



## **Researchstudie (Anno)**

### **Coreo AG**



- Beschleunigung der Investitionsaktivitäten**
- Größtes Portfolio der Unternehmensgeschichte erworben**
- Weitere Investitionen erwartet**

**Kursziel: 2,60 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

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

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: 18.08.2021 (17:46 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 19.08.2021 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

## Coreo AG\*4,5a,5b,6a,11

### Kaufen

**Kursziel: 2,60 Euro**  
**(bisher: 2,35 €)**

aktueller Kurs: 1,57 €  
17.08.21 / XETRA; 17:36 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0B9VV6  
WKN: AOB9VV  
Börsenkürzel: CORE  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 17,54  
Marketcap<sup>3</sup>: 27,54  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 61,23  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:  
Freiverkehr  
Marktsegment:  
Open Market

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
Hauck & Aufhäuser AG

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 21

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Gewerbe- und Wohnimmobilien

Mitarbeiter: 11 Stand: 31.12.2020

Gründung: 2003

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Marin N. Marinov

Die Coreo AG mit Sitz in Frankfurt am Main ist ein auf deutsche Gewerbe- und Wohnimmobilien fokussiertes und dynamisch wachsendes Immobilienunternehmen. Investitionen erfolgen in Immobilien mit erheblichem Wertsteigerungspotenzial bei bestehendem Entwicklungsbedarf, bevorzugt in Mittelzentren. Ziel ist der Aufbau eines effizient bewirtschafteten, renditestarken Immobilienportfolios mittels umsichtiger Entwicklung und Verkauf von nicht strategischen Objekten. Die Strategie der Coreo AG wird durch ein expansives und selektives Vorgehen bei ihren Immobilieninvestitionen geprägt. Der Schwerpunkt dieses Konzepts liegt auf dem Erwerb und dem Management von Gewerbe- und Wohnimmobilien. Hier werden Wirtschaftsstandorte mit hohen Renditeniveaus in Deutschland bevorzugt, was die Grundlage für langfristige und stabile Mieteinnahmen schafft. Darüber hinaus werden Chancen und Opportunitäten sehr selektiv genutzt. Dabei erwirbt die Coreo AG Value-Add-Portfolien/-Objekte, um deren Werthaltigkeit mit einem aktiven „manage to core“ Ansatz mittelfristig deutlich und nachhaltig zu steigern. Nicht strategische Portfoliobestandteile werden gewinnbringend weiterveräußert.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Gesamterträge	4,85	10,93	23,00	26,61
EBITDA	0,01	4,93	13,85	17,19
EBIT	-0,69	4,92	13,83	17,17
Jahresüberschuss	-2,44	1,82	8,28	10,15

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,15	0,10	0,47	0,58
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Gesamterträge	12,62	5,60	2,66	2,30
EV/EBITDA	6803,20	12,41	4,42	3,56
EV/EBIT	neg.	12,45	4,43	3,57
KGV	neg.	15,16	3,33	2,71
KBV	0,94			

### Finanztermine

September 2021: Hauptversammlung  
Oktober 2021: HJ-Bericht 2021  
07./08.12.2020: MKK

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
21.12.2020: RS / 2,35 / KAUFEN  
03.11.2020: RS / 2,35 / KAUFEN  
18.09.2020: RS / 2,60 / KAUFEN  
20.08.2020: RS / 2,60 KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Im laufenden Geschäftsjahr 2021 hat die Coreo AG umfangreiche neue Akquisitionen getätigt. Nachdem noch das abgelaufene Geschäftsjahr 2020 von den pandemiebedingten Einschränkungen und damit einem nur geringen Investitionsvolumen in Höhe von 3,3 Mio. € geprägt war, belief sich der Objektzugang im bisherigen Verlauf des Geschäftsjahres 2021 unseren Schätzungen zur Folge bereits bei ca. 59 Mio. €. Voraussetzung für das deutlich gesteigerte Ankaufsvolumen war die Ende 2020 eingeworbene Unternehmensfinanzierung. Dabei hat die Gesellschaft von einem namhaften Investor ein Darlehen in Höhe von 23 Mio. € erhalten, womit die ausstehende 10 % Optionsanleihe mit einem Volumen in Höhe von rund 15 Mio. € zurückgeführt wurde und die für Akquisitionen zur Verfügung stehende Liquidität ausgeweitet wurden.
- Bei den Investitionen handelt es sich einerseits um den Erwerb von zwei Produktionsstandorten und dem Verwaltungssitz eines deutschen börsennotierten Automobilzulieferers. Unseren Annahmen zur Folge dürfte der Kaufpreis bei ca. 8,7 Mio. € gelegen haben. Zudem wurde im Juli 2021 im Wege eines Share Deals, 89,9 % der GmbH-Anteile einer bestandhaltenden Gesellschaft erworben, die insgesamt 1.341 Wohn- und 15 Gewerbeeinheiten umfasst. Damit wurde die größte Akquisition der Unternehmensgeschichte gemeldet. Eine für Coreo-Verhältnisse übliche Mietrendite unterstellt, dürfte der Gesamtportfoliowert bei leicht über 50 Mio. € liegen, wengleich der Kaufpreis im Rahmen des Share Deals deutlich niedriger gewesen sein dürfte. Ein wesentlicher Teil des Kaufpreises wurde in Form der bislang 1,45 Mio. Aktien an der MagForce AG entrichtet. Unseren Berechnungen zur Folge dürften damit rund 6 Mio. € des Kaufpreises abgedeckt sein. Der Abschluss dieser Transaktion wird für das kommende Geschäftsjahr 2022 erwartet.
- Mit Meldung vom 28. Juli 2021 hat die Gesellschaft zudem den Wechsel des Großaktionärs bekannt gegeben. Dabei hat der bisherige Großaktionär Apeiron Investment Group Ltd. die Unterschreitung der 25 %-Schwelle bekanntgegeben und parallel dazu hat die auf Immobilieninvestitionen spezialisierte FLORA S.A. die Überschreitung dieser Schwelle veröffentlicht. Dieser Wechsel ist als ein weiterer Baustein der umfassenderen Fokussierung auf den Immobilienbereich zu verstehen.
- Als Basis für unsere Prognosen und für unsere Bewertung der Coreo AG haben wir den aktuellen Objektbestand (inkl. die im laufenden Geschäftsjahr 2021 getätigten Akquisitionen) herangezogen. Zusätzlich dazu haben wir weitere Investitionen unterstellt. Gemäß langfristig ausgerichteter Investitionsplanung plant die Coreo AG, den Gesamtbestand des Wohn- und Gewerbeimmobilienportfolios in den nächsten 4 bis 5 Jahren auf 400 – 500 Mio. € auszubauen. Für unsere Prognosen gehen wir hier konservativer vor und rechnen, ausgehend vom aktuellen Objektbestand über 100 Mio. €, für die kommenden drei Geschäftsjahre mit Neuinvestitionen in Höhe von insgesamt 110 Mio. €.
- Für 2021 rechnen wir mit einem leichten Anstieg der Mieterlöse sowie, angesichts der Nachvermietung von Objekten des Hydra-Portfolios sowie ersten Erfolgen im Asset Management nach der Übernahme des LEG-Portfolios, mit einem nennenswerten Bewertungsergebnis. Ab dem kommenden Geschäftsjahr sollte mit dem Zugang des bereits erworbenen umfangreichen Objektportfolios sowie erwarteter neuer Investitionen ein starker Anstieg der Mieterlöse erwirtschaftet werden. Diese dürften ab 2023 zunehmend zur wichtigsten Erlösponente avancieren. Bereits für 2021 unterstellen wir ein EBIT in Höhe von 4,92 Mio. € welches in den kommenden Geschäftsjahren auf 13,83 Mio. € (GJ 2022e) und 17,17 Mio. € (GJ 2023e) ansteigen sollte.

- Grundsätzlich dürfte die Coreo AG nach der Umsetzung der Finanzierungsmaßnahmen sowie dem insgesamt besseren Zugang zu Akquisitionsmitteln von den günstigen Marktbedingungen profitieren. Dabei sollte die zunehmende Größe des Objektportfolios, welches die Grundlage für ein höheres Mietvolumen darstellt, dafür sorgen, dass sich die ohnehin sinkenden Finanzierungskosten weiter verbessern. Mit den getätigten Akquisitionen hat die Gesellschaft einen wichtigen Schritt in Richtung steigende Umsätze und einer überproportionalen Ergebnisentwicklung getan.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 2,60 € (bisher: 2,35 €) ermittelt. Kurszielsteigerung hatte sich hier einerseits der Roll-Over-Effekt ausgewirkt. Auf der anderen Seite haben die erfolgten nennenswerten Investitionen eine leichte Reduktion des unternehmensspezifischen Betas zur Folge gehabt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

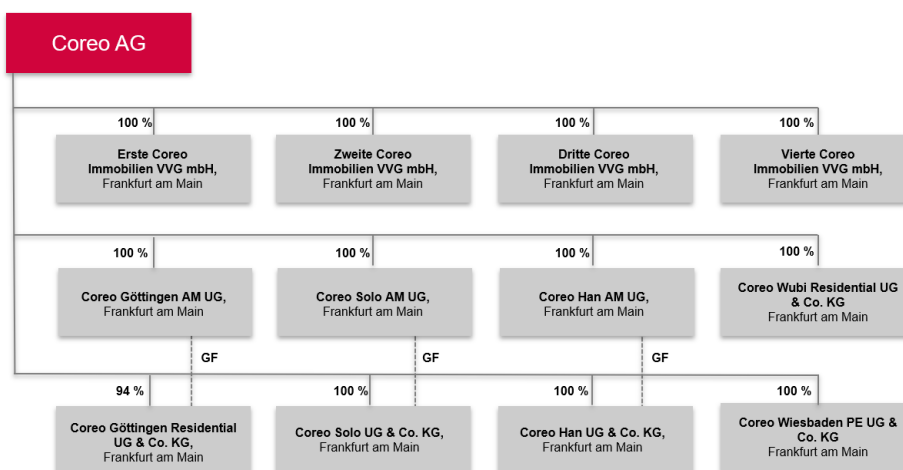
<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Inhaltsverzeichnis</b> .....	<b>4</b>
<b>Unternehmen</b> .....	<b>5</b>
Aktionärsstruktur .....	5
Konsolidierungskreis .....	5
Highlights GJ 2020/1.HJ 2021 .....	5
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>7</b>
Marktentwicklung Wohnimmobilien .....	7
Marktentwicklung Gewerbeimmobilien .....	8
<b>Unternehmensentwicklung</b> .....	<b>9</b>
Kennzahlen im Überblick .....	9
Geschäftsentwicklung 2020 .....	10
Ertragsentwicklung 2020 .....	10
Ergebnisentwicklung 2020 .....	11
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	13
<b>Prognose und Bewertung</b> .....	<b>15</b>
Umsatzprognosen 2021 - 2023 .....	15
Bewertung .....	18
Modellannahmen .....	18
Bestimmung der Kapitalkosten .....	18
Bewertungsergebnis .....	18
DCF-Modell .....	19
<b>Anhang</b> .....	<b>20</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Nachdem die Coreo AG am 28.07.2021 hat die Coreo AG den Wechsel des Großaktionärs bekannt gegeben hat, liegen uns darüber hinaus keine aktualisierten Daten zur Aktionärsstruktur vor. Auch der Gesellschaft liegen nur die Meldungen zur Schwellenüberschreitung vor. Gemäß diesen Meldungen hat die FLORA S.A. die Schwelle von 25 % überschritten und der bisherige Großaktionär Apeiron Investment Group Ltd. hat diese Schwelle unterschritten.

### Konsolidierungskreis



Quelle: Coreo AG; GBC AG

### Highlights GJ 2020/1.HJ 2021

Besonders im Vordergrund standen in 2020 die Umsetzung der Finanzierungsmaßnahmen. Zum Ende des Geschäftsjahres ist es dem Coreo-Management gelungen, von einem namhaften Investor ein Darlehen in Höhe von 23 Mio. € zu erhalten und damit die Basis für die geplanten Investitions- und Refinanzierungsmaßnahmen zu erweitern. Noch im abgelaufenen Geschäftsjahr wurde hieraus die mit einem Kupon in Höhe von 10 % ausgestattete Optionsanleihe zurückgezahlt. Zuvor hatten sich das Coreo-Management dazu entschieden, die geplante Platzierung einer Unternehmensanleihe abzusagen, da das erreichte Platzierungsvolumen nicht dazu ausgereicht hätte, die Optionsanleihe zurückzuführen.

Nachdem die Coreo AG im Geschäftsjahr 2019 noch signifikante Akquisitionen tätigen konnte, war das abgelaufene Geschäftsjahr 2020 von einer deutlich niedrigeren Investitionsaktivität geprägt. Nach Unternehmensangaben gingen die mit der Pandemie verbundenen Einschränkungen mit einem geringeren Zugang potenzieller Akquisitionsobjekte einher. Darüber hinaus kam es bei den Finanzierungsmaßnahmen, aufgrund der Kapitalmarkturbulenzen insbesondere im Zuge der ersten Pandemiewelle zu Verzögerungen, was ebenfalls niedrigere Neuinvestitionen zur Folge hatte. Dementsprechend wurden in 2020 lediglich Entwicklungsgrundstücke in Wiesbaden mit einer Gesamtfläche in Höhe von 17.000 qm erworben. Gegenüber dem Vorjahr reduzierte sich das Neuinvestitionsvolumen auf 3,3 Mio. € (VJ: 33,7 Mio. €).

Neben der noch Ende 2020 erfolgten Tilgung der Optionsanleihe hat die Coreo AG im laufenden Geschäftsjahr 2021 die Darlehensmittel für einen signifikanten Anstieg der Investitionsaktivität genutzt. Mitte Juli 2021 wurde der Erwerb von zwei Produktionsstandorten sowie des Verwaltungssitzes eines börsennotierten deutschen Automobilzulieferers bekanntgegeben. Die in Baden-Württemberg, Nordrhein-Westfalen und Thüringen gelegenen Objekte mit einer Gesamtfläche von etwa 14.400 qm sind vollständig und größtenteils langfristig vermietet. Bei jährlichen Mieteinnahmen von über 0,70 Mio. € und einer von uns unterstellten, für die Coreo üblichen Ankaufs-Mietrendite von ca. 8,0 %, dürfte unseren Annahmen zur Folge der Kaufpreis bei ca. 8,7 Mio. € gelegen haben. Nach Unternehmensangaben sind aufgrund des guten Erhaltungszustandes der Objekte auf absehbare Zeit keine Investitionen notwendig.

Ebenfalls Mitte Juli 2021 hat die Coreo den zweiten Portfolioerwerb des laufenden Geschäftsjahres publiziert. Dabei handelt es sich um den Erwerb eines Portfolios, bestehend aus 1.341 Wohn- und 15 Gewerbeeinheiten mit einer Mietfläche von ca. 73.900 qm, verteilt auf 10 Standorte in Berlin, Nordrhein-Westfalen, Mecklenburg-Vorpommern, Sachsen-Anhalt und Thüringen. Die Transaktion findet als Share Deal statt, wobei die Coreo AG 89,9 % der Anteile an der Objektgesellschaft übernimmt. Das Portfolio ist nach Angaben der Coreo AG deutlich „undermanaged“, was bedeutet, dass die aktuelle Jahresnettokaltmiete von 3,8 Mio. € alleine aus dem Management der Vermietungstätigkeit vor Ort vergleichsweise schnell stabilisiert und dann angehoben werden können sollte. Die aktuelle Vermietungsquote liegt bei gerade einmal 77 %. Wenn wir hier die übliche Coreo-Mietrendite beim Ankauf unterstellen, dürfte der Gesamtportfolio-Wert bei leicht über 50 Mio. € liegen und damit wäre dies der größte Portfolio-Erwerb der Unternehmenshistorie. Ein Teil des Kaufpreises wurde in Form der gehaltenen 1,45 Mio. Aktien an der MagForce AG entrichtet. Unseren Berechnungen zur Folge dürften damit rund 6 Mio. € des Kaufpreises abgedeckt sein. Der Abschluss dieser Transaktion wird für das kommende Geschäftsjahr 2022 erwartet.

Unseren Schätzungen zur Folge dürfte die Coreo AG damit im bisherigen Jahresverlauf Objekte mit einem Volumen in Höhe von 59 Mio. € erworben haben, womit der Wert des Vorjahres bereits jetzt deutlich übertroffen wurde. Gleichzeitig ist dies ein Ausdruck des besseren Zugangs zu neuen Objekten sowie der im Zuge der Anleiheemission ausgeweiteten Finanzierungsmöglichkeiten. Wir sehen dies als Bestätigung der Managementaussage, wonach bislang insbesondere die Verfügbarkeit der Investitionsmittel ein Engpassfaktor darstellt. Die getätigten Investitionen erfolgten unmittelbar nach Auszahlung der zweiten Tranche der Ende 2020 vereinbarten Finanzierungsmaßnahme.

## MARKT UND MARKTUMFELD

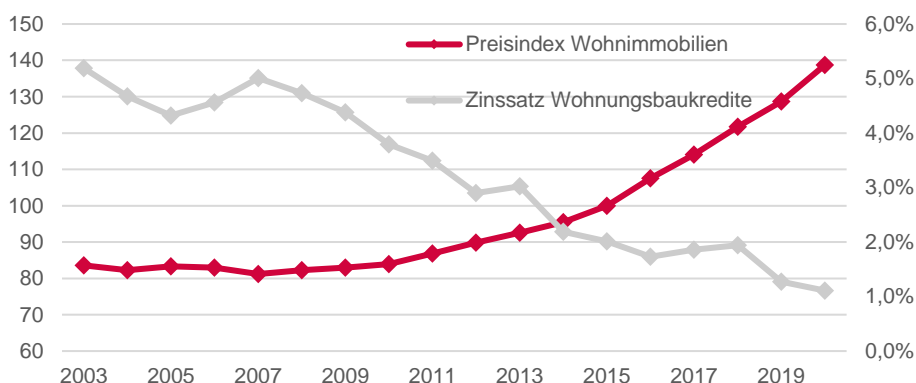
Mit dem Fokus auf Gewerbe- und Wohnimmobilien in deutschen B- und C-Lagen, also in Regionen, die noch nicht so stark von den Preissteigerungen der A-Standorte betroffen waren, ist die Coreo AG Teil eines grundsätzlich wachstumsstarken Marktumfelds. Zwar kam es laut Statistiken von JLL während der Corona-Pandemie zu einem Rückgang des Gesamttransaktionsvolumens um -11,2 % auf 81,58 Mrd. € (VJ: 91,82 Mio. €), an den grundsätzlichen Faktoren eines von hohen Wachstumsraten geprägten Immobilienmarktes hat sich aber nichts verändert. Der Transaktionsrückgang ist in erster Linie auf Mobilitätsbeschränkungen zurückzuführen, die einen temporären Charakter haben sollten.

### Marktentwicklung Wohnimmobilien

Getrennt nach den beiden für die Coreo AG ausschlaggebenden Asset-Klassen, wird die besondere Resilienz des Wohnimmobilienmarktes ersichtlich. Auch wenn es zu kurzfristigen Belastungen im Zuge der Covid-19-Pandemie gekommen war, Wohnimmobilien haben relativ rasch an die Pre-Corona-Entwicklung angeknüpft. Für Investoren ist die grundsätzlich hohe Cashflow-Stabilität bei Wohnimmobilien wichtig, die während der Corona-Pandemie auch durch staatliche Maßnahmen sichergestellt wurde. Vielfach wurde diese Asset-Klasse insbesondere vor dem Hintergrund der zunehmenden Unsicherheit dabei als „Safe Haven“ wahrgenommen.

Zusätzliche Nachfrageimpulse ergeben sich aus dem weiterhin historisch niedrigen Zinsniveau. Für besicherte, neue Wohnungsbaukredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von 10 Jahren wurde im Dezember 2020 ein historisch niedriger Zinssatz von 1,11 % aufgerufen. Anfang 2020 waren diese Kredite mit 1,35 % bepreist, was die Fortsetzung der niedrigen Zinsen auch während der Covid-19-Pandemie illustriert. Die daraus resultierende höhere Nachfrage trifft auf ein weiterhin zu niedriges Angebot. Zwar legte die Anzahl der zum Bau genehmigten Wohngebäude in 2020 um 2,9 % auf 320.225 (2019: 311.138) zu, ausgehend vom errechneten Bedarf von über 340.000 Wohnungen jährlich liegt weiterhin keine Nachfragedeckung vor. Unverändert dürfte damit das Marktumfeld für den Wohnungsbaubereich sehr attraktiv bleiben.

### Häuserpreisindex (2015=100) und Zinssatz für Wohnungsbaukredite



Quelle: Statistisches Bundesamt; Deutsche Bundesbank; GBC AG

Vor dem Hintergrund eines weiterhin bestehenden Nachfrageüberhangs ist von einer nochmals gestiegenen Preisdynamik bei Wohnungen auszugehen. Der vom statistischen Bundesamt errechnete Preisindex für Wohnimmobilien legte im abgelaufenen Kalenderjahr 2020 um rund 10,0 Punkte zu, was der bisher größte verzeichnete Preisanstieg ist.



## Marktentwicklung Gewerbeimmobilien

Im Vergleich zum Wohnimmobilienmarkt hatte die Asset-Klasse Gewerbeimmobilien deutlich stärker unter den Auswirkungen der Corona-Pandemie zu leiden. Der eingangs erwähnte Rückgang des Transaktionsvolumens ist ausschließlich bei den Gewerbeimmobilien entstanden. Je nach Veröffentlichung wird der Rückgang des Transaktionsvolumens zwischen -12,0 % und -20,0 % angegeben. Innerhalb dieser Immobiliengattung liegt jedoch eine heterogene Entwicklung vor.

So sind beispielsweise die Büromärkte, trotz der HomeOffice-Tendenz, vergleichsweise solide durch das vergangene Geschäftsjahr 2020 gekommen. Dies liegt insbesondere an der Situation vor der Corona-Krise begründet, die von einem fehlenden Flächenangebot und damit rückläufigen Leerständen geprägt war. Folglich hatte die Corona-Pandemie einen boomenden, von steigenden Mieten geprägten Büromarkt vorgefunden. Es ist zwar davon auszugehen, dass die künftige Flächennachfrage mit zunehmendem Einsatz flexibler Arbeitsmodelle rückläufig sein dürfte, große Verwerfungen werden jedoch nicht erwartet. In einer Publikation sieht die DZ HYP vor allem das niedrigere Volumen leerstehender Flächen als einen wichtigen stabilisierenden Faktor. Daher werden keine rückläufigen Büromieten erwartet.

Im Gegensatz dazu waren Einzelhandelsimmobilien stark von den Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie betroffen. Insbesondere ein hoher Anteil an Insolvenzen und hohe Mietausfälle hatten zu einem starken Rückgang der Einzelhandelsmieten geführt. Die Spitzenmieten sind in 2020 um 2,1 % und der Flächenumsatz um über 25 % zurückgegangen. Die weiteren Lock-Downs sollten nach Angaben von JLL die Mieten weiter belasten, die alleine im ersten Quartal 2021 um weitere 4,2 % fallen sollten. Auch nach der Corona-Pandemie sollte der eingeleitete Strukturwandel im Einzelhandelsbereich zu einem geringeren Verkaufsflächenbedarf führen. Zwar rechnet die DZ HYP hier nicht mit einer Verödung der Top-Standorte, eine Lageabwertung an den Rändern der 1A-Lagen wird jedoch als wahrscheinlich eingestuft.

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 Kaufpreisspekt her betrachtet als auch von den Renditenerwartungen als nachvollziehbar zu werten.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Erlöse aus Vermietung	2,92	3,52	4,11	8,95	14,66
Erlöse aus Veräußerung von Immobilien	2,98	6,09	3,40	6,80	11,04
Buchwert der veräußerten Immobilien	-1,55	-5,60	-1,88	-4,00	-10,40
Bewertungsergebnis	3,06	0,85	5,30	11,25	11,31
andere Erlöse	0,00	0,17	0,05	0,05	0,05
sonstige betriebliche Erträge	0,05	0,06	0,05	0,05	0,05
Materialaufwand	-2,59	-2,29	-3,15	-5,75	-5,32
<b>Rohertrag</b>	<b>4,87</b>	<b>2,79</b>	<b>7,88</b>	<b>17,35</b>	<b>21,39</b>
Personalaufwand	-0,81	-1,05	-1,15	-1,50	-1,70
Abschreibungen	-0,02	-0,70	-0,02	-0,02	-0,02
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,55	-1,73	-1,80	-2,00	-2,50
<b>EBIT</b>	<b>2,50</b>	<b>-0,69</b>	<b>4,92</b>	<b>13,83</b>	<b>17,17</b>
Finanzerträge	0,04	0,19	0,00	0,00	0,00
Finanzaufwendungen	-2,18	-2,32	-2,50	-2,80	-3,63
<b>EBT</b>	<b>0,36</b>	<b>-2,81</b>	<b>2,42</b>	<b>11,03</b>	<b>13,54</b>
Steuern	-1,22	0,38	-0,61	-2,76	-3,38
<b>Periodenergebnis</b>	<b>-0,86</b>	<b>-2,44</b>	<b>1,82</b>	<b>8,27</b>	<b>10,15</b>
EBITDA	2,52	0,01	4,93	13,85	17,19
in % der Umsatzerlöse	34,0%	0,2%	45,1%	60,2%	64,6%
EBIT	2,50	-0,69	4,92	13,83	17,17
in % der Umsatzerlöse	33,8%	-14,2%	45,0%	60,1%	64,5%
Ergebnis je Aktie in €	-0,05	-0,14	0,10	0,47	0,58

Quelle: Coreo AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2020

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

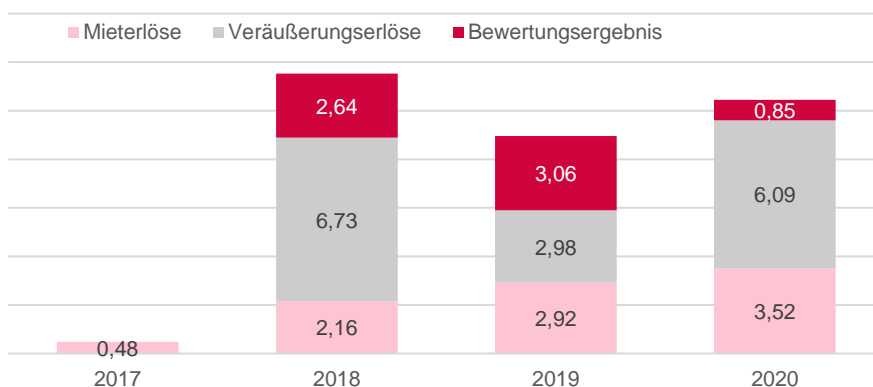
Quelle: Coreo AG; GBC AG

## Ertragsentwicklung 2020

Auch bei der Coreo AG stand das abgelaufene Geschäftsjahr 2020 im Zeichen der Corona-Pandemie, die für die Gesellschaft insbesondere mit Erschwernissen bei den Finanzierungs- und Transaktionsaktivitäten einhergegangen war. Eine besondere Auswirkung hatte dabei die Verschiebung der geplanten Anleiheemission und die erst zum Geschäftsjahresende hin umgesetzte Finanzierungslösung, wodurch nur im eingeschränkten Umfang Investitionen getätigt werden konnten. Erst im Dezember 2020 hatte die Coreo AG eine Darlehensvereinbarung mit einem namhaften Investor in Höhe von insgesamt 23 Mio. € getroffen. Noch vor dem Geschäftsjahresende wurde hiervon die ausstehende Optionsanleihe mit einem Volumen in Höhe von 15 Mio. € zurückgeführt. Vor diesem Hintergrund, aber auch angesichts eines pandemiebedingten eingeschränkten Zugangs zu neuen Objekten, wurden im Geschäftsjahr 2020 lediglich Entwicklungsgrundstücke in Wiesbaden mit einer Gesamtfläche in Höhe von 17.000 qm erworben. Zudem erfolgte bei dem in 2019 erworbenen NRW-Portfolio, mit Objekten in Wuppertal und Bielefeld, der Nutzen -und Lastenwechsel zum 01.05.2020, so dass eine insgesamt ausweitete Objektbasis zur Erzielung von Mieterlösen vorlag.

Die Erträge der Coreo AG setzen sich entsprechend der Unternehmensstrategie aus Mieterlösen, Veräußerungserlösen und Bewertungserträgen zusammen. Da die Coreo AG den Objektfokus auf Bestandsimmobilien mit einem Entwicklungspotenzial hat, ist die Gesellschaft derzeit noch als eine Mischung aus Projektentwickler und Bestandshalter zu sehen. Die Entwicklung der Bestandsobjekte soll im Rahmen jährlicher gutachterlicher Marktwertermittlungen ergebniswirksame Wertzuschreibungen nach sich ziehen.

## Aufteilung der Ertragskomponenten (in Mio. €)



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Insgesamt verbesserten sich die Gesamterträge der Coreo AG auf 10,45 Mio. € (VJ: 8,96 Mio. €). Der in den vergangenen Geschäftsjahren kontinuierlich erfolgte Ausbau des Objektbestandes hat dabei die **Mieterlöse** auf 3,52 Mio. € (VJ: 2,92 Mio. €) anwachsen lassen. Zum großen Teil ist dieser Anstieg auf den Übergang von Nutzen und Las-

ten des NRW-Portfolios und dem damit einsetzenden Mieteingang im ersten Halbjahr 2020 zurückzuführen. Darüber hinaus wurde bei den Objekten in Bad Köstritz, nach erfolgreichen Renovierungsmaßnahmen, ein Anstieg der Mieteinnahmen erreicht. Dem steht jedoch ein Rückgang der Mieterträge des Göttinger Wohnimmobilienportfolios, welcher durch einen planmäßigen Teilverkauf sowie einen bewusst herbeigeführten Leerstand im Vorfeld von Modernisierungsmaßnahmen entstanden ist.

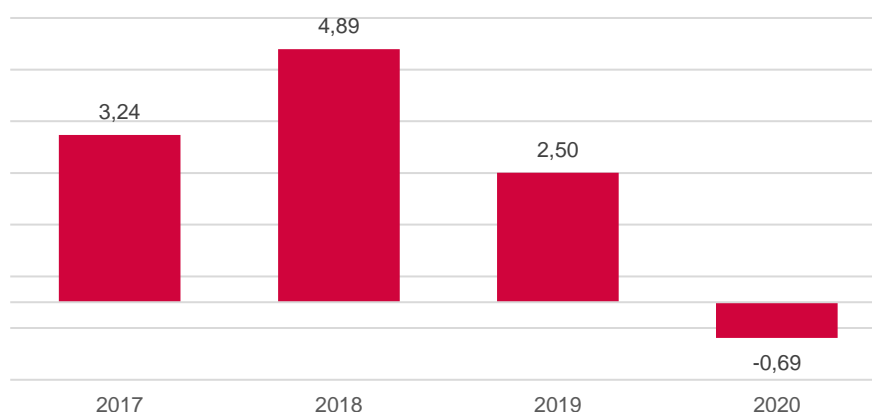
Die deutlich über dem Vorjahresniveau liegenden **Veräußerungserlöse** stehen in erster Linie mit dem Verkauf von Objekten des Göttinger Portfolios in Verbindung. Stattgefunden hatte die Transaktion (Volumen: ca. 5 Mio. €) bereits im Geschäftsjahr 2019, umsatzwirksam wurde diese jedoch erst im laufenden Geschäftsjahr. Folglich wurde bei diesen Objekten schon Ende 2019 eine Zuschreibung auf das Niveau des Verkaufspreises vorgenommen, so dass im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 kein positiver Ergebnisbeitrag aus dieser Transaktion ausgewiesen wurde.

Ein deutlicher Rückgang beim **Bewertungsergebnis** auf 0,85 Mio. € (VJ: 3,06 Mio. €) ist eine Folge der niedrigeren Investitionsaktivität sowie der pandemiebedingten verzögerten Hebung von Entwicklungspotenzialen. Darüber hinaus gab es bei den von der Coreo AG direkt erworbenen Teilen des LEG-Portfolios eine Abschreibung in Höhe von 0,67 Mio. €. Zudem wurde das Bewertungsergebnis durch den Ansatz der erst kurz vor Jahresende übernommenen Einheiten in Bielefeld und Wuppertal (NRW-Portfolio) nur in Höhe des Nettokaufpreises und damit ohne Berücksichtigung der Erwerbsnebenkosten mit -1,06 Mio. € ergebniswirksam belastet.

### **Ergebnisentwicklung 2020**

Sowohl das niedrigere Bewertungsergebnis als auch das unter dem Vorjahr liegende Verkaufsergebnis in Höhe von 0,49 Mio. € (VJ: 1,43 Mio. €) hatten das EBIT auf -0,69 Mio. € (VJ: 2,50 Mio. €) gemindert. Wie erwähnt, hatte der Verkauf eines Teils des Göttinger Portfolios bereits 2019 positiv zum Ergebnis beigetragen und daher im abgelaufenen Geschäftsjahr keinen zusätzlichen Ergebnisbeitrag mehr geleistet, was zum niedrigeren Verkaufsergebnis geführt hatte.

#### **EBIT (in Mio. €)**



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Erwartungsgemäß kletterten die Finanzaufwendungen, analog zum Anstieg des Objektbestandes und damit der Finanzverbindlichkeiten, auf 2,32 Mio. € (VJ: 2,18 Mio. €). Es ist erwähnenswert, dass die Gesellschaft erst im Dezember 2020 die Optionsanleihe mit einem ausstehenden Volumen in Höhe von 15 Mio. € zurückgeführt hat. Ersetzt wurde

diese mit einem Kupon in Höhe von 10 % ausgestattete Optionsanleihe durch die Aufnahme eines 6,75 %-Darlehens, womit sich Zinseinsparungen umsetzen lassen.

Unterm Strich weist die Coreo AG ein Nachsteuerergebnis in Höhe von -2,44 Mio. € (VJ: -0,86 Mio. €) aus. Jedoch sind die Wertzuschreibungen der gehaltenen Beteiligungen, hier insbesondere der MagForce AG, unterhalb des Periodenergebnisses erfasst. In erster Linie hat die positive Kursentwicklung der MagForce AG zu einem sonstigen betrieblichen Ergebnis in Höhe von 1,52 Mio. € (VJ: -1,14 Mio. €) beigetragen.

## Bilanzielle und finanzielle Situation

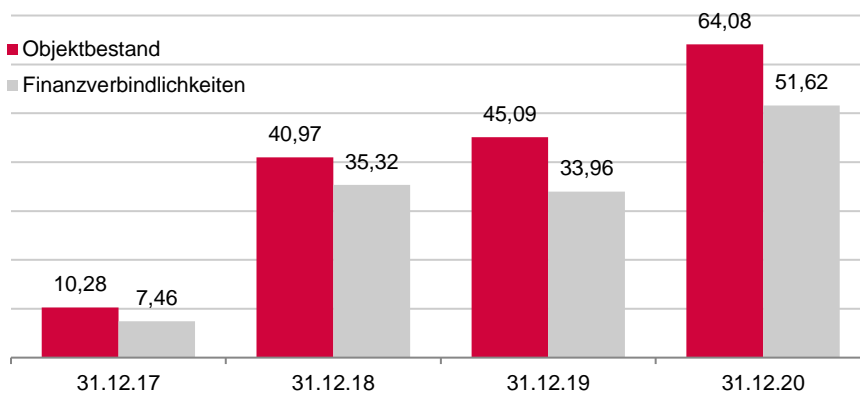
in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Eigenkapital	30,24	28,32	29,30
EK-Quote	44,2%	42,6%	34,6%
Objektbestand	40,97	45,09	64,08
zinstragendes Fremdkapital	35,32	33,96	51,62
LTV	86,2%	75,3%	80,6%
Finanzvermögen (inkl. JV für St Martin Tower)	8,12	14,93	14,65
Liquide Mittel	14,03	5,20	3,28
Net Debt	13,17	13,83	33,69
Cashflow (operativ)	-11,30	-5,25	-13,80
Cashflow (Investition)	-17,00	-2,33	-7,93
Cashflow (Finanzierung)	37,47	-1,26	19,82

Quelle: Coreo AG; GBC AG

Der Zugang der Objekte des NRW-Portfolios hatte einen Anstieg der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien um 15,16 Mio. € auf 54,26 Mio. € (31.12.19: 38,50 Mio. €) zur Folge. Zugleich legten die Immobilienvorräte auf 8,92 Mio. € (31.12.19: 0,71 Mio. €) signifikant zu. Neben einem Objekt des Hydra-Portfolios sind hier die Einheiten in Lünen und Gelsenkirchen enthalten, die zum Verkauf bestimmt sind. Insgesamt liegt damit der Objektbestand der Coreo AG mit 64,08 Mio. € (31.12.19: 45,09 Mio. €) deutlich über dem Vorjahreswert und war hauptverantwortlich für die Bilanzverlängerung.

Auf der Passivseite ging dies mit einem Anstieg der Verbindlichkeiten einher. Vom zinstragenden Fremdkapital in Höhe von insgesamt 51,62 Mio. € (31.12.19: 33,96 Mio. €) machen die Bankverbindlichkeiten mit 35,58 Mio. € (31.12.19: 20,33 Mio. €) den größten Teil aus. Hier handelt es sich um klassische besicherte Immobilienkredite. Zusätzlich hat die Gesellschaft im Dezember 2020 eine mit 6,75 % verzinsten Darlehensvereinbarung über insgesamt 23 Mio. € getroffen, wovon zum Bilanzstichtag 16,00 Mio. € in Anspruch genommen waren. Diese wurden zur Rückzahlung der ausstehenden mit 10 % verzinsten Optionsanleihe (15,0 Mio. €) verwendet. Im Verhältnis liegt aktuell ein Loan-to-Value (LTV) von 80,6 % (31.12.19: 74,3 %) vor, jedoch sind hier die stillen Reserven der Vorratsimmobilien nicht mit einberechnet.

### Objektbestand und Finanzverbindlichkeiten (in Mio. €)



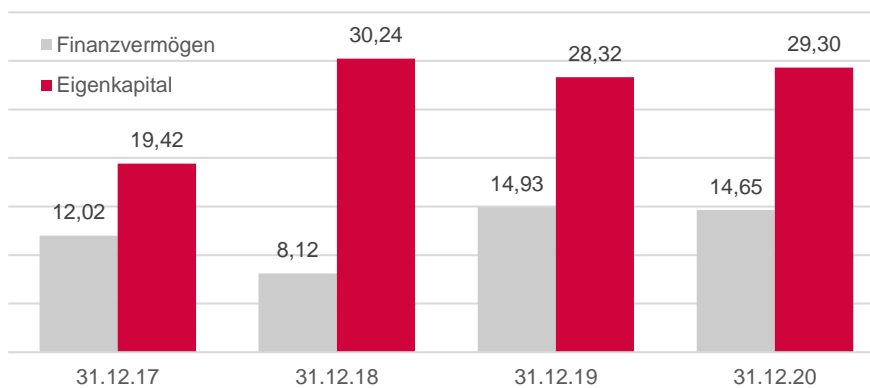
Quelle: Coreo AG; GBC AG

Die Bilanzverlängerung erklärt auch den Rückgang der EK-Quote auf 34,6 % (31.12.19: 42,6 %). Absolut gesehen hatte dabei das Eigenkapital, trotz des negativen Nachsteuerergebnisses, leicht auf 29,30 Mio. € (31.12.19: 28,32 Mio. €) zugelegt. Neben der im Juni 2020 durchgeführten Kapitalerhöhung in Höhe von 1,59 Mio. € hatte die Wertverän-

derung insbesondere der gehaltenen MagForce-Aktie einen EK-Anstieg um 1,50 Mio. € nach sich gezogen. An dieser Stelle ist die im Rahmen der Ende 2020 bekannt gegebene geplante Kapitalerhöhung in Höhe von mindestens 5 Mio. € zu erwähnen. Diese ist zum Stichtag 31.12.2020 noch nicht erfolgt, so dass hier eine potenzielle Stärkung des Eigenkapitals noch erfolgen wird.

Insgesamt belief sich zum 31.12.2020 der von der Coreo AG gehaltene Anteils- bzw. Wertpapierbestand auf 13,64 Mio. € (31.12.19: 11,95 Mio. €). Hier ist auch mit einem bilanziellen Wertansatz in Höhe von 5,73 Mio. € die 10,1%ige Beteiligung an der Pubilty St. Martin Tower GmbH enthalten. Für den Erwerb des größten Portfolios der Unternehmensgeschichte wurden als Teil des Kaufpreises die gehaltenen 1,45 Mio. MagForce-Aktien verwendet, was im laufenden Geschäftsjahr zu einer deutlichen Reduktion der Finanzanlagen führen wird. Zusätzlich dazu verfügte die Gesellschaft zum 31.12.2020 über liquide Mittel in Höhe von 3,28 Mio. € (31.12.19: 5,20 Mio. €) sowie über ausstehende, noch nicht in Anspruch genommene Darlehen in Höhe von 7,0 Mio. €.

### Eigenkapital und Finanzvermögen (in Mio. €)



Quelle: Coreo AG; GBC AG

Ein Blick auf die Cashflow-Entwicklung zeigt, dass sich die Gesellschaft aktuell in einer Wachstumsphase befindet. Während die Investitionen in Vorratsimmobilien im operativen Cashflow enthalten sind, werden die Auszahlungen für Bestandsobjekte im Investitionscashflow erfasst. Für das abgelaufene Geschäftsjahr weist Coreo einen freien Cashflow in Höhe von -21,74 Mio. € (VJ: -7,58 Mio. €) aus. In erster Linie sind hier die für die Zukäufe in Gelsenkirchen, Lünen und Wiesbaden verauslagten Kaufpreise in Höhe von 9,20 Mio. € enthalten, wodurch der operative Cashflow mit -13,80 Mio. € (-5,25 Mio. €) unter dem Niveau des Vorjahres lag. Im Investitionscashflow stehen den Einzahlungen aus den Verkäufen der Göttinger Objekte insbesondere Auszahlungen für das NRW-Portfolio gegenüber. Die Finanzierung der sich insgesamt ergebenden Mittelabflüsse erfolgte vornehmlich über Darlehensaufnahmen sowie mit der im Juni 2020 durchgeführten Kapitalerhöhung im Volumen von 1,9 Mio. €. Demzufolge erhöhte sich der Finanzierungscashflow auf 19,82 Mio. € (VJ: -1,26 Mio. €).

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Mieterlöse	3,52	4,11	8,95	14,66
Veräußerungserlöse	6,09	3,40	6,80	11,04
Bewertungsergebnis	0,85	5,30	11,25	11,31
EBIT	-0,69	4,92	13,83	17,17
Nachsteuerergebnis	-2,44	1,82	8,27	10,15

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen 2021 - 2023

Als Basis unserer nachfolgenden Umsatz- und Ergebnisprognosen ziehen wir den aktuellen Objektbestand der Coreo sowie die bereits gesicherten Akquisitionen heran. Zudem haben wir mögliche weitere Investitionen berücksichtigt, die in den kommenden Geschäftsjahren im Zuge der von der Gesellschaft selbst benannten, wertschöpfenden Wachstumsstrategie getätigt werden sollten.

Mit dem aktuellen Objektbestand, der sich aus den Liegenschaften in Bad Köstritz, Mannheim, Bruchsal, den Wohnungsportfolios in Göttingen und NRW sowie den gewerblich genutzten Immobilien des Hydra Portfolios zusammensetzt, belaufen sich die jährlich erzielbaren Mieterlöse auf insgesamt 3,21 Mio. €. Im kommenden Geschäftsjahr sollte ein Anstieg der Mieterlöse insbesondere vor dem Hintergrund der Erlössteigerungen innerhalb des Hydra-Portfolios realisiert werden. Hier wurde beispielsweise im laufenden Geschäftsjahr das Kieler Objekt an einen Hotelbetreiber langfristig übergeben. Darüber hinaus ist es geplant, die noch nicht vermieteten Objektflächen in Wetzlar und in Frankfurt ebenfalls in die langfristige Vermietung zu übergeben.

Zudem sollten die Mieterlöse des laufenden Geschäftsjahres 2021 ab August den Zugang der von einem deutschen Automobilzulieferer erworbenen Produktionsstandorte und des Verwaltungssitzes abbilden. Bei jährlichen Mieteinnahmen von über 0,70 Mio. € belaufen sich die anteiligen Mieteinnahmen 2021 damit auf rund 0,3 Mio. €. Da im kommenden Geschäftsjahr 2022 die Mieteinnahmen ganzjährig zufließen, kommt es dann zu einem entsprechend positiven Basiseffekt. Der zweite in diesem Geschäftsjahr gemeldete Portfolioerwerb - der größte Unternehmensgeschichte - wird erst mit dem erwarteten Abschluss (Übergang von Nutzen und Lasten) der Transaktion ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 zu den Konzernumsätzen beitragen. Wir rechnen ab Mitte 2022 mit dem Portfoliozugang und damit werden ab diesem Zeitpunkt jährliche Mieterlöse in Höhe von zunächst rund 3,8 Mio. € neu hinzukommen. Bereits ab 2023 sollte hier mit der aktiven Vermietung der leerstehenden Flächen (Leerstand: ca. 77 %) eine sukzessive Steigerung erreicht werden.

Als weiteren Aspekt der Ertragsentwicklung haben wir die möglichen Veräußerungserlöse berücksichtigt. Nachdem im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 Veräußerungserlöse in erster Linie durch den Verkauf von Objekten des Göttinger Portfolios erzielt wurden, dürften in den kommenden Geschäftsjahren, neben erwarteten kleineren Teilverkäufen des Göttinger Portfolios, insbesondere beim NRW-Portfolio Verkäufe getätigt werden. Rund 25 % des Gesamtportfolios (Objekte in Lünen und Gelsenkirchen) ist für die Veräußerung vorgesehen. Insbesondere in den Geschäftsjahren 2022 und 2023 sollte es hier zu signifikanten Veräußerungserlösen kommen.

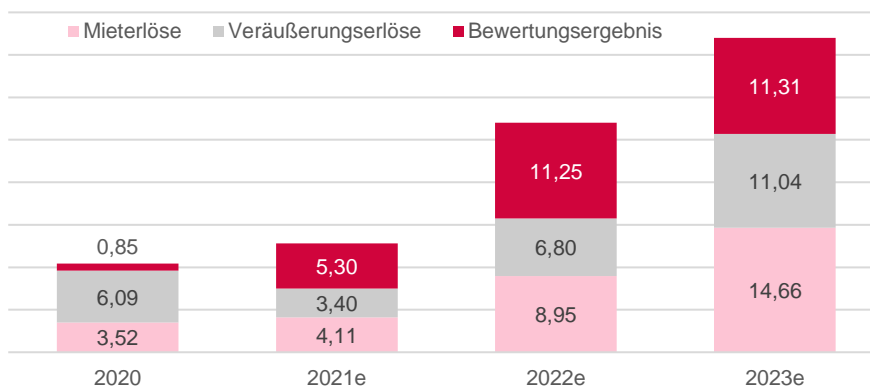
Das Bewertungsergebnis spiegelt als dritte Erlösponente die in das bestehende Portfolio getätigten Investitionen und die Asset Management Leistung wider. Diese wirken sich in einem Anstieg der Mieterlöse und damit des fairen Objektmarktwertes aus.



Ein wesentlicher Bestandteil der Bewertungserträge dürfte das zuletzt erworbene Portfolio sein. Nach Unternehmensangaben sollen in den nächsten drei bis fünf Jahren in die Modernisierung bzw. in den Umbau ca. 4 Mio. € investiert werden.

Darüber hinaus sollte die Coreo, gemäß ihrer kommunizierten wertschöpfenden Wachstumsstrategie, in den kommenden Geschäftsjahren nennenswerte Neuinvestitionen vornehmen, was wir ebenfalls in unsere Prognosen einbezogen haben. Gemäß langfristig ausgerichteter Investitionsplanung sollte u.E. der Gesamtbestand des Wohn- und Gewerbeimmobilienportfolios in den nächsten 4 bis 5 Jahren auf 400 – 500 Mio. € ausgebaut werden können. Das aktuelle Immobilienvermögen zuzüglich der bereits getätigten Erwerbe beläuft sich auf über 100 Mio. €. Von dieser Basis ausgehend, müsste die Gesellschaft in den kommenden Geschäftsjahren jährliche Neuinvestitionen sowie Zuschreibungen von ca. 60 Mio. € (400 Mio. € in 5 Jahren) ausweisen. In unseren Prognosen gehen wir konservativer vor und rechnen für den Zeitraum 2021 bis 2023 mit einem, über den aktuellen Objektbestand zuzüglich bereits getätigter Akquisitionen liegenden Neuinvestitionsvolumen in Höhe von insgesamt 110 Mio. €. Bei den möglichen Liegenschaftserwerben, deren Zugang wir auf das laufende sowie die kommenden zwei Geschäftsjahre verteilt haben, orientieren wir uns hinsichtlich der Objektgröße, der Multiples etc. an den von der Coreo bislang getätigten Investitionen. Unverändert gehen wir davon aus, dass die neuen Investitionen dabei sowohl eine deutliche Steigerung der Mieterträge als auch die Hebung stiller Reserven ermöglichen. Gleichzeitig dürften unseres Erachtens daraus auch regelmäßig Teilverkäufe der nicht strategischen Portfoliobestandteile vorgenommen werden.

#### Umsatzprognosen (in Mio. €)

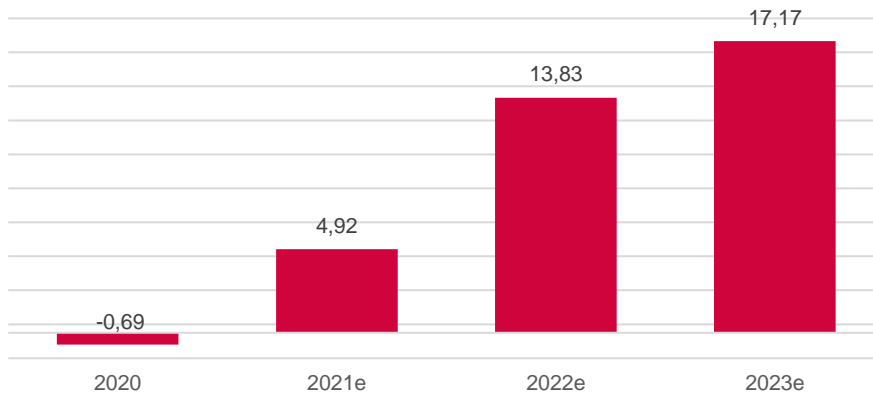


Quelle: GBC AG

In Summe dürften die Gesamterträge in 2021 auf 12,81 Mio. € (2020: 10,45 Mio. €) zulegen. Wir gehen davon aus, dass die Nachvermietung der Objekte des Hydra-Portfolios zu einem Anstieg der Bewertungserträge führen wird, womit die niedrigeren Veräußerungserlöse ausgeglichen werden dürften. Ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 sollten die bereits getätigten Neuerwerbe sowie die von uns unterstellten weiteren Investitionen zu einem sprunghaften Anstieg der Mieterlöse führen. Ab 2023 werden die Mieterlöse unseren Schätzungen zur Folge zur wichtigsten Erlös Komponente avancieren.

Der Materialaufwand, als größte Kostenposition, enthält dabei vornehmlich die nicht umlagefähigen Nebenkosten und dürfte sich somit, bei einem gleichen Verhältnis zwischen Wohn- und Gewerbeimmobilien, linear zum Umsatz verhalten. Zudem sollte die Gesellschaft von einer tendenziell rückläufigen Kostenquote im Overhead-Bereich profitieren. Wir prognostizieren dabei eine EBIT-Marge, die sich oberhalb von 50 % stabilisiert:

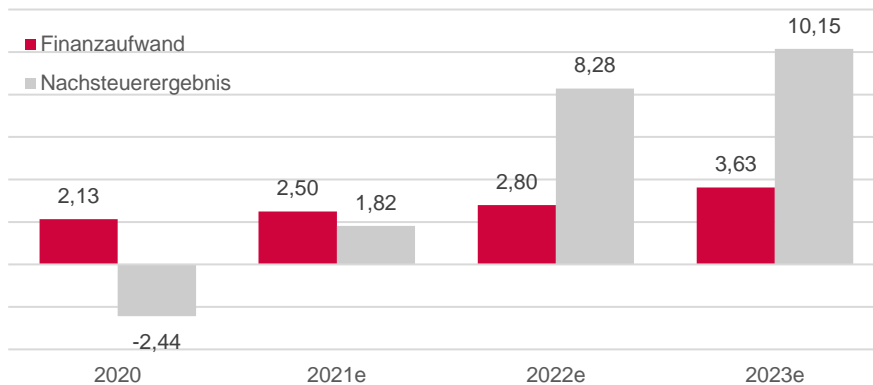
**EBIT (in Mio. €)**



Quelle: GBC AG

Ausgehend von unserer EBIT-Prognose sollte das Nachsteuerergebnis in den kommenden Geschäftsjahren ein jeweils deutlich positives Niveau erreichen. Hier ist auch der investitionsbedingte Anstieg bei den Finanzaufwendungen enthalten, für die wir eine FK-Quote von 75 % unterstellen. Insgesamt dürfte aber die Gesellschaft von einer sukzessiven Verbesserung der Finanzkonditionen profitieren. Belegt wird dies beispielsweise von der Rückführung der Optionsanleihe, die durch die im Dezember ausgegebene Unternehmensanleihe refinanziert wurde. Damit wurde ein Kupon in Höhe von 10,0 % durch einen Kupon in Höhe von 6,75 % ersetzt.

**Nachsteuerergebnis und Finanzaufwendungen (in Mio. €)**



Quelle: GBC AG

## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die Coreo AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 bis 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 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 64,2% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### *Bestimmung der Kapitalkosten*

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Coreo AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 0,25 %, was dem von uns für unser Modell derzeit festgelegten Minimalwert entspricht.**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,36.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,71 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,44%.

### *Bewertungsergebnis*

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2022 entspricht als Kursziel 2,60 €.**

## DCF-Modell

### Coreo AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	64,6%	ewige EBITA - Marge	64,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,0%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	28,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
Umsatz (US)	10,93	23,00	26,61	27,54	28,51	29,50	30,54	31,61	
US Veränderung	125,4%	110,4%	15,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,09	0,14	0,12	0,13	0,13	0,13	0,14	0,14	
EBITDA	4,93	13,85	17,19	17,79	18,41	19,06	19,72	20,41	
EBITDA-Marge	45,1%	60,2%	64,6%	64,6%	64,6%	64,6%	64,6%	64,6%	
EBITA	4,92	13,83	17,17	17,77	18,39	19,04	19,70	20,39	
EBITA-Marge	45,0%	60,1%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,2%
Steuern auf EBITA	-1,23	-3,46	-4,29	-4,44	-4,60	-4,76	-4,93	-5,10	
zu EBITA	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	3,69	10,37	12,88	13,33	13,79	14,28	14,78	15,29	
Kapitalrendite	5,8%	7,9%	7,3%	5,9%	6,1%	6,3%	6,4%	6,6%	6,6%
Working Capital (WC)	7,00	7,50	8,00	7,71	7,98	8,26	8,55	8,85	
WC zu Umsatz	64,0%	32,6%	30,1%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	
Investitionen in WC	2,70	-0,50	-0,50	0,29	-0,27	-0,28	-0,29	-0,30	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	124,01	170,06	217,37	218,87	220,37	221,87	223,37	224,87	
AFA auf OAV	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
AFA zu OAV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Investitionen in OAV	-69,72	-46,07	-47,33	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	
Investiertes Kapital	131,01	177,56	225,37	226,58	228,35	230,13	231,92	233,72	
EBITDA	4,93	13,85	17,19	17,79	18,41	19,06	19,72	20,41	
Steuern auf EBITA	-1,23	-3,46	-4,29	-4,44	-4,60	-4,76	-4,93	-5,10	
Investitionen gesamt	-67,01	-46,57	-47,83	-1,23	-1,79	-1,80	-1,81	-1,82	
Investitionen in OAV	-69,72	-46,07	-47,33	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	
Investitionen in WC	2,70	-0,50	-0,50	0,29	-0,27	-0,28	-0,29	-0,30	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-63,31	-36,17	-34,93	12,11	12,02	12,50	12,99	13,50	244,18

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	139,14	184,27
Barwert expliziter FCFs	-18,61	16,37
Barwert des Continuing Value	157,75	167,91
Nettoschulden (Net debt)	99,49	138,47
Wert des Eigenkapitals	39,64	45,81
Fremde Gewinnanteile	-0,14	-0,17
Wert des Aktienkapitals	39,50	45,64
Ausstehende Aktien in Mio.	17,54	17,54
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,25	<b>2,60</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,36
Eigenkapitalkosten	7,7%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	5,2%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	12,9%
WACC	<b>6,4%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	5,8%	6,1%	6,4%	6,7%	7,0%
6,1%	3,25	2,35	1,57	0,90	0,30
6,4%	3,86	2,91	2,09	1,37	0,74
6,6%	4,48	3,47	<b>2,60</b>	1,85	1,18
6,9%	5,10	4,03	3,12	2,32	1,62
7,1%	5,71	4,60	3,63	2,80	2,06

## 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,5b,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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)