

19. Januar 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1

Europe
Industrials
(2018)



Platz 2

German
Software & IT
(2018)



Platz 1

German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Accentro Real Estate AG

Refinanzierung der Anleihe gesichert

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 2,44 € | Kursziel: 5,20 € (zuvor: 9,70 €)

Analyst: Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Berlin
Branche:	Wohnimmobilien
Mitarbeiter:	ca. 90
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0KFKB3
Ticker:	A4Y:GR
Kurs:	2,44 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	32,4 Mio. Stück
Market-Cap:	79,1 Mio. Euro
Enterprise Value:	533,4 Mio. Euro
Freefloat:	12,1 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	6,50 / 1,99 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	11,4 Tsd. Euro / Tag

Kurz vor Weihnachten hat Accentro den Durchbruch bei der Refinanzierung der im Februar 2023 fälligen Anleihe im Volumen von 250 Mio. Euro gemeldet. Im Rahmen einer Vereinbarung mit einer Gruppe von Anleihegläubigern, der inzwischen eine große Mehrheit aller Anleihegläubiger zugestimmt hat, wurde Accentro eine dreijährige Laufzeitverlängerung gewährt. Im Gegenzug wurde der Kupon der Anleihe um 2 Prozentpunkte (auf 5,625 Prozent) erhöht und ein attraktives Sicherheitenpaket geschnürt. Darüber hinaus hat sich Accentro zu einem ehrgeizigen Tilgungsplan verpflichtet, in dessen Rahmen bis 2025 bereits 150 Mio. Euro zurückgezahlt werden sollen. Parallel dazu wurde eine vergleichbare Vereinbarung mit dem einzigen Halter der Anleihe 2021/2026 getroffen, deren Laufzeit nun bis 2029 verlängert und deren Zinssatz auf 6,125 Prozent erhöht wurden. Mit diesen Vereinbarungen hat Accentro die größte Herausforderung, die sich für das Unternehmen aus der dramatischen Verschlechterung der Rahmenbedingungen bisher ergeben hat, zunächst erfolgreich bewältigt. Zur Umsetzung der Vereinbarung wird Accentro nun aber einen Teil des vergangenen Expansionskurses durch umfangreiche Verkäufe wieder revidieren müssen, worauf der operative Fokus der nächsten Jahre liegen wird.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	125,2	192,7	167,9	116,0	134,0	154,6
EBIT (Mio. Euro)*	34,7	45,2	8,1	2,1	9,4	11,7
Jahresüberschuss*	16,6	11,8	-10,2	-26,5	-5,7	0,7
EpS*	0,51	0,37	-0,32	-0,82	-0,18	0,02
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-12,6%	54,0%	-12,9%	-30,9%	15,5%	15,4%
Gewinnwachstum	-37,4%	-28,5%	-	-	-	-
KUV	0,63	0,41	0,47	0,68	0,59	0,51
KGV	4,8	6,7	-	-	-	120,3
EV / EBIT	15,4	11,8	66,2	253,1	56,6	45,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

* bis inkl. 2021 mit Bewertungsergebnis, danach ohne

Refinanzierungsplan vereinbart

Mitte Dezember hat Accentro mitgeteilt, mit einer Gruppe von Anleihegläubigern der im Februar 2023 fälligen Anleihe 2020/2023, die zusammen 56 Prozent der Halter dieser Anleihe darstellen, eine Vereinbarung über die Verlängerung der Laufzeit um drei Jahre erzielt zu haben. Inzwischen konnte das Unternehmen auch die Zustimmung eines Großteils der übrigen Halter der Anleihe melden, so dass die Vereinbarung wie geplant umgesetzt werden kann. Zeitgleich soll auch die 2026 fällige 100-Mio.-Euro-Anleihe, die sich komplett in den Händen eines einzigen Gläubigers befindet, mit dem eine im Wesentlichen inhaltsgleiche Vereinbarung abgeschlossen wurde, ebenfalls um drei Jahre verlängert werden.

Höherer Zins und Tilgungsplan

Als Gegenleistung für die Laufzeitverlängerung sieht der Plan insbesondere die Erhöhung des Zinssatzes um zwei Prozentpunkte auf dann 5,625 Prozent vor (bzw. auf 6,125 Prozent für die zweite Anleihe). Darüber hinaus verpflichtet sich Accentro zu einem ehrgeizigen Tilgungsplan, in dessen Rahmen das ausstehende Volumen der Anleihe von derzeit 250 Mio. Euro auf 185 Mio. Euro Ende 2023, 120 Mio. Euro Ende 2024 und 100 Mio. Euro Ende Februar 2025 reduziert werden soll. Hierzu soll das Immobilienportfolio von derzeit rund 625 Mio. Euro auf rund 340 Mio. Euro Ende 2026 verkleinert werden. Ein Schwerpunkt soll dabei auf dem Bestandsportfolio liegen, das bis 2026 um fast zwei Drittel auf 140 Mio. Euro reduziert werden soll. Für das aktuelle Vorratsvermögen sieht die Vereinbarung zwar auch einen raschen Abverkauf bis 2025 vor, gleichzeitig sollen hier aber wieder neue Engagements eingegangen werden. Allerdings unterliegen auch hier die möglichen Ankäufe dem Vorbehalt der Einhaltung des Tilgungs- und Entschuldungsplans und sind für die nächsten drei Jahre auf 30, 50 und 60 Mio. Euro beschränkt. Neben den höheren Zinsen und der zugesagten planmäßigen Tilgung und Entschuldung besteht eine weitere Kompensation der Anleihegläubiger in einem verbesserten Besicherungskonzept. Insgesamt sieht Accentro darin ein attraktives Angebot an die Halter der Anleihe.

Sinkende Mieteinnahmen

Die geplante Reduktion des Immobilienvermögens zeigt sich auch in der Prognose der Mieterlöse, für die der neue Businessplan für den Zeitraum 2023 bis 2026 einen Rückgang von 18 auf 11 Mio. Euro vorsieht. Die Einnahmen aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien sollen hingegen schon dieses Jahr mit 94 Mio. Euro ihren Tiefpunkt erreichen und sich anschließend auf 116 Mio. Euro erholen. Wachstum erwartet das Unternehmen für das Dienstleistungsgeschäft, welches der Planung zufolge dieses Jahr rund 4 Mio. Euro zum Konzernumsatz beitragen und sich in den Folgejahren bis auf 6 Mio. Euro weiter erhöhen soll. Dabei betont Accentro, dass dies vor allem aus dem hohen Bestand an Vertriebsvereinbarungen und Verkaufsgarantien resultiert, die 2022 mit mehreren Projektentwicklern, teils durch Joint Ventures abgesichert, eingegangen wurden (die Gesamtsumme hat sich Ende 2022 auf 40 Mio. Euro belaufen), und größtenteils den ertragsneutralen Abverkauf unterstellter Restbestände abbildet. Die tatsächlichen Provisionen mit einer signifikanten Ertragswirkung wurden hingegen in der Planung auf dem niedrigen Niveau des Jahres 2022 angesetzt.

Vorsichtiges Szenario

Auch ansonsten betont Accentro den vorsichtigen Charakter der Planung, die vor allem die Tragfähigkeit der künftigen Zins- und Tilgungsverpflichtungen dokumentieren soll. Unter anderem sind darin Vermietungsfortschritte und Mietsteigerungen nach Unternehmensangaben nur in einem moderaten Umfang berücksichtigt worden, während die unterstellte Verkaufsmarge nach unseren Berechnungen zwischen 10,6 Prozent für 2023 und 16,4 Prozent im Jahr 2026 liegt. Zum Vergleich: in den ersten neun Monaten 2022 betrug sie 25,9 Prozent. Auch wenn darin sicherlich das veränderte Marktumfeld und mögliche Preiszugeständnisse im Vertrieb berücksichtigt sind, scheint der Abschlag dennoch großzügig gewählt.

Schwarze Zahlen erst wieder 2026

Für das um solche Effekte bereinigte EBIT erwartet Accentro für 2023 einen weiteren Rückgang auf 2

Mio. Euro (vor allem wegen des niedrigeren Verkaufsvolumens und der niedrigeren Marge), bevor ab 2024 die wieder etwas erhöhte Marge und die geplante Kostenreduktion einen Anstieg auf 10 bis 12 Mio. Euro ermöglichen sollen. Nach Abzug der Finanzierungskosten, die 2023 durch die Einmalaufwendungen im Zusammenhang mit der Refinanzierung und durch den höheren Zinssatz auf 29 Mio. Euro ansteigen und anschließend im Gleichschritt mit den geplanten Tilgungen auf 15 und 11 Mio. Euro absinken, sieht das Planungsszenario für 2023 und 2024 aber hohe Nettoverluste (-27 resp. -25 Mio. Euro) und erst für 2026 einen minimalen Überschuss vor.

Hohe Free-Cashflow-Überschüsse

Anders stellt sich aber die geplante Entwicklung des Free-Cashflow dar, der schon 2023 hohe Überschüsse zeigen soll. Diese gehen zu einem kleinen Teil auf die Nettoverkäufe aus dem Vorratsvermögen zurück, vor allem aber spiegelt sich darin der geplante Desinvestitionsprozess wider. 2023 betrifft dieser vor allem die ausgereichten Darlehen, das als Unternehmenszentrale genutzte Bürogebäude, für das eine Sale-and-lease-back-Transaktion geplant ist, und die Finanzanlagen, während 2024 der Verkauf eines Großteils des Bestandsportfolios für einen Mittelzufluss von 250 Mio. Euro sorgen soll.

Schätzungen umfassend überarbeitet

Das massive Entschuldungsprogramm, zu dem sich Accentro im Rahmen der Gläubigervereinbarung verpflichtet, bedeutet zumindest vorübergehend eine Abkehr von der bisher verfolgten Wachstumsstrategie. Insbesondere der in den letzten Jahren forcierte Aufbau eines großen Bestandsportfolios soll nun in den nächsten Jahren revidiert und das Kerngeschäft mit der Vermarktung von Wohnimmobilien wieder in den Fokus gestellt werden. Hieraus ergibt sich auch für unser Schätzmodell, welchem bisher die Annahme eines kontinuierlichen Wachstums des Immobilienvermögens zugrunde gelegen hatte, nun größerer Änderungsbedarf. Darüber hinaus sind die Zahlen des dritten Quartals teilweise deutlich unter unseren Erwartungen ausgefallen. Dasselbe gilt für die Ende November reduzierte Umsatz- und Ergebnisprognose für 2022 (Umsatz von 160 bis 170 Mio. Euro statt 200

bis 220 Mio. Euro und EBIT zwischen 8 und 10 Mio. Euro statt zuvor 45 bis 50 Mio. Euro). Insgesamt haben diese Aspekte eine umfassende Überarbeitung unserer Schätzungen erforderlich gemacht.

Mehrjähriger Desinvestitionsprozess

Kern der Anpassung ist die Annahme eines mehrjährigen Desinvestitions- und Entschuldungsprozesses, bei dessen Modellierung wir uns an den von Accentro veröffentlichten Eckdaten für die Entwicklung bis 2026 orientiert haben. Das bedeutet, dass sowohl das Immobilienvermögen als auch die damit erzielbaren Erlöse und Erträge deutlich unter dem bisher unterstellten Niveau liegen. Für das Vorratsvermögen rechnen wir, ausgehend von einem Rückgang auf 241 Mio. Euro im letzten Geschäftsjahr, nun mit einer weiteren Reduktion auf rund 180 Mio. Euro Ende 2024 und anschließend mit einem schrittweisen Wiederanstieg auf ca. 235 Mio. Euro zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums in acht Jahren. Für das Bestandsportfolio erwarten wir bis zur Mitte des Prognosezeitraums einen kräftigen Rückgang auf 138 Mio. Euro und anschließend ein sehr moderates Wachstum auf rund 150 Mio. Euro Ende 2030.

Umsatzstief im laufenden Jahr

Vor dem Hintergrund des schwierigen Marktumfelds, das sich im dritten Quartal (und der Unternehmensprognose für das Gesamtjahr 2022 zufolge auch im vierten Quartal) in einem drastischen Absinken des beurkundeten Verkaufsvolumens bemerkbar gemacht hat, gehen wir davon aus, dass die Verkaufsaktivitäten auch im laufenden Jahr noch verhalten bleiben werden. Bezüglich des diesjährigen Umsatzes aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien kalkulieren wir, im Einklang mit dem Accentro-Management, mit 94 Mio. Euro, wofür Accentro nach eigener Aussage bereits auf ein gewisses Polster an bereits abgeschlossenen Verträgen zurückgreifen kann, die im laufenden Jahr wegen des Lasten-Nutzen-Übergangs bzw. wegen des Baufortschritts umsatzwirksam werden. Gleichwohl impliziert auch dieser Zielwert eine spürbare Markterholung von der aktuellen Schockstarre spätestens zur Jahresmitte. Zusammen mit den Mieteinnahmen und den Dienstleistungserlösen ergibt sich daraus für 2023 eine Umsatzschätzung von 116 Mio.

Euro. Dieses Niveau markiert gleichzeitig den Tiefpunkt innerhalb des detaillierten Prognosezeitraums, anschließend rechnen wir mit einem trendmäßigen Anstieg der Erlöse auf fast 165 Mio. Euro bis 2030 und damit in etwa auf das Niveau aus 2022.

Vorsichtige Margenannahmen

Auch die Margen, die wir unterstellen, markieren im laufenden Jahr ihren Tiefpunkt. Bezüglich der Verkaufserlöse ergibt sich dies daraus, dass die Erreichung der Verkaufsziele diesmal signifikante Preiszugeständnisse erfordern könnte. Aber auch die Profitabilität der Vermietung, die sich 2022 aufgrund des hohen Leerstands und der umfassenden Instandsetzungsmaßnahmen klar verschlechtert hatte, dürfte sich nur schrittweise verbessern. Für die Zukunft unterstellen wir aber, dass dies gelingt, und rechnen außerdem auch mit einer sukzessiven Normalisierung der Verkaufsmarge, wobei wir selbst am Ende des detaillierten Prognosezeitraums mit 21 Prozent einen Wert unter dem Durchschnitt der letzten Jahre ansetzen.

Verlustphase bis 2024

Aus den Umsatz- und Margenannahmen ergibt sich für das laufende und das kommende Jahr eine EBIT-

Erwartung von 2,1 bzw. 9,4 Mio. Euro. Nach Berücksichtigung der Finanzierungsaufwendungen rechnen wir für 2023 und 2024 mit hohen Verlusten von -26,5 resp. -5,7 Mio. Euro. Erst für 2025 ergibt sich in unserem Modell wieder ein minimaler Überschuss von 0,7 Mio. Euro. Anschließend kalkulieren wir mit stetig steigenden Ergebnissen, die Ziel-EBIT-Marge für das Jahr 2030 liegt bei 17,5 Prozent. Den aus unseren Annahmen resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre fasst die Tabelle unten auf dieser Seite zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen.

Diskontierungssatz erhöht

Eine weitere weitreichende Anpassung betrifft den Diskontierungszins. Und zwar haben wir zur Berücksichtigung des deutlichen Anstiegs der Marktzinsen den unterstellten sicheren Zins, für dessen Bestimmung wir uns an der deutschen Umlaufrendite orientieren, von 1,5 auf 2,5 Prozent angehoben. Dadurch haben sich bei unveränderten Werten für die Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und den Beta-Faktor (1,1) die Eigenkapitalkosten auf 8,9 Prozent erhöht. In Verbindung mit einem ebenfalls gestiegenen FK-Zins (von 4,5 auf 5,0 Prozent), einem FK-Anteil von 65

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	116,0	134,0	154,6	132,3	138,8	148,8	156,2	164,0
Umsatzwachstum		15,5%	15,4%	-14,4%	5,0%	7,2%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	1,8%	7,0%	7,5%	11,1%	12,9%	14,6%	16,3%	17,5%
EBIT	2,1	9,4	11,7	14,7	17,9	21,8	25,4	28,7
Steuersatz	0,0%	0,0%	0,0%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	4,1	4,9	6,0	7,0	7,9
NOPAT	2,1	9,4	11,7	10,7	13,0	15,8	18,4	20,8
+ Abschreibungen & Amortisation	2,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	4,1	10,2	12,4	11,4	13,6	16,5	19,1	21,4
- Zunahme Net Working Capital	47,4	-61,7	-1,9	-12,4	-4,3	-4,7	-5,0	-5,3
- Investitionen AV	62,7	249,5	-1,5	-2,5	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2
Free Cashflow	114,2	198,0	9,0	-3,5	5,4	7,8	10,0	11,9

SMC Schätzmodell

Prozent und einem unveränderten Steuersatz für das Tax-Shield von 27,5 Prozent resultieren daraus durchschnittliche Kapitalkosten (WACC) von 5,5 Prozent (bislang: 4,8 Prozent).

Neues Kursziel: 5,20 Euro je Aktie

Durch den tiefgreifenden Umbau des Schätzszenarios, die Berücksichtigung des schwierigen Marktumfelds und durch die Anpassung der Rahmendaten des Modells hat sich der von uns ermittelte faire Wert des Eigenkapitals von zuvor 314,0 Mio. Euro auf nun 169,8 Mio. Euro nahezu halbiert. Je Aktie entspricht das 5,23 Euro, woraus wir das neue Kursziel von 5,20 Euro ableiten (bisher: 9,70 Euro; eine Sensitivitäts-

analyse für die Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Trotz der kräftigen Abwärtsrevision signalisiert unser Kursziel für die Aktie aber weiter ein hohes Aufwärtspotenzial von mehr als 100 Prozent. Die zentrale Annahme dabei ist, dass es Accentro gelingt, die für die Umsetzung der Tilgungspläne notwendigen Verkaufsvolumina zu erreichen. Auch wenn dies gerade im aktuellen Umfeld sicherlich kein Selbstläufer ist, sehen wir die dieser Annahme zugrundeliegende Planung als ausreichend konservativ, um erfüllt werden zu können. Deswegen haben wir auch die Einschätzung der Schätzunsicherheit unverändert gelassen und stufen sie auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) weiter mit vier Punkten ein.

Fazit

Mit dem Abschluss der Vereinbarungen über die dreijährige Laufzeitverlängerung der beiden Anleihen hat Accentro eine große Herausforderung, die sich aus den verschlechterten Marktbedingungen ergeben hat und die die Stimmung rund um die Accentro-Aktie seit Monaten im wachsenden Ausmaß belastet hat, erfolgreich bewältigt. Dass dabei die Erhöhung des Coupons auf jeweils zwei Prozentpunkte (auf 5,625 bzw. 6,125 Prozent) begrenzt werden konnte, ist aus unserer Sicht ebenfalls als ein Erfolg zu werten.

Gleichzeitig hat sich Accentro aber zu einem weitreichenden Entschuldungsprogramm verpflichtet, aus dem sich für die kommenden Jahre die Notwendigkeit der teilweisen Umkehr der Expansion der letzten Jahre ergibt. Diese betrifft zumindest vorübergehend auch das Kerngeschäft mit der Vermarktung von Wohnimmobilien, vor allem aber den seit 2020 forcierten Aufbau eines Bestandsportfolios, welches nun zum großen Teil wieder veräußert werden soll.

Aus diesen Plänen hat sich auch im Hinblick auf das von uns für die Wertermittlung herangezogene Schätzszenario ein grundlegender Änderungsbedarf ergeben. Darüber hinaus blieb die operative Entwicklung im dritten und höchst wahrscheinlich auch im vierten Quartal 2022 deutlich hinter den Erwartungen, die wir noch in dem letzten Update formuliert hatten. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Schätzungen für die nächsten Jahre deutlich überarbeitet und dabei die erwarteten Erträge spürbar abgesenkt. Zusammen mit der Erhöhung des Diskontierungszinssatzes, mit der wir auf den fortgesetzten Anstieg der Marktzinsen reagiert haben, hat sich das in einer deutlichen Reduktion des von uns ermittelten fairen Wertes niedergeschlagen. Diesen sehen wir nun bei 5,20 Euro (bisher: 9,70 Euro), was aber gegenüber dem aktuellen Kurs dennoch ein Verdopplungspotenzial verspricht.

Auf dieser Basis bestätigen wir das „Buy“-Urteil für die Accentro-Aktie.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Mit der Schwerpunktlegung auf Wohnimmobilien adressiert Accentro einen attraktiven Markt, der sich fundamental durch einen merklichen Nachfrageüberhang auszeichnet.
- Ein seit sehr vielen Jahren etabliertes Kerngeschäft als führender Wohnungsprivatisierer in Deutschland mit einem guten Track-Record, einem weitverzweigten Branchennetzwerk und einer großen Vertriebsreichweite.
- Das Vorratsvermögen umfasst verkaufsbereite Wohnungen im Verkaufswert von 300 Mio. Euro.
- Mit der erzielten Vereinbarung mit den Gläubigern der beiden Anleihen wurde die Refinanzierungsfrage erfolgreich gelöst.

Chancen

- Die geplante und im letzten Jahr erfolgreich eingeleitete Reduktion des Leerstands im Bestandsportfolio könnte für einen kräftigen Anstieg der Mieterlöse sorgen und Spielraum für Bewertungsgewinne schaffen.
- Gerade im aktuellen Umfeld könnte Accentro von der eigenen Vertriebskraft profitieren und zum gefragten Partner von Bestandhaltern oder Projektentwicklern werden.
- Auch aus der Kooperation mit Immocout24 könnten sich zukünftig noch attraktive Geschäftschancen ergeben.
- Sollte der Desinvestitionsprozess rascher und zu besseren Konditionen erfolgen als angenommen, könnte Accentro schon früher wieder in den Wachstumsmodus wechseln.
- Bei einem Stimmungsumschwung am Markt könnte sich die Aktie rasch sehr stark erholen.

Schwächen

- Die Umsätze aus Wohnungsverkäufen sind volatil und schwer prognostizierbar.
- Das Bestandsportfolio wurde mit einem sehr hohen Leerstand angekauft und weist signifikante Bewirtschaftungsdefizite auf.
- Im letzten Jahr wurden die ursprünglichen Ziele deutlich verfehlt.
- Der bisherige Zinsanstieg wird die Profitabilität des aktuellen Portfolios zusätzlich belasten.
- Die geplante Entschuldung erfordert in den nächsten Jahren umfassende Desinvestitionen und schränkt das Wachstumspotenzial deutlich ein.
- Zahlreiche Joint-Venture-Strukturen reduzieren etwas die Transparenz der Berichterstattung.

Risiken

- Die Einhaltung der ehrgeizigen Tilgungspläne könnte sich bei anhaltenden Marktturbulenzen als schwierig erweisen. Insbesondere der teilweise Verkauf des Bestandsportfolios könnte dann schwierig werden.
- Ein weiterer Zinsanstieg könnte die Kaufnachfrage nach Immobilien weiter belasten und die Profitabilität der Vermietung zusätzlich beschädigen.
- Ein Preisverfall in den von Accentro adressierten Teilen des Immobilienmarktes könnte Wertkorrekturen erfordern.
- Eine anhaltende Schwäche des Immobilienmarktes könnte auch die Refinanzierung der besicherten Immobilienkredite erschweren und verteuern.
- Liefer- und Kapazitätsengpässe im Baubereich sorgen für erhöhte Kosten- und Zeitrisiken bei Bau- und Umbaumaßnahmen.
- Die interventionistische Wohnungspolitik könnte weiter intensiviert werden.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	457,1	392,4	187,1	167,8	169,5	172,7	176,1	179,5	183,1
1. Immat. VG	20,5	20,3	20,1	20,0	19,9	19,8	19,8	19,7	19,7
2. Sachanlagen	24,4	5,0	4,8	4,6	4,5	4,3	4,2	4,1	4,0
3. Als Finanzinv. gehaltene Immobilien	360,0	360,0	155,0	136,0	138,0	141,5	145,0	148,6	152,3
II. UV Summe	413,8	314,9	337,8	356,3	335,6	351,5	365,0	381,0	399,1
1. Vorratsvermögen	241,0	196,0	181,0	191,0	206,0	212,9	220,4	228,2	236,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	250,4	223,8	218,1	218,8	221,5	227,3	235,6	246,4	259,4
II. Rückstellungen	0,9	1,2	1,4	1,7	2,0	2,2	2,5	2,8	3,0
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	505,8	435,8	255,8	246,3	221,3	227,3	230,3	232,8	235,3
2. Kurzfristiges FK	123,8	56,5	59,6	67,4	70,4	77,4	82,7	88,5	94,5
BILANZSUMME	880,9	717,3	534,9	534,1	515,1	534,3	551,1	570,5	592,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	167,9	116,0	134,0	154,6	132,3	138,8	148,8	156,2	164,0
Rohhertrag	38,7	19,6	23,3	24,0	25,7	29,3	33,4	37,3	40,8
EBITDA*	10,2	4,1	10,2	12,4	15,5	18,6	22,4	26,1	29,3
EBIT*	8,1	2,1	9,4	11,7	14,7	17,9	21,8	25,4	28,7
EBT*	-10,3	-26,6	-5,7	0,7	3,7	8,1	11,5	14,9	17,9
JÜ (vor Ant. Dritter)*	-10,3	-26,6	-5,7	0,7	2,7	5,8	8,3	10,8	13,0
JÜ*	-10,2	-26,5	-5,7	0,7	2,7	5,8	8,3	10,8	13,0
EPS*	-0,32	-0,82	-0,18	0,02	0,08	0,18	0,26	0,33	0,40

* ohne Bewertungseffekte

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	59,8	54,8	-51,2	10,5	2,0	12,1	14,6	17,0	19,1
CF aus Investition	-24,2	62,7	249,5	-1,5	-2,5	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2
CF Finanzierung	-39,2	-172,0	-195,5	4,0	-36,0	0,2	-5,3	-5,5	-5,7
Liquidität Jahresanfa.	121,5	118,0	63,5	66,4	79,4	43,0	51,3	56,6	64,0
Liquidität Jahresende	118,0	63,5	66,4	79,4	43,0	51,3	56,6	64,0	73,1

Kennzahlen

Prozent	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	-12,9%	-30,9%	15,5%	15,4%	-14,4%	5,0%	7,2%	5,0%	5,0%
Rohertragsmarge	23,1%	16,9%	17,4%	15,5%	19,5%	21,1%	22,5%	23,9%	24,9%
EBITDA-Marge	6,1%	3,6%	7,6%	8,0%	11,7%	13,4%	15,1%	16,7%	17,9%
EBIT-Marge	4,8%	1,8%	7,0%	7,5%	11,1%	12,9%	14,6%	16,3%	17,5%
EBT-Marge	-6,1%	-22,9%	-4,3%	0,4%	2,8%	5,8%	7,7%	9,6%	10,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	-6,1%	-22,9%	-4,3%	0,4%	2,0%	4,2%	5,6%	6,9%	7,9%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
4,5%	14,38	11,29	9,09	7,44	6,17
5,0%	10,62	8,50	6,92	5,69	4,71
5,5%	7,94	6,42	5,23	4,29	3,52
6,0%	5,93	4,79	3,88	3,14	2,52
6,5%	4,37	3,49	2,78	2,18	1,68

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (E-Mail: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 19.01.2023 um 9:00 Uhr fertiggestellt und am 19.01.2023 um 9:30 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
24.10.2022	Buy	9,70 Euro	1), 3), 4)
02.06.2022	Buy	11,50 Euro	1), 3), 4)
12.05.2022	Buy	11,50 Euro	1), 3), 4)
07.12.2021	Buy	14,60 Euro	1), 3), 4)
16.06.2021	Buy	13,20 Euro	1), 3)
25.05.2021	Buy	13,20 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: drei Updates

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.