# Coreo AG

Buy (opening coverage) **Kursziel: 3,00 Euro**

12 | August | 2019

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2018 WINNER

SRC Der Spezialist für Finanzaktien

| | |
|---|---|
| **Kurs (Euro)** | **1,54** |
| Hoch / Tief 52 Wochen | 2,07 / 1,22 |

**Allgemeine Angaben**

| | |
|---|---|
| ISIN | DE000A0B9VV6 |
| Bloomberg | CORE:GR |
| Rechnungslegungsstandard | IFRS |
| Marktkapitalisierung ( Mio. Eur | 24,56 |
| Anzahl von Aktien (Mio.) | 15,9 |
| Streubesitz | 32% |
| Streubesitz Market Cap (Mio. Euro) | 7,9 |
| CAGR EBT ('18 -'21e) | 83,2% |

| **Bewertung / Multiplikatoren** | **2018** | **2019e** | **2020e** | **2021e** |
|---|---|---|---|---|
| Marktkapitalisierung/Umsatz | 11,3 | 8,5 | 3,6 | 2,5 |
| **Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)** | **15,1** | **6,1** | **3,3** | **2,2** |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

| **Kennzahlen je Aktie (Euro '000)** | **2018** | **2019e** | **2020e** | **2021e** |
|---|---|---|---|---|
| **Nettogewinn je Aktie** | **0,10** | **0,25** | **0,47** | **0,70** |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| **NAV je Aktie** | **1,93** | **2,36** | **3,07** | **3,78** |

| **Finanzdaten (Euro '000)** | **2018** | **2019e** | **2020e** | **2021e** |
|---|---|---|---|---|
| Erlöse aus der Vermietung | 2.164 | 2.905 | 6.889 | 9.798 |
| Veräußerungsergebnis | 2.503 | 2.827 | 849 | 1.340 |
| Bewertungsergebnis | 2.643 | 4.602 | 8.247 | 12.478 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 1.429 | 1.136 | 2.598 | 2.149 |
| Materialaufwand | -1.096 | -2.158 | -3.253 | -3.786 |
| Personalaufwand | -747 | -1.025 | -1.589 | -1.714 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -2.348 | -1.269 | -1.597 | -1.964 |
| **Operatives Ergebnis (EBIT)** | **4.895** | **7.508** | **12.907** | **18.939** |
| Finanzergebnis | -2.390 | -1.924 | -2.481 | -3.539 |
| **Vorsteuerergebnis (EBT)** | **2.505** | **5.584** | **10.426** | **15.400** |
| Steueraufwand | -845 | -1.508 | -2.815 | -4.158 |
| **Nettoergebnis nach Minderheiten** | **1.625** | **4.011** | **7.538** | **11.166** |

**Wesentliche Aktionäre**

| | |
|---|---|
| Apeiron Investment Group Ltd. | 47% |
| BF Holding GmbH | 21% |

**Finanzkalender**

| | |
|---|---|
| **SRC Forum Financials & Real Estate** | **3. September 2019** |
| 1H 2019 Bericht | Oktober 2019 |


**Analysten** **Dipl.-Kfm. Stefan Scharff, CREA**
**Christopher Mehl, MBA**

**E-Mail** **scharff@src-research.de**
**mehl@src-research.de**

**Internet** **www.src-research.de**
**www.aktienmarkt-international.at**
**www.aktienmarkt-international.de**
**www.aktienmarkt-deutschland.de**


## Attraktiver Bestandsentwickler mit smarter wertschaffender Strategie – Aktie unterbewertet – Eröffnung der Coverage mit einem Buy Rating und 3,00 Euro Kursziel

Die Coreo AG war bis 2016 unter dem Namen „Nanostart AG“ und mit anderem Geschäftszweck tätig. Dann erfolgte die Neuausrichtung auf den deutschen Immobilienmarkt und der Aufbau eines attraktiven Portfolios im Value Add-Bereich. Hierbei werden sowohl Wohnimmobilien als auch Gewerbeimmobilien erworben.

Investitionen erfolgen in Objekte mit erheblichem Wertsteigerungspotenzial bei bestehendem Entwicklungsbedarf mit dem Ziel des Aufbaus eines effizient bewirtschafteten Portfolios renditestarker Immobilien mittels umsichtiger Entwicklung und dem Verkauf von nicht strategischen Objekten. Hierzu werden Value-Add-Objekte erworben, um diese mit einem manage-to-core Ansatz deutlich im Wert zu steigern. Dabei werden auch opportunistische Chancen genutzt, indem nicht-strategische Teile eines erworbenen Portfolios kurzfristig wieder veräußert werden. Mit dieser Strategie als Bestandsentwickler verfügt das Unternehmen über ein attraktives Rendite-Risiko-Profil, welches sich zwischen einem klassischen Bestandshalter, welcher bei relativ geringem Risiko niedrigere Renditen erwirtschaftet, und einem Projektentwickler, welcher höhere Renditen bei höherem Risiko erzielt, bewegt. Grundsätzlich werden eher B- und C-Städte mit höherem Rendite-Niveau und hier wiederum vielversprechende Lagen, die eine gute Basis für künftige wertschaffende Maßnahmen bilden, wie beispielsweise in Mannheim am Hafen, bevorzugt. Die Ankaufrenditen der bisher getätigten Investments lagen in der Mehrzahl bei knapp 10%. Coreo hat bisher 5 Transaktionen abgeschlossen und verfügt über ein Portfoliovolumen von rund 41 Mio. Euro. Zu den Highlights des letzten Jahres zählt der Kauf von zwei Portfolien, das gewerbliche Hydra-Portfolio mit ehemaligen innerstädtischen Commerzbank-Filialen und ein Wohnimmobilienportfolio in der niedersächsischen Universitätsstadt Göttingen und der näheren Umgebung. Daneben war 2018 auch am Kapitalmarkt ein erfolgreiches Jahr. Im Januar wurde eine Optionsanleihe mit einem Volumen von 20 Mio. Euro begeben. Im Dezember 2018 folgte eine Kapitalerhöhung mit Ausgabe von rund 6,6 Mio. neuen Aktien zu 1,60 Euro, was einen Emissionserlös von rund 10,5 Mio. Euro entsprach und noch mehr Firepower für Zukäufe bedeutete.

Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft die Portfoliogröße durch Zukäufe und aktives Asset Management im laufenden Geschäftsjahr um rund 50% auf über 60 Mio. Euro steigern wird. Für 2020 halten wir schon eine Größenordnung von rund 150 Mio. Euro für realistisch. Bis 2023 sind 400 Mio. bis 500 Mio. Euro als Zielgröße angedacht und auch dies halten wir für machbar.

**Wir haben die Coreo-Aktie mit einem DCF-Modell unter ziemlich konservativen Annahmen bewertet. Es ergibt sich ein Kurspotential von rund 100% und ein Fair Value je Aktie von über 3,00 Euro. Wir starten daher die Coverage mit einem Buy Rating und setzen unser erstes Kursziel auf 3,00 Euro.**

## Coreo AG

| | | |
|---|---|---|
| **Industrie:** | Immobilien | **Vorstand der Coreo:** |
| **Segment:** | Gewerbe und Wohnen | Marin N. Marinov |
| **Zielmarkt:** | Deutschland | |
| **Geschäftssitz:** | Frankfurt | |
| **Gründung:** | 2003 | |
| **Anzahl Mitarbeiter:** | 6 | **Aufsichtsrat der Coreo:** |
| | | Stefan Schütze (Vorsitzender) |
| **IR Kontakt:** | | Axel-Günter Benkner (Stellv. Vorsitzender) |
| Dipl.-Kfm. Felix Krekel | | Dr. Friedrich Schmitz |
| F.Krekel@coreo.de | | |

Die Coreo AG is ein wachsendes deutsches Immobilienunternehmen mit dem Fokus auf Gewerbe- und Wohnimmobilien in deutschen B- und C-Städten. Investitionen erfolgen in Immobilien mit deutlichem Wertsteigerungspotenzial, also im Value-Add segment. Die Aktie des Unternehmens ist derzeit im Freiverkehr der Frankfurter Börse und im Xetra gelistet.

Die Gesellschaft wurde 2003 unter dem Namen Nanostart AG gegründet und war bis 2016 als Beteiligungsgesellschaft von Nanotechnologieunternehmen tätig. Seit der Umfirmierung zur Coreo AG Ende Mai 2016 hat sich die Strategie hin zu einem Bestandsimmobilienentwickler geändert, mit dem Ziel des Aufbaus eines Gewerbe- und Wohnimmobilienportfolios. Investitionen erfolgen in Objekte mit erheblichem Wertsteigerungspotenzial bei bestehendem Entwicklungsbedarf. Hierzu werden Value-Add-Portfolioen erworben, um diese mit einem manage-to-core Ansatz deutlich im Wert zu steigern. Nicht-strategische Teile eines erworbenen Portfolios werden kurzfristig wieder veräußert. Die ersten Zukäufe erfolgten im Mai 2017. Mittlerweile hat das aktuelle Portfolio ein Volumen von rund 41 Mio. Euro mit einer vermietbaren Fläche von über 71 Tsd. qm. Das mittelfristige Ziel für die kommenden 4 bis 5 Jahre ist es auf ein Portfoliovolumen von 400 Mio. Euro bis 500 Mio. Euro zu gelangen.

Mit seiner wertschaffenden Wachstumsstrategie erschließt sich das Unternehmen drei Ertragsquellen. Neben den laufenden Mieteinnahmen, deren Bedeutung für das Gesamtergebnis mit fortschreitendem Portfolioaufbau stetig steigen wird, werden durch den Verkauf nicht strategischer Immobilien Handelsgewinne generiert. Zusätzlich tragen die im Zuge der durchgeführten Bestandsentwicklungs-maßnahmen erzielten Wertsteigerungen zum Gesamtergebnis des Unternehmens und dem NAV bei.

Im vergangenen Geschäftsjahr hat das Unternehmen zur Finanzierung bereits zwei Kapitalmarkt-maßnahmen durchgeführt. Zum einen wurde eine Optionsanleihe mit einem Volumen von 20 Mio. Euro platziert, zum anderen erfolgte gegen Jahresende 2018 eine Bezugsrechtkapitalerhöhung, bei welcher ein Emissionsvolumen von 10,5 Mio. Euro erzielt wurde. Dieses Kapital wird als Eigenkapital an die Projektgesellschaften zur Verfügung gestellt. Die derzeitige Finanzposition des Konzerns weist eine Eigenkapitalquote von 44% auf bei einem LTV von 53% und ist somit solide und flexibel für einen weiteren Ausbau des Portfolios.

*Source: Company Data, SRC Research*

## SWOT Analyse

**Stärken**

- Der Vorstand des Unternehmens verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung im Immobilienbereich und hat zudem einen Background im Finanzbereich.
- Das Netzwerk des Unternehmens ist weitläufig. Hierzu tragen auch die Mitglieder des Aufsichtsrats sowie die Hauptaktionäre der Gesellschaft bei.
- Die derzeitigen Objekte im Portfolio des Unternehmens sind zu sehr niedrigen Multiples gekauft worden, Zuschreibungen erfolgten bisher nur einmal in überschaubaren Rahmen. Es bestehen noch deutliche Aufwertungspotentiale. Somit hat Coreo nicht nur ein sehr geringes Risiko bezüglich eines möglichen Downturns des Immobilienmarktes, sondern könnte hiervon im Vergleich mit etablierten Marktteilnehmern von einer solchen Entwicklung deutlich profitieren

**Schwächen**

- Coreo selbst hat noch keine lange Historie als Immobilienunternehmen und somit auch noch keinen hohen Bekanntheitsgrad. Dieser sollte sich jedoch weiterhin verbessern. Dabei kann das Unternehmen von der Historie der Organe profitieren.
- Die Finanzierungsstruktur und –kosten sind derzeit noch etwas zu hoch und bietet daher Verbesserungspotenzial. Mit der geplanten vorzeitigen Rückzahlung der 10% Optionsanleihe im Januar 2020 entstünde ein deutlich besseres Bild entstehen

**Chancen**

- Der Fokus des Unternehmens auf Value Add Immobilien (sowohl Wohn- als auch Gewerbeobjekte) an Standorten außerhalb der Top7 im Bereich von 3-20 Mio. Euro sollte auch weiterhin Möglichkeiten für einen lukrativen Ausbau des Bestandportfolios bieten.
- Durch das Ziels des Bestandaufbaus und die vorhandene Liquidität könnten bei einem möglichen Abschwung des Immobilienmarktes attraktive Kaufmöglichkeiten entstehen, auf die das Unternehmen schnell reagieren kann. Doch auch in einem eher wahrscheinlich positiv anhaltenden Marktumfeld kann das Unternehmen den Bestandsaufbau erfolgreich umsetzen.
- Der geplante Abbau der Beteiligung an der Magforce führt zu einer weiteren Zufuhr von Kapital was folglich zur Investition in den Immobilienbestand zur Verfügung steht ohne eine weitere Kapitalmaßnahme zu benötigen. Zudem entwickelt sich das Unternehmen durch den Abbau der Position zu einem pure-play Immobilienunternehmen, was die Wahrnehmung bei Investoren deutlich verbessern und der Aktie weiteren Rückenwind verleihen sollte. Hier macht Coreo bereits deutliche Fortschritte.

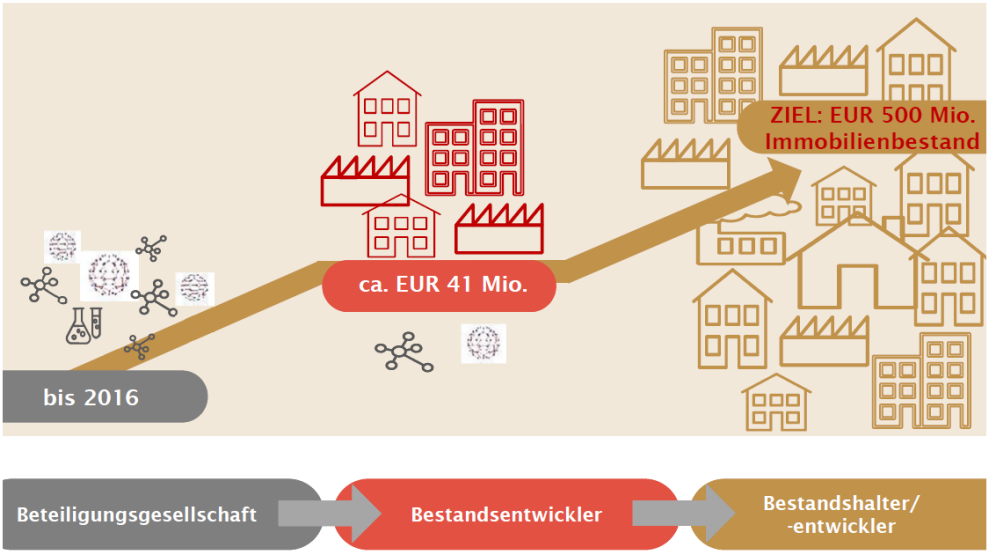
**Risiken**

- Das Portfolio des Unternehmens ist noch relativ klein, so dass ein etwaiger (wenngleich wenig wahrscheinlicher) Problemfall innerhalb des Portfolios relativ stärker auf die Gewinnrechnung und den NAV durchschlagen würde. Zudem ist der Immobilienmarkt schon sehr gut gelaufen. Dies könnte möglichicherweise zu Problemen beim Aufbau des Portfolios führen, wenn keine (dem Ankaufsprofil der Coreo entsprechenden), genügenden Objekte mehr am Markt sind.
- Die anhaltenden globalen Spannungen (Brexit, Handelskriege) können die wirtschaftliche Lage in Deutschland weiter verschlechtern und zu einem weiteren Abschwung in der Konjunktur oder einer Rezession führen. Eine solche Entwicklung würde nicht ohne Auswirkungen auf den Immobilienmarkt sowie den Kapitalmarkt bleiben. In der Folge dürfte der Abschluss von Wachstumsfinanzierungen bei zugleich verschlechterten Konditionen schwieriger werden.

## Vom Nanobeteiligungsunternehmen zum Bestandsentwickler mit noch hohem Potenzial

Mit der in 2016 beschlossenen strategischen Neuausrichtung des Technologiebeteiligungsunternehmens „Nanostart AG“ wurde der Wandel zum Bestandsimmobilienentwickler „Coreo AG“ konsequent umgesetzt. Parallel zum Abbau des Nanotechnologieportfolios, wurde mit dem Aufbau eines Gewerbe- und Wohnimmobilienportfolios begonnen. Investitionen erfolgen in Objekte mit erheblichem Wertsteigerungspotenzial bei bestehendem Entwicklungsbedarf mit dem Ziel des Aufbaus eines effizient bewirtschafteten Portfolios renditestarker Immobilien mittels umsichtiger Entwicklung und dem Verkauf von nicht strategischen Objekten. Hierzu werden Value-Add-Portfolien erworben, um diese mit einem manage-to-core Ansatz deutlich im Wert zu steigern. Dabei werden opportunistische Chancen genutzt, indem nicht-strategische Teile eines erworbenen Portfolios kurzfristig wieder veräußert werden. Mit dieser Strategie als Bestandsentwickler verfügt das Unternehmen über ein attraktives Rendite-Risiko-Profil, welches sich zwischen einem klassischen Bestandshalter, welcher bei relativ geringem Risiko niedrigere Renditen erwirtschaftet, und einem Projektentwickler, welcher hohe Renditen mit entsprechend hohem Risiko erzielen möchte.

Mit seiner wertschaffenden Wachstumsstrategie erschließt sich das Unternehmen drei Ertragsquellen. Neben den laufenden Mieteinnahmen, deren Bedeutung für das Gesamtergebnis mit fortschreitendem Portfolioaufbau stetig steigen wird, werden durch den Verkauf nicht strategischer Immobilien Handelsgewinne generiert. Zusätzlich tragen die im Zuge der durchgeführten Bestandsentwicklungsmaßnahmen erzielten Wertsteigerungen zum Gesamtergebnis des Unternehmens und der Steigerung des bei.



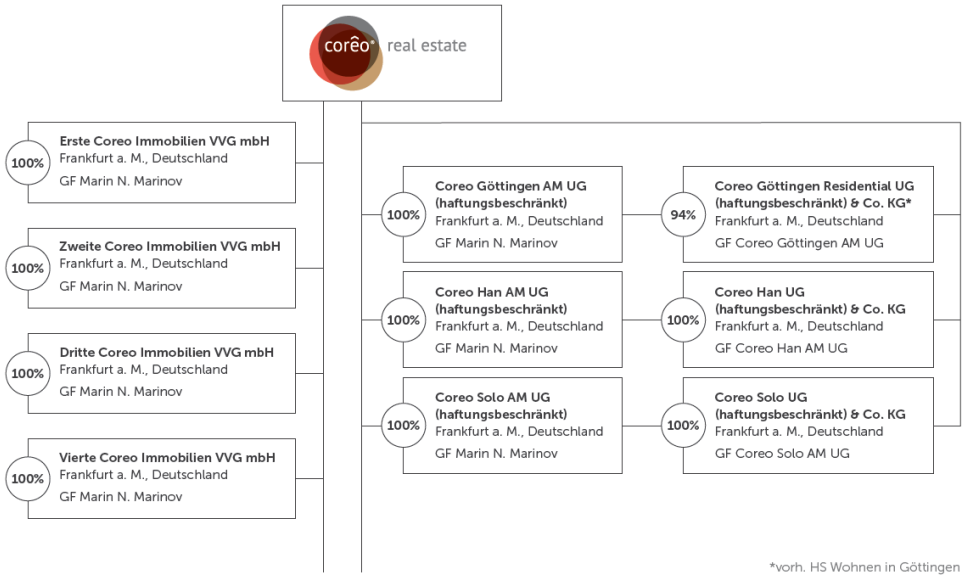

Quelle: Unternehmenspräsentation

Bisher erfolgte der größere Teil der Investitionen in deutsche Gewerbeimmobilien. Ebenso investiert das Unternehmen in Wohnimmobilien in Deutschland, welche zur Diversifikation beitragen und ebenfalls stabile Mieteinnahmen generieren.
Derzeit verfügt Coreo über einen Bestand von 41 Mio. Euro. Ziel ist es, diesen in den kommenden 4 bis 5 Jahren auf 400 Mio. bis 500 Mio. Euro auszubauen.

## Klassische Konzernstruktur mit Ankäufen über Projektgesellschaften unter klar definierten Ankaufskriterien

Die Aktiengesellschaft fungiert in der Konzernstruktur als Managementholding und verfügt über kein eigenes Immobilienvermögen. Die Objekte werden somit bei Asset Deals von Tochtergesellschaften erworben und gehalten, für welche die Coreo AG konzernübergreifend verschiedene zentrale Aufgaben übernimmt. Die Holding hat an diesen im Regelfall einen Anteil von 100%. An bestandshaltenden Immobilienunternehmen werden nur Mehrheitsbeteiligungen erworben.

Konzernstruktur Coreo AG

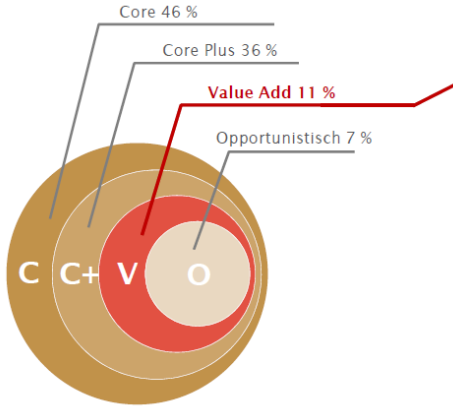



Quelle: Geschäftsbericht 2018

Die Finanzierung der Immobilien erfolgt über die Projektgesellschaften unter Rückgriff auf Bankdarlehen, während das benötigte Eigenkapital von der Coreo AG zur Verfügung gestellt wird.

Die Ankaufskriterien des Unternehmens sind auf die jeweilige Assetklasse zugeschnitten. Grundsätzlich erfolgt jedoch eine fallspezifische Analyse und Bewertung der sich bietenden Anlagemöglichkeiten. Eine besondere Stärke der Coreo AG ist dabei die Bereitschaft auch in Sondersituationen zu investieren. Im Bereich Wohnen sucht Coreo nach Mehrfamilienhäusern und Wohnanlagen mit einer überdurchschnittlichen Zielrendite bei einer der Lage und Renditevorstellung entsprechenden Qualität und Leerstandsquote. Die Investitionsvolumen lagen bisher im Bereich von

3 Mio. Euro bis knapp 10 Mio. Euro je Objekt resp. Portfolio. Der Erwerb des sogenannten Hydra Portfolios von der Commerzbank stellte mit einem Kaufpreis von über 20 Mio. Euro die bisher grösste Transkation dar. Mit wachsendem Portfoliovolumen sollten sich unter Diversifikationsaspekten auch die durchschnittlichen Investitionsvolumina erhöhen, da sich die entsprechenden Klumpenrisiken parallel reduzieren. So sich dem Unternehmen großvolumige Kaufmöglichkeiten bieten, könnte man innerhalb des bestehenden Netzwerks auf Co-Investoren zurückgreifen. Mit den vorgehaltenen liquiden Mitteln und den bestehenden Finanzierungsreserven dürften je nach Beschaffenheit des jeweiligen Portfolios Zukäufe in Höhe von 30 Mio. Euro bis 50 Mio. Euro finanzierbar sein.




Verteilung des deutschen Immobilienmarktes nach Risikoklasse in Q1 2019

**Coreo's „Sweetspot"**

- Lage: Mittelzentren/B- und C-Lagen
- Wohnen und Gewerbe
- kurze Entscheidungswege als strategischer Vorteil
- Volumina: EUR 3-5 Mio. bis EUR 15-20 Mio. und damit zwischen privaten Anlegern und institutionellen Investoren
- liquide Mittel

Quelle: Unternehmenspräsentation

## Der Portfoliowert liegt mittlerweile bei 41 Mio. Euro

Im Geschäftsjahr 2017 konnte das Unternehmen mit der Umsetzung der Immobilienstrategie beginnen. In Folge der Ankäufen an den drei Standorten, Bad Köstritz, Mannheim und Bruchsal konnte zum Jahresende 2017 ein Portfoliowert von etwas über 10 Mio. Euro ausgewiesen werden. Im zurückliegenden Geschäftsjahr 2018 wurde im Wege eines Share Deals ein aus 430 Wohnungen bestehendes Portfolio in Göttingen und zwölf innerstädtische Büro- und Geschäftshäuser, das sogenannte Hydra-Portfolio, mit ehemaligen innerstädtischen Commerzbank-Filialen erworben. Damit hat Coreo das Immobilienportfolio auf 41 Mio. Euro nahezu vervierfacht.

| Portfolioübersicht | |
|---|---|
| Marktwert Immobilien | ca. EUR 41 Mio. |
| Capex-Plan | > EUR 12,9 Mio. |
| Mieteinnahmen IST | > EUR 2,1 Mio. |
| Mieteinnahmen SOLL | > EUR 3,6 Mio. |
| Mietfläche | > 71.000 m² |

Die erste Transaktion nach dem Strategiewechsel war ein Wohnimmobilienportfolio, welches die Gesellschaft im Mai 2017 erworben hat. Dieses besteht aus vier zusammenliegenden Mehrfamilienhäusern in Bad Köstritz, wovon sich drei auf demselben Grundstück befinden. Der Verkauf des vierten Gebäudes wäre somit eine Option. Die 100 Wohnungen wurden zu einem Bruttokaufpreis von rund 3,1 Mio. Euro mit einer sehr guten Brutto-Anfangsrendite von etwa 11% erworben. Die Pläne des Unternehmens sehen vor, das Portfolio mit der eventuellen Ausnahme eines Gebäudes im Bestand zu halten. Die geplanten Investitionen in Heizungs- und Außenanlagen sind an dem Standort Bad Köstritz bereits größtenteils erfolgt. Das Gesamtinvestitionsvolumen von rund 0,6 Mio. Euro sollte zu einem Abbau des Leerstands und höheren qm-Mieten, insbesondere bei Neuvermietungen, beitragen.

Rund zwei Monate später folgte der zweite Zukauf. Hierbei handelte es sich um ein city-nahes Gewerbeobjekt in Mannheim in der Güterhallenstrasse, unweit des S-Bahnhofs Mannheim Handelshafen im Mannheimer Hafengebiet. Das Grundstück erstreckt sich über eine Länge von rund 1,5 km bei einer maximalen Tiefe von ca. 25m und ist längsseitig erschlossen. Neben Lagerhallen unterschiedlicher Baujahre und –qualitäten sind Teile der Fläche unbebaut und stellen damit Reserven für Entwicklungen dar. Für eine dieser Teilflächen liegt zwischenzeitlich eine Projektierung vor (www.Buero-im-Hafen.de). Das Unternehmen sah beim Zukauf ein hohes Optimierungspotenzial durch aktives Asset Management und einige gezielte Investitionsmaßnahmen. Im laufenden Geschäftsjahr will man rund die Hälfte der Fläche verkaufen und dabei über 85% des ursprünglichen Kaufpreises realisieren, obwohl nur bis zu 55% der laufenden Mieterlöse abgehen. Neben der lukrativen Bruttoankaufsrendite von rund 9,5% besteht hier also noch deutliches Ertragspotenzial für Coreo.

| Mannheim | Bruchsal |
|---|---|
| ▪ Immobilieninvestment im Juni 2017 | ▪ Immobilieninvestment im August 2017 |
| ▪ Zweite Coreo Immobilien VVG mbH | ▪ Dritte Coreo Immobilien VVG mbH |
| ▪ Objektart: Lager-, Büro-, Wohngebäude | ▪ Liegenschaft mit 5.800 m² Gewerbemietfläche |
| ▪ Grundstücksgröße ca. 30.350 m²/vermietete Fläche ca. 24.000 m² | ▪ Single Tenant Metro Cash & Carry |
| ▪ Bruttokaufpreis ca. EUR 3,3 Mio. | ▪ Bruttokaufpreis ca. EUR 3,94 Mio. |
| ▪ Bruttoankaufsrendite ca. 9,5 % | ▪ Bruttoankaufsrendite ca. 8,7 % |
| ▪ WALT < 1 Jahr | ▪ WALT 6 Jahre |

| Zielstellung Q2/Q3 2019 | Maßnahmen |
|---|---|
| ▪ Verkauf < 50 % der Fläche<br>▪ Erlös > 85 % d. Kaufpreises<br>▪ verbl. Miete > 45 % | ▪ Capex < 50 TEUR |

Quelle: Unternehmenspräsentation

Im August 2017 erfolgte der Kauf eines Single Tenant Objekts in Bruchsal, welches vollständig an den Handelskonzern METRO vermietet ist. Bei einem Bruttokaufpreis von nahezu 4 Mio. Euro erwirtschaftet das Objekt eine Bruttoankaufsrendite von 8,7%. Im laufenden Geschäftsjahr ist es dem Unternehmen bereits gelungen, den Mietvertrag mit der Metro Gruppe um 5 Jahre bis März 2025 zu verlängern und durch die vertraglich vereinbarte Indexierung eine Mieterhöhung in Höhe von rund 6% bei den jährlichen Mieteinnahmen zu erzielen. Das Objekt liegt in einer attraktiven Lage in einer Fachmarktagglomeration und bietet daher einen sehr guten Standort für Einzelhändler. Die Coreo beabsichtigt das Objekt mittel- bis langfristig zu halten, bei sehr geringen Capex Aufwendungen in absehbarer Zeit.

Im vergangenen Geschäftsjahr 2018 hat das Unternehmen zwei weitere große Zukäufe getätigt. Am 5. April wurde ein Wohnportfolio mit 430 nahezu vollvermieteten Wohnungen in und um Göttingen im Wege eines Share Deals erworben. Der Kaufpreis lag bei 9,3 Mio. Euro für die von der Coreo erworbenen Unternehmensanteile. Bei einer durchschnittlichen Wohnungsgröße von nur rund 32 qm ist zudem ein Großteil der Einheiten dem attraktiven Mikroapartment Segment zuzuordnen. Mit dieser Transaktion konnte das Unternehmen neben einer sehr attraktiven Bruttomietrendite von über 12% zusätzlich signifikantes Value-Add-Potenzial ins Portfolio holen. Coreo strebt bei diesem Portfolio eine Arrondierung an. Ziel ist es, die ursprünglich fünf Standorte auf einen und gleichzeitig die Zahl der Gebäude von 12 auf lediglich 5 zu reduzieren. Im Gegenzug strebt man mit Ausnahme eines Objekts überall den Erwerb der sich im Fremdeigentum befindenden Eigentumswohnungen an.
Trotz des damit einhergehenden Rückgangs bei der Zahl der Wohneinheiten und der vermietbaren Wohnfläche, geht das Unternehmen von einer Steigerung der jährlichen Mieteinnahmen von ursprünglich 1,2 Mio. Euro auf 1,4 Mio. Euro nach Abschluss der geplanten Maßnahmen aus. Unter Berücksichtigung der Zu- und Abflüsse aus den genannten Arrondierungsmaßnahmen geht das Unternehmen von ca. 7,3 Mio. Euro an Capex bis 2021 aus. Auf Basis eines angenommenen, als konservativ zu bezeichnenden Kaufpreisfaktors von 16,5 errechnet sich ein Aufwertungspotential von weiteren 4,3 Mio. Euro. Mit Zuschreibungen von dann zusammen mehr als 50% des Anschaffungspreises gelingt es Coreo ein weiteres Mal, die vorhandenen Fähigkeiten im Bereich des Sourcings geeigneter Objekte eindrucksvoll zu belegen.

| | KAUF | ZIEL |
|---|---|---|
| Standorte | 5 | 1 |
| Gebäude | 12 | 5 |
| Wohnungen | 430 | 408 |
| Mietfläche | 13.754 m² | 11.610 m² |
| Ø Wohnfläche | 32,0 m² | 28,46 m² |
| Miete p. a. | EUR 1,2 Mio. | EUR 1,4 Mio. |

| | EUR 23,1 Mio. |
|---|---|
| Zuschreibung FV ** | EUR 4,3 Mio. |
| Zuschreibung FV 31.12.2018 | EUR 1,0 Mio. |
| Capex * | EUR 7,3 Mio. |
| Anschaffungskosten | EUR 10,5 Mio. |

* bis 2021

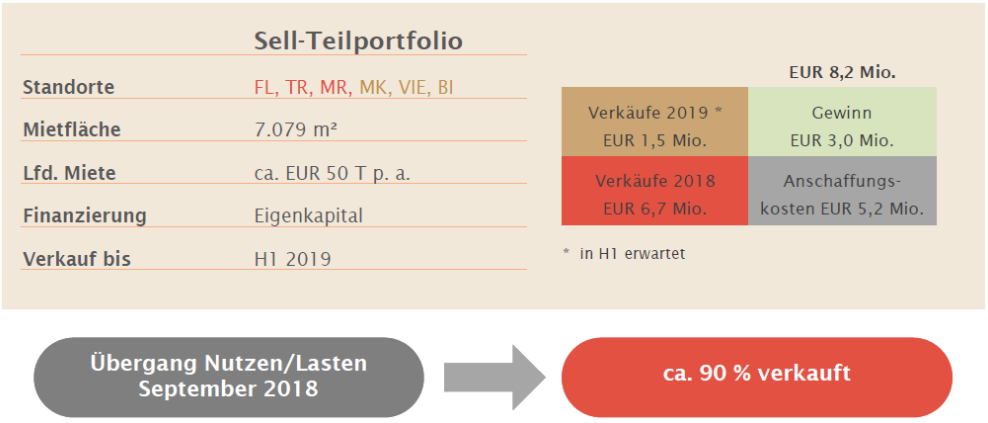
** bei Zielmiete 1,4 Mio. p.a. / Faktor 16,5

Quelle: Unternehmenspräsentation

Vor einem Monat, am 16. Juli, konnten diesbezüglich auch schon die ersten erfreulichen Nachrichten vermeldet werden. Das Unternehmen hat rund 25% des Göttinger Immobilienbestands an einen institutionellen Investor verkauft. Der Nutzen- und Lastenübergang ist zum 31. Dezember 2019 vorgesehen. Über den Verkaufspreis wurde Stillschweigen vereinbart. Wir gehen jedoch davon aus, das Coreo eine lukrative Marge erzielen konnte. Mit dem Verkauf kommt das Unternehmen dem geplanten Umbau des Portfolios einen großen Schritt näher. Zugleich sehen wir in der ein weiteres Indiz dafür, dass das Unternehmen angekündigte Maßnahmen konsequent umsetzt und die gesteckten Ziele erreichen sollte

Im Mai 2018 hat Coreo ein weiteres Portfolio mit einem hohen Value-Add Faktor erworben, das „Hydra"-Portfolio. Mit einem Investitionsvolumen von knapp Mio. Euro ist dies gleichzeitig die bisher größte Akquisition des Unternehmens. Hierbei handelt es sich um 12 größtenteils leerstehende Büro- und Geschäftshäuser in Innenstadtlagen von Hessen, Nordrhein-Westfalen, Rheinland-Pfalz und Schleswig Holstein die früher u.a. als Commerzbank-Filialen genutzt wurden. Der Plan des Unternehmens sah einen kurzfristigen Weiterverkauf von sechs Standorten vor, während die verbleibenden sechs Standorte in den langfristigen Bestand übergehen sollen. Entsprechend wurden die Objekte von zwei verschiedenen Tochtergesellschaften erworben, wobei die eine das Sell-Teilportfolio (bestehend aus den Standorten Flensburg, Trier, Marburg, Werdohl, Viersen und Bielefeld) und die andere das Hold-Teilportfolio (bestehend aus den Standorten Frankfurt, Darmstadt, Gießen, Wetzlar, Kiel und Hanau) aufnahm. Der Nutzen- und Lastenübergang erfolgte im September 2018.

Bereits wenige Wochen nach der Übernahme der Objekte konnten mit Trier und Marburg die ersten beiden Objekte gewinnbringend veräußert werden. Der Ende 2018 erfolgte Verkauf der Immobilie in Flensburg wird hingegen erst im laufenden Geschäftsjahr umsatz- und ergebniswirksam. Bezogen auf die jeweiligen Einstandspreise sind mit den drei Transaktionen bereits mehr als 85% des Sell-Teilportfolios realisiert werden.




Quelle: Unternehmenspräsentation

Im laufenden Geschäftsjahr konnte zwischenzeitlich mit der Immobilie in Werdohl der vierte Verkauf protokolliert werden. Somit sind nach weniger als einem Jahr bereits rund 90% des Teilportfolios wieder veräußert. Das Unternehmen geht weiterhin davon aus, die verbleibenden zwei Objekte noch im Jahresverlauf zu verkaufen. Mit dem Sell-Teilportfolio würde damit bei Anschaffungskosten von etwa 5,2 Mio. Euro ein Gewinn in Höhe von ca. 3 Mio. Euro erzielt werden.

Die erstmalig zum 31.08.2018 durchgeführte Bewertung der Konzernimmobilien ergab für das Hold-Teilportfolio zum Jahresende 2018 eine Zuschreibung von 1,6 Mio. Euro. Ziel des Unternehmens ist es, die laufenden Jahresmieteinnahmen von derzeit rund 150 Tsd. Euro auf 1,5 Mio. Euro durch gezielte Umbaumaßnahmen zu erhöhen. Hierfür sind Capex-Maßnahmen in einer Gesamthöhe von 5,5 Mio. Euro bis 2020 vorgesehen, welche für Sanierung, Ausbau und Neuvermietungen anfallen.

Quelle: Unternehmenspräsentation

Auf Basis der geplanten Mieteinnahmen rechnet das Unternehmen mit weiteren Zuschreibungen von rund 3,5 Mio. Euro. Am Standort Kiel konnte Coreo bereits einen langfristigen Mietvertrag mit der B&B Hotels GmbH über 20 Jahre mit zwei Verlängerungsoptionen über jeweils 5 Jahre abschließen. Der Bauantrag für die Umbaumaßnahmen ist bereits gestellt, so dass mit Beginn der Arbeiten in Kürze und

mit deren Fertigstellung im ersten Halbjahr 2020 gerechnet werden darf. In Frankfurt eröffnete bereits im Mai ein Gewerbemieter aus dem Lifestyle Bereich im Erdgeschoss seine Geschäftsräume. Der Umbau der Obergeschosse in den Wohnungen ist bereits im Gange. Für das Objekt in Gießen befindet sich das Unternehmen in deutlich fortgeschrittenen Verhandlungen. Ein langfristiger Mietvertragsabschluss wird noch im laufenden dritten Quartal erwartet.

Einen wichtigen Punkt unserer Analyse bilden die Ankaufskonditionen der Gesellschaft. Wie zu den einzelnen Portfolioobjekten detailliert aufgeführt, weisen diese sehr hohe, zumeist im zweistelligen Bereich liegende Brutto-Anfangsrenditen auf. Entsprechend niedrig fallen die Multiples aus, zu welchen das Unternehmen die Objekte erworben hat. Diese liegen teilweise sogar noch im einstelligen Bereich, wie z.B. beim Göttingen-Portfolio, das zu einem Multiple von unter 9 akquiriert wurde. Verglichen mit dem aktuellen Marktniveau sind diese als sehr niedrig zu bezeichnen. Hieraus ergeben sich für uns zwei wichtige Punkte. In Übereinstimmung mit der Positionierung als Value-Add Bestandsentwickler weist der Immobilienbestand des Unternehmens noch deutliches Potenzial auf. Entsprechend gehen wir deshalb davon aus, dass das Unternehmen in den nächsten Jahren deutliche Wertsteigerungen erzielen kann. Zum anderen verringern die sehr niedrigen Kaufpreise für den Fall eines etwaigen Downturns im Immobilienmarkt das Risiko erheblich. Selbst bei einem spürbaren Rückgang der Immobilienpreise sollte sich das Unternehmen keinem allzu großen Abschreibungsdruck gegenüber sehen, da sich die Multiples auch dann noch unterhalb des Marktniveaus bewegen sollten. Die Wahrscheinlichkeit von Wertverlusten bewerten wir daher als sehr gering. Da das Immobilienportfolio noch vergleichsweise klein ist und gleichzeitig verhältnismäßig hohe Finanzierungsreserven zur Verfügung stehen, könnte die Coreo von einem möglichen Abschwung des Marktes sogar überdurchschnittlich profitieren. Denn anders als etablierte, große Bestandshalter wäre man dann in der Lage, das Volumen auf dem zurückgekommenen Preisniveau nicht nur leicht zu erhöhen, sondern zumindest zu verdoppeln

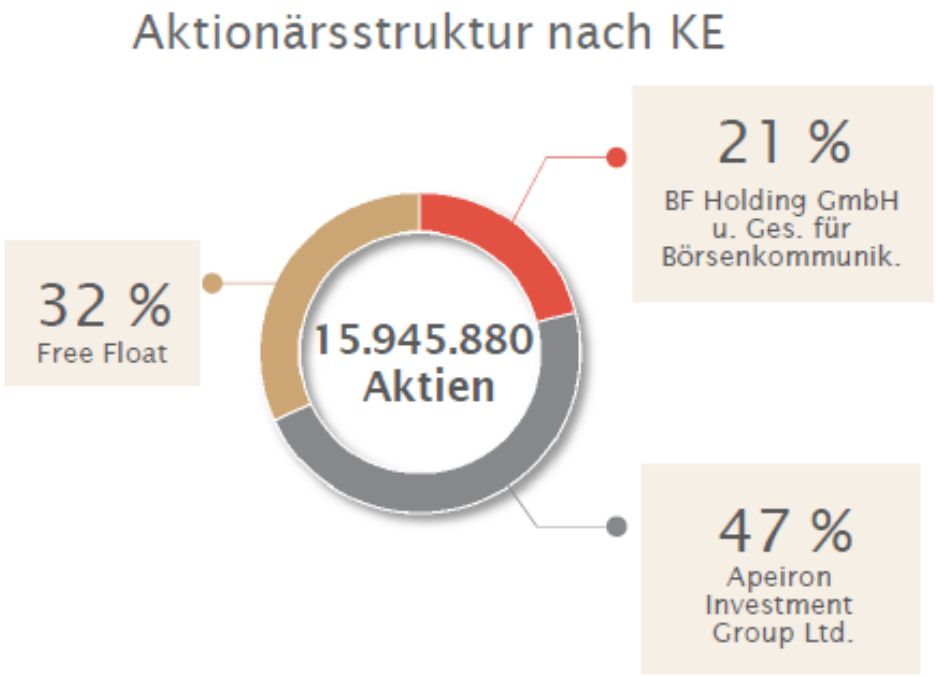
## Zwei Kapitalmaßnahmen im Geschäftsjahr 2018 zur Finanzierung des Portfoliowachstums

Wie bereits beschrieben erfolgt die Finanzierung der Immobilien über die Projektgesellschaften unter Rückgriff auf Bankdarlehen, während das benötigte Eigenkapital von der Coreo AG zur Verfügung gestellt wird. Um dieses Eigenkapital bereitstellen zu können, hat die Coreo AG im vergangenen Jahr zwei Kapitalmarktmaßnahmen durchgeführt.

Im Januar 2018 hat das Unternehmen in einem ersten Schritt eine 20 Mio. Euro Optionsanleihe begeben. Die Anleihe hat einen Kupon von 10% und eine Laufzeit bis Ende Januar 2022. Je 100.000 Euro hängen der Anleihe 3.120 und somit in Summe 624.000 Optionsscheine an, welche jeweils zum Bezug einer Aktie zu einem Bezugspreis von 2,50 Euro berechtigen. Bereits im Dezember 2018 konnte dank der

Verkaufserfolge in Trier und Marburg eine bestehende Call Option ausgeübt und eine Teilrückzahlung in Höhe von 5 Mio. Euro getätigt werden. Darüber hinaus will das Unternehmen von der Möglichkeit, die Anleihe zum 31. Januar 2020 vollständig vorfällig zurückzuzahlen, Gebrauch machen. Wir begrüßen die diesbezügliche Planung des Unternehmens, da dies hilft, die Fremdkapitalkosten zu senken. Denn auch wenn der 10% Kupon für das zum Zeitpunkt der Emission junge Immobilienunternehmen ohne Portfolio und wiederkehrende Cash-Flows als keinesfalls überhöht zu bewerten ist, gehen wir davon aus, dass sich Coreo aufgrund der zwischenzeitlichen Erfolge zu deutlich verbesserten Konditionen finanzieren und den Zinsaufwand deutlich senken können sollte. Die Mittel aus der Anleihe wurden größtenteils für die Akquisitionen des Göttingen- sowie des Hydra Portfolios verwendet.

In einem als überaus angespannt zu bezeichnenden Kapitalmarktumfeld gelang es dem Unternehmen Ende 2018 eine Barkapitalerhöhung mit Bezugsrechten erfolgreich zu platzieren. Die Bezugsfrist lief vom 29. November bis 13. Dezember 2018. Insgesamt wurden rund 6,6 Mio. neue Aktien zu einem Bezugspreis von 1,60 Euro platziert, was zu einem Bruttoemissionserlös von 10,5 Mio. Euro geführt hat. Der Emissionserlös ist für den weiteren Ausbau des Immobilienbestands vorgesehen.




Quelle: Unternehmenspräsentation

Das Grundkapital ist durch die Kapitalerhöhung nunmehr auf nahezu 16 Mio. Aktien angestiegen, wovon sich rund 32% im Free Float befinden. Das restliche Aktionariat besteht aus zwei Großaktionären, welche ca. 47% bzw. ca. 21% an der Gesellschaft halten und unserer Einschätzung zur Folge hinter den Plänen des Managements stehen und diesen auch in der Umsetzung unterstützend zur Seite stehen.

Mit einem LTV von 52,9% auf Ebene der Projektgesellschaften und einer Eigenkapitalquote von 44% auf Konzernebene ist die Finanzierungsstruktur als solide zu bewerten. Der Durchschnittszins für die Bankdarlehen zur Finanzierung auf Objektebene beläuft sich auf 2,34%, wobei eine zu einem Zins von 4,2% abgeschlossene Objektfinanzierung ohne Eigenkapitaleinsatz diesen Wert nach oben verzerrt. Auf Konzernebene errechnet sich durch Einbezug der Optionsanleihe ein Durchschnittszins von 5,65%.

| Finanzierungstruktur | |
|---|---|
| Optionsanleihe Coupon | 10 % |
| Laufzeit | 31.01.2022 |
| Volumen | EUR 20,0 Mio. (EUR 18 Mio. abgerufen) |
| Tilgung | 31.12.2018: EUR 5,0 Mio. Teilrückzahlung |
| | 31.01.2020: EUR 13,0 Mio. gepl. Rückzahlung |
| Optionsscheine/Bezugspreis | 624.000/2,50 EUR |
| | |
| Bankdarlehen | 5 mit Volumen EUR 1,9 - 10,0 Mio. |
| Zinssätze | 1,39 % - 4,2 % p. a. |
| Durchschnittszins | 2,34 % p. a. |
| Summe Bankdarlehen | EUR 21,7 Mio. |
| LTV | ca. 52,9 % |

Quelle: Unternehmenspräsentation

## Alte Beteiligungen aus der Nanostart-Zeit sollen weiter abgebaut werden

Die Coreo AG hält derzeit noch vier Beteiligungen aus der Zeit vor dem Strategiewechsel zum Immobilienunternehmen, von denen zwei vollständig abgeschrieben sind. Bei den beiden anderen handelt es sich zum einen um die Nanodimension LP und zum anderen um die Berliner MagForce AG, ein Medizintechnik-Unternehmen auf dem Gebiet der Nanomedizin, das seit 2007 an der Börse notiert ist und dessen Aktie im Scale-Segment gelistet ist.

| in TEUR | 2018 | 2017 | Sitz der Gesellschaft |
|---|---|---|---|
| Nanosys Inc. | 0 | 0 | Milpitas, USA |
| NanoDimension LP | 385 | 500 | Kaimaninseln |
| MagForce AG | 7.705 | 11.516 | Berlin, Deutschland |
| Sonstige Wertpapiere | 30 | 0 | |
| **Gesamt** | **8.120** | **12.016** | |

Quelle: Geschäftsbericht 2018

Bei der Nanodimension handelt es sich um eine Beteiligung an einem Fonds, der sich seit Ende letzten Jahres in der planmäßigen Liquidation befindet. Nach einer zum Jahresende 2018 aus kaufmännischer Vorsicht vorgenommenen Wertberichtigung steht diese noch mit 385 Tsd. Euro im Buch.

Die wertmäßig weitaus größere Beteiligung stellen die Aktien der börsennotierten MagForce AG dar. Diese wurden erworben, als die Gesellschaft noch als Nanotechnologieunternehmen ´Nanostart AG firmierte. Hierbei handelt es sich um ein Medizintechnikunternehmen mit einer Nanotech-Krebstherapie, welche sich derzeit im Zulassungsstatus befindet. Die eigentlich für 2019 erwartete US-Zulassung musste inzwischen auf 2020 verschoben werden. Die Coreo dürfte seit September 2018 rund 500 Tausend ihrer gut 2 Mio. Aktien verkauft haben. Der aktuelle Beteiligungswert liegt bei rund 7,2 Mio. Euro, was 1,5 Mio. Aktien und einer Beteiligung von 5,5% entspricht. In 2018 musste eine Wertreduzierung in Höhe von nahezu 1,6 Mio. Euro auf den beizulegenden Zeitwert getätigt werden. In Abhängigkeit von der Liquidität in der Aktien sollte der Beteiligungsabbau kontinuierlich weitergeführt werden, so dass die Position spätestens mittelfristig aus den Büchern verschwunden ist.
Es bleibt daher abzuwarten, in welchem Rahmen und zu welchem Wert die Beteiligung an der MagForce über die kommenden Quartale abgebaut werden kann. Wir würden uns eine baldige Freisetzung des gebundenen Kapitals wünschen, sodass dieses für weitere Immobilienankäufe zur Verfügung steht. Gleichzeitig würde sich die Wahrnehmung der Coreo AG am Kapitalmarkt ändern. Wir gehen davon aus, dass der aktuelle Bewertungsabschlag nach erfolgtem Verkauf der MagForce Beteiligung entfallen und die Aktie als Pure Play Immobilienunternehmen bewertet wird. Jedoch sollten Aktienverkäufe aus unserer Sicht nicht zu jedem Preis erfolgen. Denn in Folge der kürzlich durchgeführten Kapitalerhöhung und der bestehenden Finanzierungslinien ist der Fortbestand der MagForce vorerst gesichert. Außerdem sollte die erwartete Zulassung der Therapie in den USA den Kurs nach unten absichern. Der derzeitige Aktienkurs liegt bei unter 5 Euro, während Analysten Kursziele zwischen 10,10 Euro und 15,60 Euro ausgeben.

## Vorstand mit langer Erfahrung im Immobiliengewerbe

Die Gesellschaft wird derzeit von einem Alleinvorstand geführt und vertreten. Herr Marin N. Marinov begann seine Karriere nach Abschluss seines Ingenieurstudiums im Finanzbereich bei der Deutschen Bank und bei Andersen Consulting. Bevor Herr Marinov seine Tätigkeit als Vorstand bei Coreo im Mai 2016 aufnahm, hatte er bereits mehrere Führungspositionen bei bekannten Immobilienunternehmen wie CA Immo, JLL, Hudson Advisors und DTZ inne. Er verfügt damit über mehr als 20 Jahre Erfahrung in der Immobilienbranche. In dieser Zeit war er für ein Transaktionsvolumen von mehreren Milliarden Euro verantwortlich. Sein Wissen und seine Erfahrungen erstrecken sich über die vollständige Wertschöpfungskette.

Wir sind davon überzeugt, dass mit Herrn Marinov die nötige Expertise und Fähigkeiten im Unternehmen vorhanden sind, um die Pläne der Gesellschaft zielführend umzusetzen und das Portfolio lukrativ auszubauen. Aufgrund seiner Kenntnisse im

Immobilien- und Finanzbereich gehen wir davon aus, dass er das Unternehmen in seiner jetzigen Größe auch als Alleinvorstand Vorstand sehr gut führen kann. Weiterhin sind wir davon überzeugt, dass er auch das nötige Netzwerk mitbringt, um weiterhin an attraktive Deals zu kommen.

## Positiver Ausblick auf die kommenden Jahre

Das noch junge und vergleichsweise kleine Unternehmen strebt in den kommenden Jahren eine Verzehnfachung seines Immobilienportfolios an. Unser Ausblick teilt sich in einen kurzfristigen Ausblick für das laufende Geschäftsjahr und unsere mittelfristigen Erwartungen für die kommenden vier bis fünf Jahre.

Das Unternehmen selbst hat für dieses Jahr einige Punkte und Ziele veröffentlicht, welche zum Teil bereits abgearbeitet respektive erreicht worden sind. Dazu zählt zum Beispiel die Verlängerung des Mietvertrags mit dem Metro Konzern über das Objekt in Bruchsal. Dieser wurde wie bereits beschrieben für fünf Jahre bis März 2025 verlängert.
Ein weiteres Ziel besteht in der Umsetzung der Strategie für das Hydra-Portfolio. Im bisherigen Jahresverlauf konnte neben dem Verkauf der Immobilie in Werdohl, der Abschluss eines langfristigen Mietvertrags für das Objekt in Kiel sowie die Vermietung der Gewerbefläche im Erdgeschoss der Frankfurter Immobilie realisiert werden. Hier gilt es für das restliche Jahr noch die beiden letzten Objekte des Sell-Teilportfolios in Viersen und Bielefeld zu veräußern. Zudem erwarten wir für das Hold-Teilportfolio weitere Erfolge bei der Vermietung der Objekte in Darmstadt, Gießen, Hanau und Wetzlar sowie Fortschritte bei den nötigen Baumaßnahmen, sprich die Objekte umgesetzt und die Baumaßnahmen für die Wohnungen eingeleitet.

Quelle: Unternehmenspräsentation

Wie bereits zuvor beschrieben, wurden im Juli rund 25% der Einheiten des Göttinger Portfolios an einen institutionellen Investor veräußert. Zusätzlich wurden seit 2018 in den verschiedenen Gebäuden am Standort Göttingen einzelne Eigentumswohnungen sowohl zu- als auch abverkauft. Insgesamt ist Coreo der geplanten Portfolioarrondierung schon einen großen Schritt näher gekommen. Parallel sind die vorbereitenden Arbeiten für die projektierten Baumaßnahmen erfolgreich vorangetrieben worden.
Für das restliche Geschäftsjahr erwarten wir weitere Erfolge bei der Umsetzung der strategischen Planung. Das Ziel, die geplanten Arrondierungs- und Baumaßnahmen bis Ende 2021 zum Abschluss gebracht zu halten, erachten wir als erreichbar.

Der Verkauf von rund 50% der Grundstücksflächen in Mannheim liegt etwas hinter dem Plan zurück. Der ursprünglich für das erste Halbjahr in Aussicht gestellte Verkauf konnte bisher nicht realisiert werden. Der Vorstand hält jedoch unverändert an seinem Verkaufsziel fest und erwartet den Kaufvertragsabschluss noch in 2019. Wir sehen in der Verschiebung kein Problem auf der Nachfrageseite, da es sich unserer Meinung nach dabei wohl nur um eine Frage des Timings und damit des „wann“ und nicht des „ob“ handelt.

Angesichts des fortgeschrittenen Jahresverlaufs halten wir das Ziel, den Immobilienbestand in 2019 auf 80 Mio. Euro in etwa zu verdoppeln, für inzwischen ambitioniert. Da das Unternehmen bisher noch keinen Zukauf im laufenden Jahr vermelden konnte, stellen wir dieses Ziel infrage. Wir sind jedoch davon überzeugt, dass auch eine später als geplante Verdopplung des Immobilienbestands das mittelfristige Wachstum des Unternehmens nicht grundsätzlich in Frage stellt, sondern vielmehr in den Folgequartalen gutgemacht werden kann. Dabei teilen wir die Ansicht des Unternehmens, die Qualität der Zukäufe über das strikte Einhalten der quantitativen Wachstumsziele zu stellen.
Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen im laufenden Jahr zumindest noch eine Akquisition verkünden kann, jedoch wahrscheinlich hinter der angedachten Verdopplung zurückbleiben wird.
Das Ziel eines unterproportionalen Anstiegs der laufenden Kosten sehen wir nichtsdestotrotz als realistisch an, da die Gesellschaft ihre Strukturen im Vorgriff auf die geplanten Bestandserhöhungen nicht entsprechend angepasst hat. Zudem sollte es bei den sonstigen betrieblichen Kosten sogar zu einem Rückgang in absoluten Größen kommen. Grund hierfür sind die hohen Einmalkosten im Zusammenhang mit den beiden in 2018 durchgeführten Finanzierungsmaßnahmen. Weiterhin sollte die per Ende Januar erfolgte Teilrückzahlung der Optionsanleihe im Volumen von 5 Mio. Euro zu einer Entlastung beim Zinsaufwand in Höhe von rund 450 Tausend Euro führen.

Der für 2019 beabsichtigte weitere Abbau der Beteiligung an der MagForce AG dürfte bei unverändertem Aktienkurs hinter der Geschwindigkeit des Vorjahres zurückbleiben. Wie weiter oben beschrieben, handelt die Aktie der MagForce derzeit auf einem sehr geringen Niveau, was eine Veräußerung derzeit wenig lukrativ erscheinen lässt. Dies gilt umso mehr, als das Unternehmen aktuell ausreichend liquide Mittel und Finanzierungsreserven vorhält, um das angestrebte Wachstum finanzieren zu können. Eine Entscheidung, den Abbau der Beteiligung zu Gunsten einer etwas längeren Haltedauer etwas zu verlangsamen, würden wir deshalb durchaus nachvollziehen.

Hinsichtlich der geplanten Neustrukturierung der Verbindlichkeiten sehen wir das Unternehmen auf einem guten Weg. Im Einzelnen gehen wir davon aus, dass Coreo die Möglichkeit zur vollständigen vorfälligen Rückzahlung der mit 10% verzinsten Optionsanleihe zum 31. Januar 2020 nutzt, da sich das Unternehmen dank der bisherigen Entwicklung zwischenzeitlich deutlich günstiger refinanzieren können sollte. Entsprechend erwarten wir, dass das Unternehmen bereits im laufenden Geschäftsjahr die nötigen Vorbereitungen trifft.

Alles in allem bewerten wir die bisherigen Fortschritte sowie den Ausblick für das restliche Geschäftsjahr als positiv. Das Unternehmen hat in den zurückliegenden Quartalen bereits wiederholt bewiesen, dass es die aufgezeigte Strategie umzusetzen weiß und gesetzte Ziele erreicht.

Langfristig plant das Unternehmen in den nächsten vier bis fünf Jahren das Portfolio auf einen Wert von 400 - 500 Mio. Euro auszubauen. Dieses Ziel erachten wir als realistisch. Dabei gehen wir davon aus, dass weitere Ankäufe hierzu den größten Beitrag leisten werden. Der verbleibende Teil setzt sich aus dem für den manage to core Ansatz benötigen Capex sowie den zu erwartenden Wertsteigerungen zusammen.

Auf Basis der bisherigen Transaktionen und Planungen haben wir ein notwendiges jährliches Ankaufsvolumen von rund 55 Mio. errechnet, um das Ziel, innerhalb von 5 Jahren einen Bestand im Wert von 400 Mio. bis 500 Mio. Euro aufzubauen, erreichen zu können.

## Unser DCF ergibt einen Fair Value von über 3,00 Euro

Für die Bewertung des Unternehmens verwenden wir ein DCF-Model (Discounted Cash Flows). Hierfür prognostizieren wir die Free Cash Flows ausgehend vom EBIT für die kommenden Jahre bis 2026 und wenden anschließend das Gordon-Growth-Model an für den Terminal Value. Die Free Cash Flows der einzelnen Jahre werden mit den Kapitalkosten des Unternehmens (WACC) zum jeweiligen Barwert diskontiert. Für die Jahre 2019 bis 2021 haben wir unsere detaillierten Erwartungen aus der Gewinnrechnung übernommen. Für die Folgejahre 2022 und 2023 gehen wir von einem EBIT-Wachstum aus, welches mit unserer Erwartung des Portfoliowachstums einhergeht. Von 2024 bis 2026, nachdem das Unternehmen nach unseren Schätzungen seine Zielportfoliogröße von 400 Mio. Euro bis 500 Mio. Euro erreicht hat, gehen wir von einem konservativen EBIT-Wachstum aus. Für den Terminal Value gehen wir anschließend von einem 1.5% Wachstum aus, welches mehr oder weniger lediglich unseren Inflationserwartungen entspricht. Die jeweiligen EBIT-Ergebnisse werden anschließend um das non-cash Bewertungsergebnis bereinigt, sowie um den Steuervorteil auf Zinsen. Einen besonders großen Anteil an den Cash Flows spielten die weiteren Belastungen, welche vor allem aus Capex bestehen. In den besagten Jahren des Portfolioaufbaus gehen wir aufgrund der Value-Add-Strategie des Unternehmens von deutlichen Investitionen in die Bestandsobjekte aus. Im Jahr 2024, in welchem das Portfolio unserer Meinung nach auf den Zielwert von 400 Mio. bis 500 Mio. Euro angewachsen sein sollte, rechnen wir mit einem Rückgang der Capex-Investitionen. Auf Grund dessen sind die Cash Flows der Jahre 2019 bis 2023 negativ und werden ab 2024 positiv und zunehmend höher.

Bei der Bewertung gehen wir von einer langfristigen Eigenkapitalquote von 40% aus. Dies scheint uns für einen Bestandsentwickler wie Coreo mit dem Ziel eines langfristigen Bestandsaufbaus am realistischsten. Für die Berechnung der Kapitalkosten greifen wir auf das CAPM zurück, welches uns zu dem Eigenkapitalkostenteil für unsere Diskontierungsrate, den Weighted Average Cost of Capital (WACC) bringt. Für Coreo sehen wir hierbei ein Beta von 1,6 angemessen und als repräsentativ für die Unternehmensrisiken. Den risikofreien Zins setzen wir bei 0,5% an und sehen die Marktrisikoprämie derzeit bei 6,0%. Hieraus ergeben sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 10,1% für Coreo, was mit einem Fremdkapitalkostensatz von 4,8%, welcher unserer Meinung nach für kommende Finanzierungen bzw. Refinanzierungen auf Konzernebene erziel bar scheint, zu einem WACC von insgesamt rund 6,1% führt.

Der Barwert aller Cash Flows aus der detaillierten Periode von 2019 bis 2026 beläuft sich auf Grund der hohen Investitionen auf -49,5 Mio. Euro. Der Barwert des Terminal Values beträgt knapp 121 Mio. Euro und bestimmt somit den Wert der Aktie maßgeblich. Nach Abzug der Nettoverschuldung des Unternehmens von 21,3 Mio. Euro ergibt sich in unserem Model ein Wert für das Eigenkapital von 50,1 Mio. Euro. Bei einer Aktienanzahl von nahezu 16 Millionen liegt der faire Wert je Aktie somit bei

3,14 Euro. Beim derzeitigen Aktienkurs von 1,54 Euro je Aktie ergibt sich somit ein Kurspotenzial von etwas über 100%.

**DCF-Bewertungsmodell Coreo AG**
**(WACC Method)**

**Annahmen:**

| | | | |
|---|---|---|---|
| EK-Quote langfristig | 40% | Beta-Faktor | 1,6 |
| Eigenkapitalkosten | 10,1% | Risikoloser Zins | 0,5% |
| Fremdkapitalkosten | 4,8% | Marktprämie | 6,0% |
| Weighted Average Cost of Capital (WACC) | 6,14% | | |
| Jahre bis zur ersten Auszahlung | 0,4 | | |
| Langfristiges Wachstum des Terminal Value | 1,5% | | |

| '000 Euro | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | Terminal Value |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **EBIT** | **7.508** | **12.907** | **18.939** | **21.747** | **21.246** | **15.053** | **14.818** | **13.983** | |
| Bewertungsergebnis | **-4.602** | **-8.247** | **-12.478** | **-13.473** | **-11.415** | **-4.927** | **-4.186** | **-2.047** | |
| Steueranpassung | **-785** | **-1.258** | **-1.744** | **-2.234** | **-2.654** | **-2.734** | **-2.871** | **-3.223** | |
| **sonstige Anpassungen** (insbesondere Capex) | **-7.588** | **-18.600** | **-20.220** | **-19.652** | **-18.552** | **-7.254** | **-6.551** | **-5.144** | |
| **Free Cash-Flows** | **-5.467** | **-15.198** | **-15.503** | **-13.612** | **-11.375** | **138** | **1.211** | **3.569** | |
| **Barwert der Free Cash-Flows** | **-5.344** | **-13.998** | **-13.453** | **-11.128** | **-8.761** | **100** | **828** | **2.299** | **120.887** |

| | |
|---|---|
| Barwert der Detailprognoseperiode | -49.458 |
| Barwert des Terminal Value | 120.887 |
| **Summe der Free Cash-Flows** | **71.429** |
| -Nettoverschuldung | -21.283 |
| **Fair Value des Eigenkapitals** | **50.146** |
| Aktienanzahl ('000) | 15.946 |
| **Fair Value des Eigenkapitals je Aktie** | **€ 3,14** |
| **Aktueller Aktienkurs:** | **€ 1,54** |
| **Auf-/Abwärtspotenzial** | **104,2%** |

Die Szenario-Analyse spiegelt die Tatsache, dass der Wert des Eigenkapitals aufgrund des anfänglichen starken Wachstums des Portfolios und den einhergehenden Capex-Investitionen, ausschließlich aus dem Terminal Value stammt. In der Szenario-Analyse bewegt sich der realistische Wert je Aktie somit am ehesten in einem Bereich von rund 2,00 Euro bis 5,00 Euro.

| Wachstumsrate des TV \ WACC | 5,1% | 5,6% | 6,1% | 6,6% | 7,1% |
|---|---|---|---|---|---|
| **1,00%** | 4,61 | 3,38 | 2,41 | 1,62 | 0,97 |
| **1,25%** | 5,20 | 3,83 | 2,76 | 1,90 | 1,20 |
| **1,50%** | 5,86 | 4,33 | 3,14 | 2,21 | 1,45 |
| **1,75%** | 6,62 | 4,89 | 3,58 | 2,54 | 1,72 |
| **2,00%** | 7,51 | 5,54 | 4,06 | 2,92 | 2,01 |

Der faire Wert aus unserem DCF-Model von über 3,10 Euro je Aktie wird auch von unseren Erwartungen bezüglich der Entwicklung des NAVs des Unternehmens unterstützt. Für die Zukunft sehen wir eine klare Steigerung, von 1,93 Euro je Aktie am Jahresende 2018 auf rund 2,30 Euro bis 2,40 Euro am Jahresende 2019. Für das Jahr 2020 gehen wir von einer weiteren deutlichen Steigerung aus und erwarten zum Jahresende 2020 bereits einen Wert von über 3,00 Euro je Aktie.

**Unser Kursziel von 3,00 Euro wird somit nicht nur durch das konservative DCF-Modell sowie durch die Sensitivitätsanalyse gestützt, in der wir Eigenkapitalquote sowie Fremdkapitalkosten vorsichtig angesetzt haben, sondern auch durch unsere Einschätzung zur Entwicklung des Substanzwerts, der in rund anderthalb Jahren nach unserer Einschätzung schon im Bereich unseres Kursziels liegen sollte. Daher starten wir die Coverage für die Coreo Aktie mit einer Kaufempfehlung und dem Rating Buy.**

| **Coreo AG**<br>*31/12 IFRS ('000)* | **2017** | **2018** | **2019e** | **2020e** | **2021e** | **CAGR '18 - '21e** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Erlöse aus der Vermietung | 482 | 2.164 | 2.905 | 6.889 | 9.798 | 65,4% |
| Ergebnis aus der Veräußerung von Immobilien | 0 | 2.503 | 2.827 | 849 | 1.340 | -18,8% |
| ⌞ Erlöße aus der Veräußerung von Immobilien | 0 | 6.730 | 6.403 | 9.147 | 8.763 | |
| ⌞ Buchwert der veräußerten Immobilien | **0** | -4.228 | -3.576 | -8.298 | -7.423 | |
| Ergebnis aus der Bewertung von Investment Properties | 0 | 2.643 | 4.602 | 8.247 | 12.478 | 67,8% |
| Andere Erlöse | 4 | 365 | 517 | 798 | 681 | |
| Sonstige betriebliche Erträge | 4.105 | 1.429 | 1.136 | 2.598 | 2.149 | |
| Materialaufwand | -113 | -1.096 | -2.158 | -3.253 | -3.786 | |
| Personalaufwand | -370 | -747 | -1.025 | -1.589 | -1.714 | |
| Abschreibungen und Wertminderungen | -10 | -18 | -27 | -35 | -43 | |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -863 | -2.348 | -1.269 | -1.597 | -1.964 | |
| **Operatives Ergebnis (EBIT)** | **3.235** | **4.895** | **7.508** | **12.907** | **18.939** | **57,0%** |
| Finanzerträge | 0 | 137 | 324 | 308 | 419 | |
| Finanzaufwendungen | -132 | -2.527 | -2.248 | -2.789 | -3.958 | |
| **Vorsteuerergebnis (EBT)** | **3.103** | **2.505** | **5.584** | **10.426** | **15.400** | **83,2%** |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag | -19 | -845 | -1.508 | -2.815 | -4.158 | |
| **Nettoergebnis** | **3.084** | **1.660** | **4.076** | **7.611** | **11.242** | **89,2%** |
| davon Minderheiten | 0 | 35 | 65 | 73 | 76 | |
| **Nettoergebnis nach Minderheiten** | **3.084** | **1.625** | **4.011** | **7.538** | **11.166** | **90,1%** |
| | | | | | | |
| Aktienanzahl | 9.360 | 15.946 | 15.946 | 15.946 | 15.946 | |
| **Ergebnis je Aktie** | **0,33** | **0,10** | **0,25** | **0,47** | **0,70** | |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| **Portfoliogröße** | **10.303** | **40.969** | **63.587** | **151.747** | **227.698** | **77,1%** |
| **NAV je Aktie** | **n.v.** | **1,93** | **2,36** | **3,07** | **3,78** | |

**SRC Research**

**- Der Spezialist für Finanz- und Immobilienaktien -**

SRC-Scharff Research und Consulting GmbH

Klingerstrasse 23

D-60313 Frankfurt

Germany

Fon: +49 (0)69 – 400 313-80

Mail: scharff@src-research.de

Internet: www.src-research.de

**Rating Chronik:**

Da es sich bei dieser Studie um eine Ersteinstufung handelt, ist keine Rating Chronik verfügbar.

**Wichtige Hinweise:**

Der in dieser Studie genannte Kurs der Coreo AG entspricht dem Schlusskurs am 9. August 2019. Die Coreo AG hat SRC Research mit der Research-Betreuung des Unternehmens beauftragt.

**Disclaimer** © 2019 Herausgeber: SRC-Scharff Research und Consulting GmbH (Kurzname: SRC Research), Klingerstr. 23, D-60313 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.
Obwohl die in dieser Veröffentlichung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH enthaltenen Informationen aus sorgfältig ausgesuchten Quellen stammen, die wir für zuverlässig und vertrauenswürdig halten, können wir nicht für die Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen garantieren. Jede in dieser Veröffentlichung geäußerte Meinung gibt das gegenwärtige Werturteil des Autors wieder und entspricht nicht notwendigerweise der Meinung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH und/oder eines Stellvertreters oder Mitarbeiters. Die in dem Bericht wiedergegebenen Meinungen und Einschätzungen können ohne Ankündigung geändert werden. In dem vom Gesetz erlaubten Umfang übernehmen weder der Autor noch die SRC-Scharff Research und Consulting GmbH irgendeine Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts. Der Bericht dient nur zu Informationszwecken und stellt kein Angebot oder eine Aufforderung, einen Rat oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf der genannten Wertpapiere dar und ist auch nicht als solches auszulegen. Privatkunden sollten sich beraten lassen und sich darüber bewusst sein, dass die Preise und Erträge von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und dass in Bezug auf die zukünftige Entwicklung der genannten Wertpapiere keine Zusicherungen oder Garantien gegeben werden können. Der Autor und die SRC-Scharff Research und Consulting GmbH und/oder Stellvertreter oder Mitarbeiter verpflichten sich auf freiwilliger Basis, keine Long- oder Short-Positionen der in diesem Bericht genannten Wertpapieren zu halten und auch keine Optionen oder andere optionsähnliche Instrumente (derivative Instrumente) zu halten, die als Basis die in dieser Studie besprochenen Aktien zum Gegenstand haben.
Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Berichts und seines Inhalts im Ganzen oder in Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Geschäftsführung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH gestattet. Mit der Annahme dieses Dokuments erklären Sie sich damit einverstanden, an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein und unsere Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB), die jederzeit im Internet auf unserer Homepage www.src-research.de abrufbar sind, gelesen, verstanden und akzeptiert zu haben.