

Coreo AG*5a,6a,11

Kaufen

Kursziel: 1,00 EUR
(bisher: 1,30 EUR)

aktueller Kurs: 0,24 €
16.11.23 / XETRA; 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0B9VV6
WKN: AOB9VV
Börsenkürzel: CORE
Aktienanzahl³: 22,55
Marketcap³: 5,41
EnterpriseValue³: 52,69
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: 17.11.23 (07:55 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 17.11.23 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Gewerbe- und Wohnimmobilien

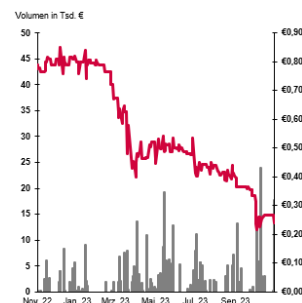
Mitarbeiter: 14 (30.06.2023)

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-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 | 31.12.2022 | 31.12.2023e | 31.12.2024e | 31.12.2025e |
|----------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Gesamterträge | 10,38 | 8,55 | 10,16 | 14,06 |
| EBITDA | 1,05 | -0,02 | 3,85 | 7,77 |
| EBIT | 0,98 | -0,12 | 3,75 | 7,67 |
| Jahresüberschuss | -1,90 | -2,29 | -0,24 | 1,56 |

Kennzahlen in EUR

| | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|------|
| Gewinn je Aktie | -0,08 | -0,10 | -0,01 | 0,07 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Kennzahlen

| | | | | |
|-----------------|-------|------|-------|------|
| EV/Gesamterlöse | 5,08 | 6,16 | 5,18 | 3,75 |
| EV/EBITDA | 50,18 | neg. | 13,70 | 6,78 |
| EV/EBIT | 53,71 | neg. | 14,07 | 6,87 |
| KGV | neg. | neg. | neg. | 3,47 |
| KBV | 0,18 | | | |

Finanztermine

-

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

14.07.2023: RS / 1,30 / KAUFEN

26.10.2022: RS / 1,85 / KAUFEN

30.05.2022: RS / 2,15 / KAUFEN

04.10.2021: 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

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 2023: Große Portfolio-Akquisitionen sollen in 2024 kommen; EBIT-Break-Even in 2024 erwartet; Kursziel: 1,00 €; Rating: KAUFEN

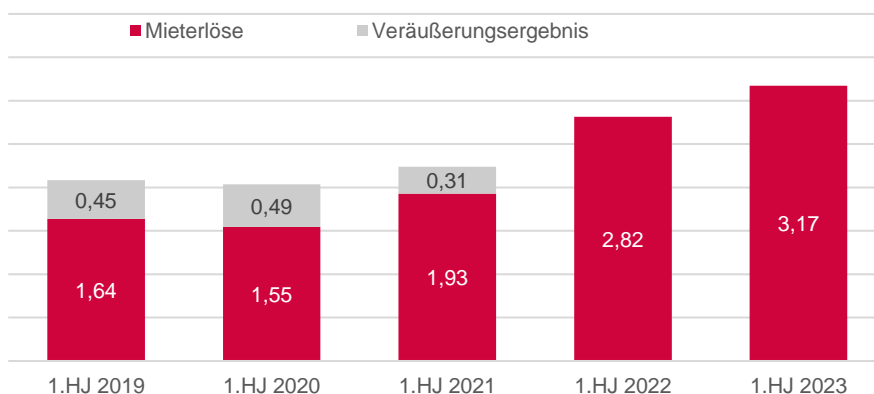
| in Mio. € | 1.HJ 2020 | 1.HJ 2021 | 1.HJ 2022 | 1.HJ 2023 |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Mieterlöse | 1,55 | 1,93 | 2,82 | 3,17 |
| Veräußerungsergebnis | 0,49 | 0,31 | 0,00 | 0,00 |
| Bewertungsergebnis | 0,00 | 0,78 | -0,53 | -0,61 |
| EBIT | -0,10 | 0,50 | -0,61 | -0,44 |
| Nachsteuerergebnis | -0,74 | -0,81 | -1,96 | -1,75 |

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2023

In den ersten sechs Monaten 2023 konnte die Coreo AG die Mieterlöse auf 3,17 Mio. € (VJ: 2,82 Mio. €) steigern. Da sowohl im Geschäftsjahr 2022 als auch im laufenden Geschäftsjahr 2023 keine Objektzugänge erfolgten, wurde die Steigerung der Bruttomieteinnahmen um 12,7 % auf gleicher Objektbasis erzielt. Durchgeführte Portfoliooptimierungen, wie beispielsweise die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 erfolgte Objektübergabe in Kiel oder der Abschluss eines langfristigen Mietvertrages mit der Stadt Wetzlar, haben die Umsatzbasis erhöht, wovon die Coreo AG im ersten Halbjahr 2023 profitiert hat. Darüber hinaus wurden bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr Leerstände abgebaut und vereinzelt Mieterhöhungen durchgesetzt. Ein Teil der Steigerung der Bruttomieten hängt aber auch mit dem derzeit marktbedingten Anstieg der Nebenkosten zusammen, womit die Betriebskostenvorauszahlungen deutlich um 44,1 % auf 0,84 Mio. € (VJ: 0,59 Mio. €) angehoben wurden.

Ertragsbestandteile der ersten sechs Monate (in Mio. €)



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Das Ertragsbild der Coreo AG setzt sich in den ersten sechs Monaten, wie auch im Vergleichszeitraum des Vorjahres, ausschließlich aus Mieteinnahmen zusammen. Durch den Verkauf von Objekten aus dem Mannheimer und Göttinger Portfolio wurden im ersten Halbjahr 2023 zwar in geringem Umfang Veräußerungserlöse in Höhe von 0,52 Mio. € erzielt, diesen steht jedoch ein Buchwertabgang in gleicher Höhe gegenüber, so dass das Veräußerungsergebnis ausgeglichen ist. Bei diesen Transaktionen wurden bereits in den Vorperioden die Buchwerte auf den im Vorfeld bekannten Veräußerungspreis angepasst, so dass die erzielten Verluste vorweggenommen wurden.

Gemäß dieser Vorgehensweise wurde für die nach dem Stichtag 30.06.2023 erfolgte Veräußerung der 119 Wohneinheiten des Objektes Hagenweg in Göttingen eine ergebniswirksame Buchwertanpassung in Höhe von 0,61 Mio. € vorweggenommen. In dieser Höhe

liegt der Buchverlust dieser Transaktion, der schon in den Halbjahreszahlen 2023 berücksichtigt ist.

Die operativen Gesamtkosten in Höhe von 3,10 Mio. € (VJ: 3,04 Mio. €) sind in etwa auf Vorjahresniveau geblieben. Innerhalb der Kosten erhöhte sich insbesondere der Materialaufwand auf 1,79 Mio. € (VJ: 1,29 Mio. €). Dies resultiert zum einen aus gestiegenen Betriebsnebenkosten und zum anderen aus Instandhaltung- und Modernisierungsaufwendungen, die insbesondere die Objekte in Wetzlar, Delmenhorst und Göttingen betreffen. Der Anstieg des Materialaufwands wurde aber von einem Rückgang beim Personalaufwand und bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen (u.a. geringere Rechts- und Beratungskosten) kompensiert. Auch in den ersten sechs Monaten 2023 lag daher das EBIT mit -0,44 Mio. € (VJ: -0,61 Mio. €) über dem Vorjahreswert.

Auch das Ergebnis nach Steuern fiel mit -1,75 Mio. € (VJ: -1,96 Mio. €) erwartungsgemäß negativ aus. Die Finanzaufwendungen lagen mit 1,48 Mio. € (VJ: 1,48 Mio. €) auf Vorjahresniveau. Da keine neuen Investitionen getätigt wurden, erhöhten sich die Finanzverbindlichkeiten gegenüber dem Vorjahr nur geringfügig auf 70,40 Mio. € (30.06.22: 67,86 Mio. €). Mögliche Zinssteigerungseffekte halten sich aufgrund der überwiegend langfristigen Fälligkeitsstruktur dabei in Grenzen.

Prognosen und Modellannahmen

| in Mio. € | GJ 2022 | GJ 23e (alt) | GJ23e (neu) | GJ 24e (alt) | GJ 24e (neu) | GJ 25e (alt) | GJ 25e (neu) |
|--------------------|---------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Mieterlöse | 5,97 | 6,53 | 6,12 | 9,56 | 8,22 | 12,36 | 12,15 |
| Veräußerungserlöse | 2,89 | 0,52 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Bewertungsergebnis | 1,52 | 2,22 | 0,11 | 1,94 | 1,95 | 1,98 | 1,91 |
| EBIT | 0,98 | 2,18 | -0,12 | 5,09 | 3,75 | 7,88 | 7,67 |
| Nachsteuerergebnis | -0,19 | -0,59 | -2,29 | 0,72 | -0,24 | 1,67 | 1,56 |

Quelle: GBC AG

Wir haben unsere Prognosen auf Grundlage des aktuell bestehenden Objektportfolios erstellt. Darüber hinaus unterstellen wir für die kommenden Geschäftsjahre auch Objektakquisitionen, die sowohl einen Einfluss auf die Mieterlöse der Gesellschaft haben als auch im Rahmen der wertschaffenden Strategie mit möglichen Bewertungserträgen einhergehen.

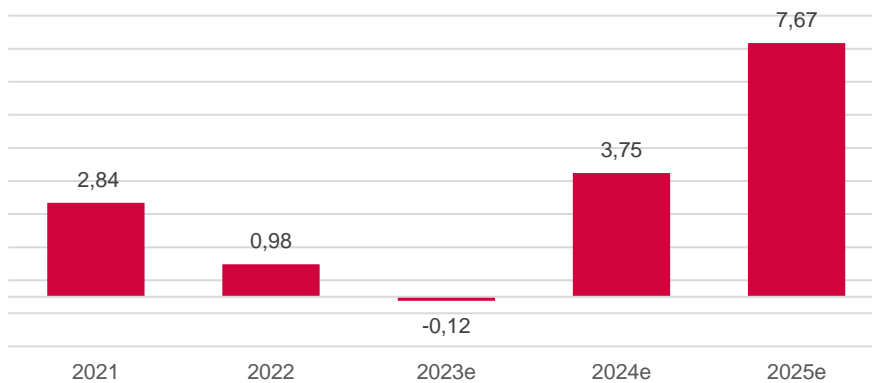
In den ersten sechs Monaten 2023 hat die Coreo AG Bruttomieterträge in Höhe von 3,17 Mio. € erwirtschaftet. Bis auf den erfolgten Verkauf der 119 Wohneinheiten des Objekts „Hagenweg“ liegt für das zweite Halbjahr 2023 ein unverändertes Objektportfolio vor, so dass im zweiten Halbjahr vergleichbare Bruttomieterlöse erwirtschaftet werden dürften. Der Wegfall der Mieterlöse „Hagenweg“ in Höhe von ca. 0,20 Mio. € (GBC-Schätzung) wird sich, da dieser erst im vierten Quartal 2023 erfolgt ist, in Grenzen halten. Gegenüber unserer bisherigen Prognose (siehe Prognose vom 14.07.2023) passen wir die erwarteten Mieterlöse auf 6,12 Mio. € (bisher: 6,53 Mio. €) dennoch etwas stärker an.

Diese Anpassung hängt primär mit der Verzögerung beim Ankauf des Portfolios Hagen/Rostock, wofür der Kaufpreis (Gesamtinvestitionsvolumen: 2,5 Mio. €) bereits entrichtet worden ist. Bislang hatten wir mit dem Objektzugang im zweiten Halbjahr 2023 gerechnet. Nach aktuellem Stand wird der Objektzugang aber erst im kommenden Geschäftsjahr erfolgen. Zudem ist im kommenden Geschäftsjahr 2024 der Übergang des so genannten Spree-Ost-Portfolios geplant, für den seit 2021 eine Ankaufsvereinbarung vorliegt. Dieses Portfolio umfasst 1.341 Wohnungen und 15 Gewerbeeinheiten und würde, als größter Erwerb der Coreo-Historie, einen erheblichen Einfluss auf die Umsatz- und Ergebnisentwicklung der Gesellschaft haben. Aus Vorsichtsgründen haben wir den Erwerbszeitpunkt auf das zweite Halbjahr 2024 (bisher: erstes Halbjahr 2024) verschoben

und reduzieren daher auch die erwarteten Mieterlöse für 2024 auf 8,22 Mio. € (bisher: 9,56 Mio. €). Dieser Effekt spielt für das Geschäftsjahr 2025 keine Rolle, die in diesem Geschäftsjahr erwarteten, niedrigeren erwarteten Mieterlöse in Höhe von 12,15 Mio. € (bisher: 12,36 Mio. €) sind ausschließlich eine Folge der „Hagenweg“-Veräußerung.

Der Buchverlust aus dem Verkauf der Objekte im Göttinger „Hagenweg“ in Höhe von 0,61 Mio. € wurde vollständig im ersten Halbjahr 2023 berücksichtigt, so dass hieraus keine weiteren negativen Effekte für das zweite Halbjahr zu erwarten sind. In unseren bisherigen Prognosen haben wir keine Bewertungsverluste antizipiert, im Gegenteil, aufgrund der Investitionen in das Bestandsportfolio haben wir Bewertungsgewinne unterstellt. In der nun aktualisierten Prognose haben wir sowohl den Buchverlust berücksichtigt als auch konservativ etwas geringere Buchgewinne auf das Bestandsportfolio unterstellt. Demnach sollte die Gesellschaft im laufenden Geschäftsjahr 2023 ein negatives EBIT in Höhe von -0,12 Mio. € (bisher: 2,18 Mio. €) ausweisen. Mit dem erwarteten starken Anstieg der Mieterlöse, insbesondere durch den Zugang der beiden bereits fixierten Portfolien, sollte ab dem kommenden Geschäftsjahr 2024 der EBIT-Breakeven nachhaltig erreicht werden.

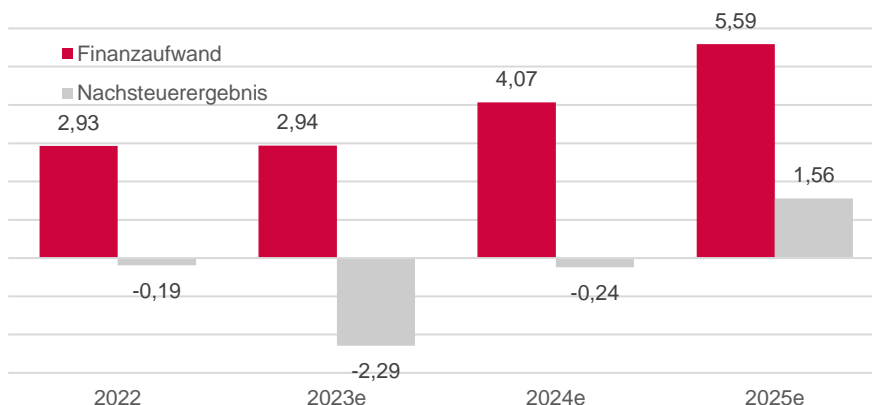
EBIT-Schätzung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Nach unserer Einschätzung werden die Mieterlöse zukünftig den überwiegenden Teil der Gesamterlöse ausmachen. Diese sollten ab dem Geschäftsjahr 2025 erstmals die erforderliche Höhe überschreiten, um auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses die Gewinnschwelle zu erreichen. In unseren Schätzungen haben wir auch einen Anstieg der Finanzierungskosten berücksichtigt. Zusammen mit der notwendigen Ausweitung der Bankverbindlichkeiten werden die Finanzierungskosten zukünftig 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: 7,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 66,0 % (bisher: 66,0 %) 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: 3,0 %).

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: 2,00 %).

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: 9,46 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 40 % (bisher: 40 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,09 % (bisher 6,09%).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 1,00 € (bisher: 1,30 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist ausschließlich eine Folge der erfolgten Prognoseanpassung. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

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 | 70,4% |
| 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) | 6,23 | 10,16 | 14,06 | 15,05 | 16,10 | 17,23 | 18,44 | 19,73 | |
| <i>US Veränderung</i> | -10,4% | 63,2% | 38,4% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 3,0% |
| <i>US zu operativen Anlagevermögen</i> | 0,09 | 0,08 | 0,09 | 0,10 | 0,10 | 0,11 | 0,12 | 0,12 | |
| EBITDA | -0,02 | 3,85 | 7,77 | 9,93 | 10,63 | 11,37 | 12,17 | 13,02 | |
| <i>EBITDA-Marge</i> | -0,3% | 37,8% | 55,2% | 66,0% | 66,0% | 66,0% | 66,0% | 66,0% | |
| EBITA | -0,12 | 3,75 | 7,67 | 9,83 | 10,53 | 11,27 | 12,07 | 12,92 | |
| <i>EBITA-Marge</i> | -1,9% | 36,9% | 54,5% | 65,3% | 65,4% | 65,4% | 65,4% | 65,5% | 70,4% |
| Steuern auf EBITA | 0,03 | -0,94 | -1,92 | -2,46 | -2,63 | -2,82 | -3,02 | -3,23 | |
| <i>zu EBITA</i> | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% |
| EBI (NOPLAT) | -0,09 | 2,81 | 5,75 | 7,37 | 7,90 | 8,45 | 9,05 | 9,69 | |
| Kapitalrendite | -0,1% | 3,7% | 4,1% | 4,4% | 4,7% | 5,0% | 5,3% | 5,6% | 6,2% |
| Working Capital (WC) | 10,10 | 10,50 | 11,00 | 11,29 | 12,08 | 12,92 | 13,83 | 14,79 | |
| <i>WC zu Umsatz</i> | 162,2% | 103,3% | 78,2% | 75,0% | 75,0% | 75,0% | 75,0% | 75,0% | |
| <i>Investitionen in WC</i> | 0,13 | -0,40 | -0,50 | -0,29 | -0,79 | -0,85 | -0,90 | -0,97 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 66,02 | 130,02 | 155,02 | 156,52 | 157,02 | 157,52 | 158,02 | 158,52 | |
| <i>AFA auf OAV</i> | -0,10 | -0,10 | -0,10 | -0,10 | -0,10 | -0,10 | -0,10 | -0,10 | |
| <i>AFA zu OAV</i> | 0,2% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | |
| <i>Investitionen in OAV</i> | 0,20 | -64,10 | -25,10 | -1,60 | -0,60 | -0,60 | -0,60 | -0,60 | |
| Investiertes Kapital | 76,12 | 140,52 | 166,02 | 167,81 | 169,10 | 170,44 | 171,85 | 173,31 | |
| EBITDA | -0,02 | 3,85 | 7,77 | 9,93 | 10,63 | 11,37 | 12,17 | 13,02 | |
| Steuern auf EBITA | 0,03 | -0,94 | -1,92 | -2,46 | -2,63 | -2,82 | -3,02 | -3,23 | |
| Investitionen gesamt | 0,33 | -64,50 | -25,60 | -1,89 | -1,39 | -1,45 | -1,51 | -1,57 | |
| <i>Investitionen in OAV</i> | 0,20 | -64,10 | -25,10 | -1,60 | -0,60 | -0,60 | -0,60 | -0,60 | |
| <i>Investitionen in WC</i> | 0,13 | -0,40 | -0,50 | -0,29 | -0,79 | -0,85 | -0,90 | -0,97 | |
| <i>Investitionen in Goodwill</i> | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | 0,34 | -61,59 | -19,75 | 5,59 | 6,60 | 7,11 | 7,64 | 8,22 | 178,79 |

| | | |
|-------------------------------------|--------|-------------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 68,59 | 134,36 |
| <i>Barwert expliziter FCFs</i> | -49,62 | 8,95 |
| <i>Barwert des Continuing Value</i> | 118,22 | 125,41 |
| Nettoschulden (Net debt) | 46,10 | 111,76 |
| Wert des Eigenkapitals | 22,49 | 22,60 |
| Fremde Gewinnanteile | -0,04 | -0,04 |
| Wert des Aktienkapitals | 22,45 | 22,56 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 22,55 | 22,55 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 1,00 | 1,00 |

Kapitalkostenermittlung:

| | |
|---------------------------|-------------|
| <i>risikolose Rendite</i> | 2,0% |
| <i>Markttrisikoprämie</i> | 5,5% |
| <i>Beta</i> | 1,36 |
| Eigenkapitalkosten | 9,5% |
| <i>Zielgewichtung</i> | 40,0% |
| Fremdkapitalkosten | 4,5% |
| <i>Zielgewichtung</i> | 60,0% |
| Taxshield | 14,7% |
| WACC | 6,1% |

| Kapitalrendite | WACC | | | | |
|----------------|------|------|-------------|------|------|
| | 5,9% | 6,0% | 6,1% | 6,2% | 6,3% |
| 6,0% | 1,08 | 0,86 | 0,65 | 0,46 | 0,28 |
| 6,1% | 1,26 | 1,04 | 0,83 | 0,63 | 0,44 |
| 6,2% | 1,45 | 1,22 | 1,00 | 0,80 | 0,60 |
| 6,3% | 1,64 | 1,40 | 1,17 | 0,96 | 0,77 |
| 6,4% | 1,83 | 1,58 | 1,35 | 1,13 | 0,93 |

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:

<https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<https://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:

<https://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