
Rohhertrag	2,79	3,93	5,23	8,11	10,91
Personalaufwand	-1,05	-1,33	-1,35	-1,32	-1,33
Abschreibungen	-0,70	-0,07	-0,10	-0,10	-0,10
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,73	-1,55	-1,60	-1,60	-1,60
EBIT	-0,69	0,98	2,18	5,09	7,88
Finanzerträge	0,19	0,27	0,00	0,00	0,00
Finanzaufwendungen	-2,32	-2,93	-2,97	-4,13	-5,66
EBT	-2,81	-1,68	-0,79	0,96	2,22
Steuern	0,38	-0,22	0,20	-0,24	-0,56
Periodenergebnis	-2,44	-1,90	-0,59	0,72	1,67
EBITDA	0,01	1,05	2,28	5,19	7,97
in % der Umsatzerlöse	0,2%	15,1%	26,1%	45,1%	55,6%
EBIT	-0,69	0,98	2,18	5,09	7,88
in % der Umsatzerlöse	-14,2%	14,1%	24,9%	44,2%	54,9%
Ergebnis je Aktie in €	-0,14	-0,08	-0,03	0,03	0,07

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2022

in Mio. €	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Mieterlöse	2,92	3,52	4,35	5,97
Veräußerungserlöse	2,98	6,09	10,32	2,89
Bewertungsergebnis	3,06	0,85	1,86	1,52
EBIT	2,50	-0,69	2,84	0,98
Nachsteuerergebnis	-0,86	-2,44	-0,89	-0,19

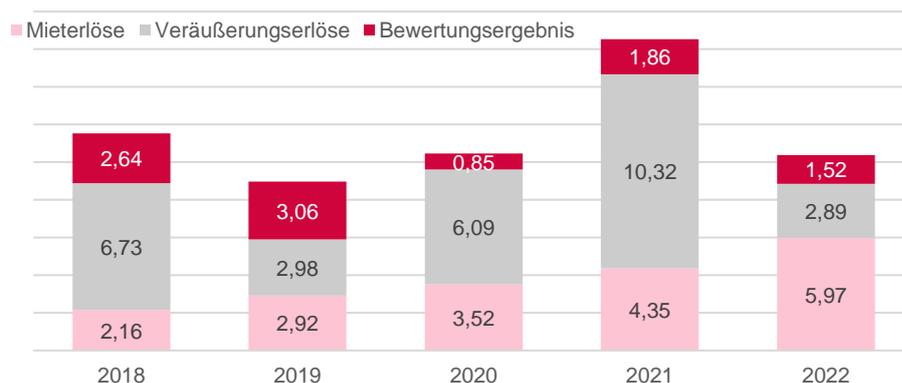
Quelle: Coreo AG; GBC AG

Ertragsentwicklung 2022

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2022 stand bei der Coreo AG im Zeichen des aktiven Asset-Managements des bestehenden Portfolios. Diesbezüglich wurde beispielsweise eine umfangreiche Sanierung eines Objektes in Kiel, Umbaumaßnahmen bei einem Objekt in Wetzlar sowie eine Dachsanierung des Objektes in Bruchsal vorgenommen. Demgegenüber kam es beim geplanten Erwerb eines umfangreichen Wohn- und Gewerbeimmobilienportfolios zu weiteren Verzögerungen, so dass in 2022, erstmals seit Beginn der immobilienbezogenen Geschäftstätigkeit, keine neuen Investitionen getätigt wurden.

Dennoch verzeichnete die Coreo AG eine deutliche Steigerung der Bruttomieterlöse auf 5,97 Mio. € (VJ: 4,35 Mio. €). Dies ist insbesondere eine Folge des erstmaligen ganzjährigen Einbezugs der in 2021 erworbenen Objekte, namentlich dem im Juli 2021 erfolgten Erwerb von zwei Produktionsstandorten sowie des Verwaltungssitzes eines Automobilzulieferers sowie einer im September 2021 erworbenen Logistikimmobilie in Delmenhorst. Mit diesen beiden Transaktionen steigerten sich die jährlichen Mieteinnahmen in Höhe von insgesamt rund 1,20 Mio. €. Zusätzlich zu diesem Effekt war die Coreo AG in der Lage, Mietsteigerungen beim bestehenden Portfolio zu erzielen sowie den Leerstand bei sanierten Objekten zu reduzieren.

Entwicklung der Ertragsbestandteile (in Mio. €)



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Dem deutlichen Anstieg der wiederkehrenden Mieterträge steht ein Rückgang der Veräußerungserlöse auf 2,89 Mio. € (VJ: 10,32 Mio. €) entgegen. Nachdem die Coreo AG im Geschäftsjahr 2021 insgesamt umfangreiche Veräußerungen getätigt hatte, wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 das Mannheimer Portfolio vollständig veräußert sowie einige Objekte des Göttinger Portfolios verkauft. Da aber im Vorfeld eine Zuschreibung der Buchwerte der veräußerten Objekte und damit quasi der mögliche Veräußerungsgewinn vorweggenommen wurde, lag das Veräußerungsergebnis in 2022 mit -0,54 Mio. € (VJ: 1,37 Mio. €) im negativen Bereich.

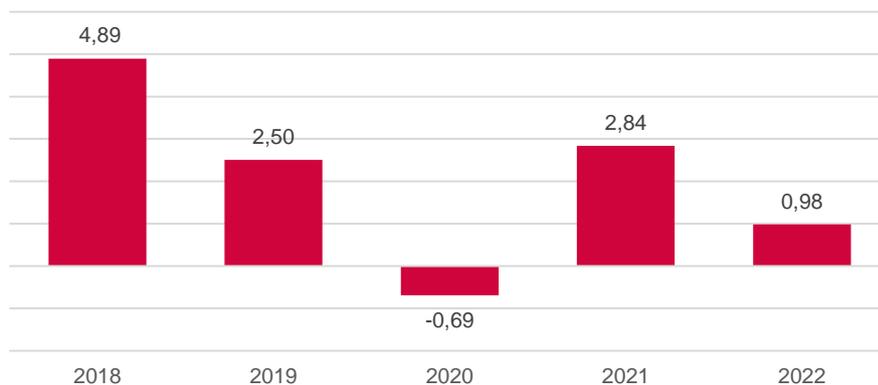
Insbesondere die Optimierung des in 2021 erworbenen Automobilzulieferer-Portfolios sowie die Instandhaltungs- und Sanierungsmaßnahmen bei Objekten in Bruchsal und des Göttinger Portfolios hatten zu gutachterlich ermittelten Buchwertzuschreibungen in Höhe von 1,52 Mio. € (VJ: 1,86 Mio. €) geführt.

In Summe liegen die Gesamterträge aufgrund der deutlich niedrigeren Veräußerungserlöse mit 10,38 Mio. € (VJ: 16,53 Mio. €) unterhalb des Vorjahres. In unseren Prognosen hatten wir für 2022 Gesamterträge in Höhe von 7,99 Mio. € erwartet, welche damit übertroffen wurden. Sowohl bei den Mieterträgen (GBC-Schätzung: 5,10 Mio. €) als auch bei den Veräußerungserlösen (GBC-Schätzung: 0,79 Mio. €) lagen die Coreo-Zahlen über unseren Schätzungen, wohingegen wir mit 2,10 Mio. € ein etwas höheres Bewertungsergebnis erwartet hatten.

Ergebnisentwicklung 2022

Insofern ist der Rückgang des EBIT auf 0,98 Mio. € (VJ: 2,84 Mio. €) nachvollziehbar, das EBIT lag jedoch unterhalb unserer Erwartungen (GBC-Prognose: 2,63 Mio. €). Neben den rückläufigen Gesamterträgen hatten die umfangreichen Instandhaltungsmaßnahmen, insbesondere bei dem Objekt in Bruchsal, zu einem Anstieg der Materialaufwendungen auf 3,89 Mio. € (VJ: 2,47 Mio. €) geführt, was sich ergebnisbelastend ausgewirkt hatte. Wir hatten hier mit deutlich niedrigeren Materialaufwendungen gerechnet.

Entwicklung des EBIT (in Mio. €)

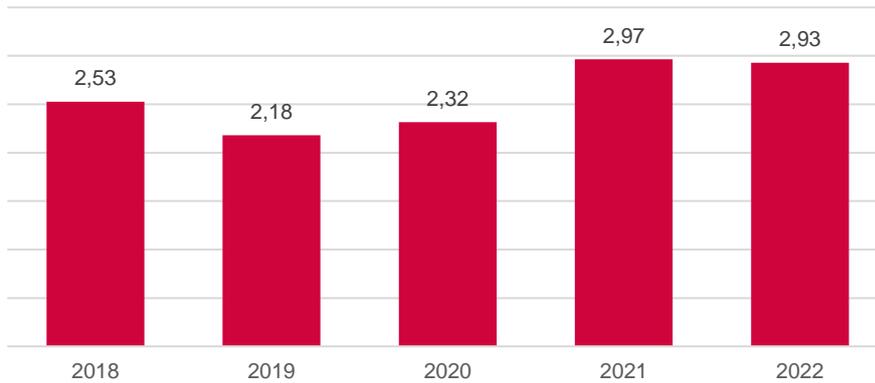


Quelle: Coreo AG; GBC AG

Positiv auf die Ergebnisentwicklung hatten sich hingegen Wertaufholungen bei den Immobilienvorräten, also bei den Entwicklungs-Objekten, ausgewirkt. Die Wertaufholungen in Höhe von 0,54 Mio. € (VJ: 0,13 Mio. €) hatten zu einem Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge auf 0,74 Mio. € (VJ: 0,23 Mio. €) geführt.

Der beschriebene EBIT-Rückgang hatte zu einem Rückgang des Nachsteuerergebnisses auf -1,90 Mio. € (VJ: -0,89 Mio. €) geführt. Da in der abgelaufenen Berichtsperiode keine neuen Investitionen erfolgt sind, kam es bei den finanziellen Verbindlichkeiten nur zu einem leichten Anstieg auf 69,97 Mio. € (31.12.21: 65,69 Mio. €) und der damit zusammenhängende Finanzaufwand in Höhe von 2,93 Mio. € (VJ: 2,97 Mio. €) lag in etwa auf Vorjahresniveau. Neu aufgenommene Bankkredite wurden dabei, da diese besichert sind, zu vergleichsweise attraktiven Konditionen aufgenommen. Unseren Berechnungen zur Folge waren die neu aufgenommenen Kredite mit einem durchschnittlichen Kreditzins von 2,3 % ausgestattet.

Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Im langjährigen Vergleich liegt beim Finanzaufwand ein im Verhältnis zum tendenziellen Portfolioausbau nur leichter Anstieg vor. Dies liegt insbesondere an der rückläufigen Entwicklung des durchschnittlichen FK-Zinses begründet. So war die Coreo AG beispielsweise in der Lage, im Geschäftsjahr 2021 eine ausstehende Optionsanleihe mit einem Kupon in Höhe von 10 % durch ein Investorendarlehen mit einer Verzinsung von 6,75 % zu refinanzieren.

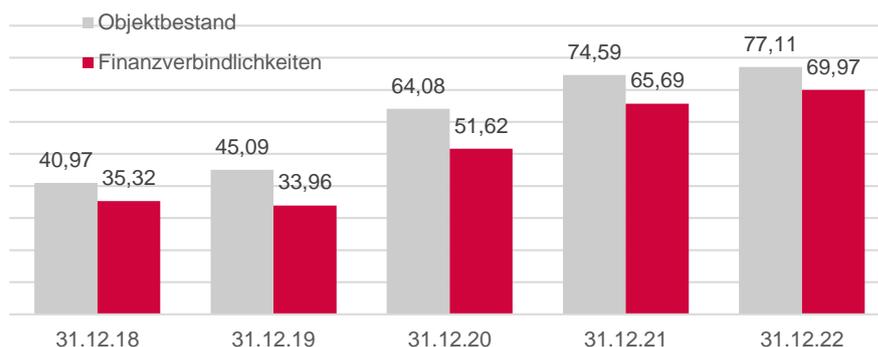
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.19	31.12.20	31.12.21	31.12.22
Eigenkapital	28,32	29,30	27,09	30,49
EK-Quote	42,6%	34,6%	27,8%	28,9%
Objektbestand	45,09	64,08	74,59	77,13
zinstragendes Fremdkapital	33,96	51,62	65,69	69,97
LTV	75,3%	80,6%	88,1%	90,7%
Finanzvermögen (inkl. JV für St Martin Tower)	14,93	14,65	13,58	15,61
Liquide Mittel	5,20	3,28	7,67	10,85
Net Debt	13,83	33,69	44,45	43,50
Cashflow (operativ)	-5,25	-13,80	-2,84	-3,29
Cashflow (Investition)	-2,33	-7,93	-7,11	-2,46
Cashflow (Finanzierung)	-1,26	19,82	14,33	8,94

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Zur Finanzierung der geplanten Immobilieninvestitionen hatte die Coreo AG im Mai 2022 eine Kapitalerhöhung in Höhe von 5,51 Mio. € erfolgreich abgeschlossen. Damit kletterte das Eigenkapital, trotz des negativen Nachsteuerergebnisses, auf 30,49 Mio. € (31.12.21: 27,09 Mio. €). Die EK-Quote in Höhe von 28,9 % (31.12.21: 27,8 %) blieb jedoch, aufgrund einer Bilanzverlängerung, noch unterhalb der Marke von 30 %. Auf der Aktivseite hängt die Ausweitung der Bilanzsumme in erster Linie mit dem Anstieg des Objektbestandes auf 77,13 Mio. € (31.12.21: 74,59 Mio. €) zusammen, welcher in erster Linie die Höherbewertung der Renditeliegenschaften sowie der Entwicklungs-Objekte reflektiert. Gleichzeitig kletterte auf der Aktivseite das Finanzvermögen auf 15,61 Mio. € (31.12.21: 13,58 Mio. €), in erster Linie aufgrund der Anzahlung eines für 2023 geplanten Erwerbs eines Wohnimmobilienportfolios in Rostock/Hagen. Das Finanzvermögen enthält größtenteils die 10,1%ige Beteiligung an der Publyty St. Martin Tower GmbH sowie die Anzahlung für den anstehenden Erwerb eines großen Wohn- und Gewerbeimmobilienportfolios (Spree-Ost-Portfolio).

Objektbestand und Finanzverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Auf der Passivseite hängt die Bilanzverlängerung mit dem Anstieg der Finanzverbindlichkeiten auf 69,97 Mio. € (31.12.21: 65,69 Mio. €) zusammen. Im Verhältnis zum Objektbestand liegt ein LTV in Höhe von 90,7 % (31.12.21: 88,1 %) vor. Dieser hohe Wert erklärt sich unter anderem durch den noch hohen Anteil der nicht investierten Mittel, als Folge der Verzögerung beim Erwerb des umfangreichen Wohn- und Gewerbeimmobilienportfolios. Daher verfügt die Coreo AG zum 31.12.22 noch über einen umfangreichen Liquiditätsbestand in Höhe von 10,85 Mio. € (31.12.21: 7,67 Mio. €). Das Verhältnis Net Debt/Anlagevermögen liegt mit 56,4 % (VJ: 59,6 %) hingegen deutlich unter dem LTV.

Der Anstieg der liquiden Mittel folgte aus der Aufnahme neuer Darlehen sowie der durchgeführten Kapitalerhöhung, was zu einem Finanzierungs-Cashflow in Höhe von 8,94 Mio. € (VJ: 14,33 Mio. €) geführt hatte. Dadurch wurde der negative operative Cashflow in Höhe von -3,29 Mio. € (VJ: -2,84 Mio. €) sowie der negative Investitions-Cashflow in Höhe von -2,46 Mio. € (VJ: -7,11 Mio. €) ausgeglichen.

Mit Blick auf den operativen Cashflow hat die Coreo AG zwar in den vergangenen Geschäftsjahren Fortschritte erzielt, nach wie vor verfügt die Gesellschaft aber noch über ein zu niedriges Niveau an Mieterlösen, die unterhalb der liquiditätswirksamen operativen Aufwendungen sowie der liquiditätswirksamen Zinsaufwendungen liegen. Mit dem geplanten Ausbau des Portfolios sollte hier eine Verbesserung des operativen Cashflows erreicht werden.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Mieterlöse	5,97	6,53	9,56	12,36
Veräußerungserlöse	2,89	0,52	0,00	0,00
Bewertungsergebnis	1,52	2,22	1,94	1,98
EBIT	0,98	2,18	5,09	7,88
Nachsteuerergebnis	-0,19	-0,59	0,72	1,67

Quelle: GBC AG

Prognosegrundlage

Wie schon in den Vorjahren, erstellen wir die Umsatz- und Ergebnisprognosen auf Basis des aktuellen Objektportfolios sowie unter Einbezug möglicher anstehender Erwerbe und Veräußerungen. Darüber hinaus unterstellen wir im Rahmen der von der Gesellschaft kommunizierten Strategie, im geringeren Umfang, auch mögliche Objektakquisitionen außerhalb der aktuell bekannten Erwerbe.

Auf Basis des aktuellen Portfolios stellt das Coreo-Management für das laufende Geschäftsjahr 2023 eine leichte Steigerung der Nettomieteinnahmen auf rund 4,7 Mio. € (VJ: 4,49 Mio. €) in Aussicht. Dieser leichte Anstieg ist auf erwartete Mietanpassungen im Gewerbebereich sowie auf die Reduktion von Leerständen, insbesondere beim 3.624 qm umfassenden Objekt in Wetzlar zurückzuführen. Hier wurde im ersten Quartal 2023 eine große Fläche an den Mieter übergeben. Unserer Ansicht nach enthält diese Guidance keinen weiteren Objektzugang, welcher zu einem signifikanten Anstieg des Mietvolumens führen könnte. Der für die Guidance ausschlaggebende Objektbestand umfasst folgende Portfolios:

Name	Fläche in qm	Nutzung
Hydra-Portfolio	8.444	Gewerbe/Wohnen
Portfolio Bad Köstritz	6.078	Wohnen
Portfolio Bruchsal	6.267	Gewerbe
Portfolio Göttingen	6.787	Wohnen
Portfolio Automotive	15.974	Gewerbe
Delmenhorst	31.135	Gewerbe
Portfolio WuBi	15.275	Wohnen

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Ein möglicher Objektzugang, der einen relevanten Einfluss auf die Umsatz- und Ertragsentwicklung der Gesellschaft haben dürfte, ist der Übergang des so genannten Spree-Ost-Portfolios, für den bereits im Jahr 2021 eine Ankaufsvereinbarung getroffen wurde. Das Portfolio umfasst gemäß damaliger Unternehmensmeldung einen Gesamtobjektbestand von 1.341 Wohnungen und 15 Gewerbeeinheiten, womit es der größte Erwerb in der Historie der Coreo AG wäre. Wir rechnen mit dem Objektzugang im kommenden Geschäftsjahr 2024.

Ebenso wurde im Juli 2022 eine Exklusivvereinbarung für den Ankauf eines Portfolios in Hagen/Rostock geschlossen. Gemäß Unternehmensangaben handelt es sich hierbei um ein Projekt mit einem Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von rund 2,5 Mio. €, wofür bereits der Kaufpreis entrichtet worden ist. Mit einem Übergang ist ab dem zweiten Halbjahr 2023 zu rechnen.

Die zweite Erlös Komponente, die Veräußerungserlöse, sollte sich, nach der erfolgten vollständigen Veräußerung des Mannheimer Portfolios, rückläufig entwickeln. Für das laufende Geschäftsjahr 2023 berücksichtigen wir dabei die Veräußerung eines Objektes in

Wormeln, dessen Veräußerung am 06.01.2023 zu einem Preis von 0,52 Mio. € notariell beurkundet wurde. Unseren Erkenntnissen zur Folge dürfte diese Veräußerung ergebnisneutral gewesen sein.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 wurden in den Standorten Wetzlar, Bruchsal sowie in Delmenhorst Sanierungs- und Instandhaltungsmaßnahmen getätigt. Darüber hinaus laufen in zahlreichen Objekten des Göttinger Portfolios sehr umfangreiche Maßnahmen bis hin zur Komplettsanierung. In Summe werden diese Maßnahmen zur Steigerung der Mieteinnahmen und damit letztlich der bilanziellen Wertansätze bei diesen Objekten führen. Hier gehen wir konservativ vor und setzen für die kommenden Geschäftsjahre die möglichen Bewertungserträge auf das Niveau der möglichen Renovierungs- und Instandhaltungsaufwendungen. Damit würden den Bewertungserträgen in gleicher Höhe Materialaufwendungen gegenüberstehen, so dass diese dann ertragsneutral bleiben.

Schließlich gehen wir beim Niveau weiterer möglicher Erwerbe von einem deutlich niedrigeren Investitionsvolumen als in unseren bisherigen Researchstudien aus. Bis zum Geschäftsjahr 2021 hatte die Gesellschaft im Rahmen ihrer langfristigen Investitionsplanung den Ausbau des Gesamtportfolios innerhalb von fünf Jahren auf 400 bis 500 Mio. € in Aussicht gestellt. Diese Planung scheint jetzt nicht mehr im Unternehmensfokus zu liegen, da hierzu keine Aussage mehr im Geschäftsbericht 2022 erfolgt ist. Mit dem möglichen Erwerb der zwei Portfolios (Spree Ost und Hagen-Rostock) könnte zum Ende des kommenden Geschäftsjahres 2024 der gesamte Portfolio-Wert schon deutlich über 100 Mio. € (31.12.2022: 77,13 Mio. €) steigen.

Für 2023 unterstellen wir, abseits des geplanten Erwerbs des Hagen/Rostock-Portfolios keine neuen Investitionen. Neue Investitionen in Höhe von 15 Mio. € (2024) sowie 25 Mio. € (2025) unterstellen wir daher erst ab dem kommenden Geschäftsjahr, gehen hier aber deutlich konservativer als bislang vor.

Ertragsprognosen 2023 - 2025

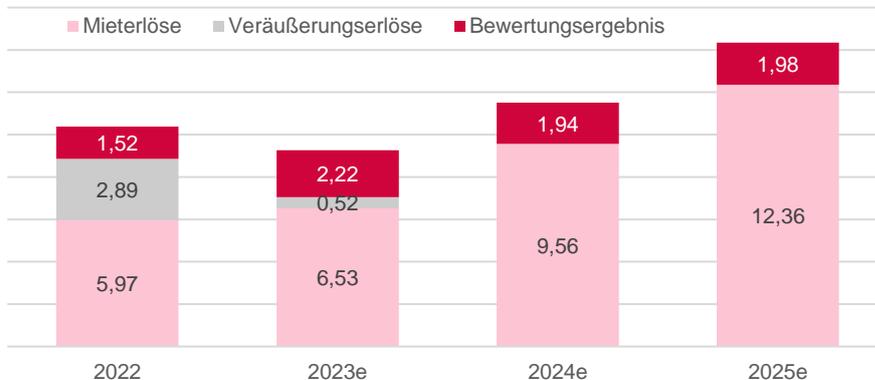
In unserem konkreten Schätzzeitraum unterstellen wir, auf Basis der dargestellten Prognosegrundlage, einen sukzessiven Anstieg der Mieterträge. Die Brutto-Mieten dürften im laufenden Geschäftsjahr leicht auf 6,53 Mio. € (VJ: 5,96 Mio. €) zulegen. Einerseits sollten hier die Reduktion von Leerständen und Mietanpassungen sowie auf der anderen Seite zum geringen Teil der Zugang der beiden neuen Portfolios enthalten sein. Unter der Annahme, dass der Erwerb des Portfolios Hagen/Rostock sowie des Spree-Ost-Portfolios im Laufe des Geschäftsjahres 2023 bzw. 2024 erfolgen wird, kalkulieren wir ab dem kommenden Geschäftsjahr 2024 mit einem sichtbaren Sprung der Mieteinnahmen auf 9,56 Mio. € und dann auf 12,36 Mio. € (GJ 2025). Die von uns unterstellten neuen Investitionen in Höhe von 15 Mio. € (2024) sowie in Höhe von 25 Mio. € (2025) leisten ebenfalls einen geringfügigen Beitrag zum erwarteten Anstieg der Mieterlöse.

Demgegenüber spielen die Veräußerungserlöse keine wesentliche Rolle mehr für unsere Prognosen. Wir berücksichtigen für das laufende Geschäftsjahr 2023 lediglich Veräußerungserlöse in Höhe von 0,52 Mio. € (VJ: 2,89 Mio. €), die im Zusammenhang mit der bereits feststehenden Veräußerung eines Objektes in Wormeln stehen. Für die darauffolgenden Geschäftsjahre prognostizieren wir keine weiteren Veräußerungen, wengleich im Rahmen von Portfolio-Bereinigungen weitere Objektverkäufe sehr wahrscheinlich sind.

Schließlich dürfte auch das Bewertungsergebnis eine untergeordnete Rolle spielen. Für den Zeitraum 2023 bis 2025 unterstellen wir Instandhaltungs- und Renovierungsaufwendungen in Höhe von insgesamt 6,15 Mio. € (inklusive für neu erworbene Portfolios), die zu entsprechenden Bewertungserträgen führen werden. Da die Renovierungs- und

Instandhaltungsaufwendungen in gleicher Höhe auf der Kostenseite berücksichtigt sind, hat das Bewertungsergebnis keinen Ergebniseffekt.

Prognose der Ertragsbestandteile (in Mio. €)

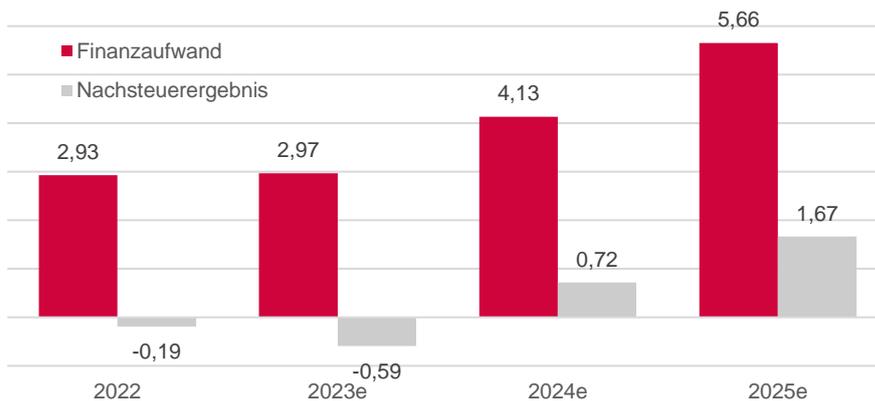


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognose 2023 - 2025

Unseren Schätzungen zur Folge werden die Mieterträge künftig den überwiegenden Teil der Gesamterträge darstellen. Diese sollten ab dem kommenden Geschäftsjahr erstmalig das notwendige Niveau übertreffen, um auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses in den Break-Even-Bereich zu kommen. In unseren Schätzungen haben wir, neben einer vergleichsweise konstanten Entwicklung der Personal- und Verwaltungsaufwendungen, eine Verteuerung der Finanzierungskosten berücksichtigt. Zusammen mit dem notwendigen Ausbau der Bankverbindlichkeiten werden die Finanzierungsaufwendungen künftig den größten Kostenblock darstellen:

Finanzaufwand und Nachsteuerergebnis (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 2023 bis 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,0 % (bisher: 3,5 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 66,0 % (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 3,0 % (bisher: 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 2,00 % (bisher: 1,25 %).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,36 (bisher: 1,36).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,46 % (bisher: 8,71 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 40 % (bisher: 60 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,09 % (bisher 6,94%).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 1,30 € (bisher: 1,85 €) ermittelt. Gegenüber unserer bisherigen Bewertung haben wir eine deutliche Prognoseanpassung vorgenommen. Einerseits rechnen wir mit einem langsameren Aufbau der Portfolios. Andererseits nehmen die Mieterlöse eine höhere Bedeutung ein als in unseren bisherigen Prognosen. Dies geht im Vergleich zum Handelsgeschäft zwar mit niedrigeren Umsätzen einher, gleichzeitig dürfte dann eine höhere Rentabilität vorliegen. Auch die Gewichtung der Kapitalkosten verschiebt sich in Richtung Fremdkapital, was zu einer Minderung des WACC geführt hat.

DCF-Modell

Coreo AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	66,0%	ewige EBITA - Marge	70,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,1%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	75,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz (US)	8,75	11,50	14,34	15,35	16,42	17,57	18,80	20,12	
US Veränderung	25,9%	31,5%	24,7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,13	0,09	0,09	0,10	0,10	0,11	0,12	0,13	
EBITDA	2,28	5,19	7,98	10,13	10,84	11,60	12,41	13,28	
EBITDA-Marge	26,1%	45,1%	55,6%	66,0%	66,0%	66,0%	66,0%	66,0%	
EBITA	2,18	5,09	7,88	10,03	10,74	11,49	12,31	13,17	
EBITA-Marge	24,9%	44,2%	54,9%	65,3%	65,4%	65,4%	65,5%	65,5%	70,1%
Steuern auf EBITA	-0,55	-1,27	-1,97	-2,51	-2,68	-2,87	-3,08	-3,29	
zu EBITA	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	1,64	3,82	5,91	7,52	8,05	8,62	9,23	9,88	
Kapitalrendite	2,1%	5,0%	4,2%	4,5%	4,8%	5,1%	5,4%	5,7%	6,3%
Working Capital (WC)	10,10	10,50	11,00	11,51	12,32	13,18	14,10	15,09	
WC zu Umsatz	115,5%	91,3%	76,7%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	
Investitionen in WC	0,13	-0,40	-0,50	-0,51	-0,81	-0,86	-0,92	-0,99	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	66,02	130,02	155,02	156,52	157,02	157,52	158,02	158,52	
AFA auf OAV	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
AFA zu OAV	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
Investitionen in OAV	0,20	-64,10	-25,10	-1,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	
Investiertes Kapital	76,12	140,52	166,02	168,03	169,34	170,70	172,12	173,61	
EBITDA	2,28	5,19	7,98	10,13	10,84	11,60	12,41	13,28	
Steuern auf EBITA	-0,55	-1,27	-1,97	-2,51	-2,68	-2,87	-3,08	-3,29	
Investitionen gesamt	0,33	-64,50	-25,60	-2,11	-1,41	-1,46	-1,52	-1,59	
Investitionen in OAV	0,20	-64,10	-25,10	-1,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	
Investitionen in WC	0,13	-0,40	-0,50	-0,51	-0,81	-0,86	-0,92	-0,99	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,06	-60,58	-19,59	5,51	6,75	7,26	7,81	8,39	183,84

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	73,41	138,47
Barwert expliziter FCFs	-48,14	9,51
Barwert des Continuing Value	121,56	128,96
Nettoschulden (Net debt)	44,41	109,12
Wert des Eigenkapitals	29,01	29,34
Fremde Gewinnanteile	-0,04	-0,04
Wert des Aktienkapitals	28,97	29,30
Ausstehende Aktien in Mio.	22,55	22,55
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,28	1,30

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,36
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	40,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	60,0%
Taxshield	14,7%
WACC	6,1%

Kapitalrendite	WACC				
	5,9%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%
6,1%	1,39	1,16	0,95	0,75	0,57
6,2%	1,58	1,34	1,12	0,92	0,73
6,3%	1,76	1,52	1,30	1,09	0,89
6,4%	1,95	1,71	1,47	1,26	1,05
6,5%	2,14	1,89	1,65	1,43	1,22

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 Studienerstellung 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