

24. Oktober 2022
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

Offene Refinanzierung der Anleihe über- schattet gute operative Performance

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 2,24 € | Kursziel: 9,70 € (zuvor: 11,50 €)

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:	118
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0KFKB3
Ticker:	A4Y:GR
Kurs:	2,24 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	32,4 Mio. Stück
Market-Cap:	72,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	520,1 Mio. Euro
Freefloat:	12,1 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	7,00 / 1,99 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	13,3 Tsd. Euro / Tag

Accentro hat im ersten Halbjahr mit dem Verkauf von Vorratsimmobilien 84,8 Mio. Euro und damit 39 Prozent mehr als vor einem Jahr umgesetzt. Obwohl sowohl die Mieterlöse als auch der Dienstleistungsumsatz rückläufig waren, konnte damit auch der Gesamtumsatz deutlich (+28 Prozent) gesteigert werden. Die hohen Verkaufserlöse waren zudem deutlich margenstärker als vor einem Jahr, was eine Vervielfachung des operativen EBIT ermöglicht hat. Auf berichteter Basis wurde dies aber durch fehlende Bewertungsgewinne (Vorjahr: 16,3 Mio. Euro) sowie durch eine Wertkorrektur auf eine Forderung (4 Mio. Euro) überdeckt. Einen besseren Eindruck der Geschäftsdynamik vermittelt daher der operative Cashflow, der um 42 Prozent auf 48,8 Mio. Euro zugelegt hat. Einen Teil der hohen Verkaufserlöse verdankt Accentro der exzellenten Marktlage im zweiten Halbjahr 2021 und Anfang 2022, weil Verträge, die da beurkundet wurden, nun umsatzwirksam vollzogen werden konnten. Wie sich hingegen das inzwischen verschlechterte Branchenumfeld auf das Geschäft auswirkt, werden daher erst die kommenden Quartale zeigen. Das zentrale und alles andere überschattende Thema ist aber die im Februar anstehende Rückzahlung der 250-Mio-Euro-Anleihe, für die Accentro noch keine Anschlusslösung präsentieren konnte.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	143,3	125,2	192,7	201,6	175,7	178,4
EBIT (Mio. Euro)*	39,8	34,7	45,2	25,7	21,6	26,8
Jahresüberschuss*	26,5	16,6	11,8	5,0	3,1	3,6
EpS*	0,82	0,51	0,37	0,15	0,10	0,11
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-30,3%	-12,6%	54,0%	4,6%	-12,9%	1,5%
Gewinnwachstum	45,4%	-37,4%	-28,5%	-57,7%	-37,9%	17,3%
KUV	0,51	0,58	0,38	0,36	0,41	0,41
KGV	2,7	4,4	6,1	14,5	23,4	19,9
EV / EBIT	13,1	15,0	11,5	20,2	24,0	19,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

* bis inkl. 2021 mit Bewertungsergebnis, ab 2022 ohne

Verkaufsumsatz steigt um 40 Prozent

Nach dem dynamischen Auftaktquartal hat Accentro im Zeitraum April bis Juni das Umsatzwachstum sogar weiter beschleunigt. Mit 59,8 Mio. Euro lag der Quartalsumsatz um 32 Prozent über Vorjahr, so dass in Summe der ersten sechs Monate ein Anstieg der Erlöse um 28 Prozent auf 93,5 Mio. Euro ausgewiesen werden konnte. Der Großteil davon entfiel, wie üblich, auf die Einnahmen aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien, die sich um 39 Prozent auf 84,8 Mio. Euro erhöhten. Hierbei profitierte Accentro vor allem von dem sehr hohen Überhang an beurkundeten, aber noch nicht vollzogenen Verkäufen, mit denen das Unternehmen in das laufende Jahr gestartet war und die seitdem sukzessive umsatzwirksam werden. Aber auch die eigentliche Verkaufsdynamik blieb im ersten Halbjahr solide, wenn auch deutlich unter dem Ausnahmejahr 2021. Insgesamt wurden im ersten Halbjahr Verkäufe von 183 Einheiten mit einem Verkaufsvolumen von 52,1 Mio. Euro beurkundet, nach 360 resp. 116,3 Mio. Euro im Vorjahr.

Miet- und Dienstleistungserlöse tiefer

Anders als im ersten Quartal, in dem noch der Effekt der Vorjahreszukäufe dominiert hatte, lagen die Mieterlöse im zweiten Vierteljahr deutlich unter Vorjahr. Darin spiegeln sich teilweise Abgrenzungsunschärfen zwischen Q1 und Q2 im Vorjahr wider, vor allem aber zeigen sich darin die Effekte der sehr lebhaften Verkaufsaktivitäten und des – dadurch bedingten – höheren Anteils von Teilportfolien mit einem hohen Leerstand. Auf Halbjahressicht haben sich die Mieterlöse daher um 28 Prozent auf 7,8 Mio. Euro reduziert. Allerdings berichtet das Unternehmen auf Nachfrage von Vermietungsfortschritten insbesondere in den seit Ende 2020 erworbenen Turnaround-Portfolien und zeigt sich zuversichtlich, dies im zweiten Halbjahr auch in den Vermietungserlösen zeigen zu können. Ebenfalls sieht Accentro gute Chancen, im zweiten Halbjahr neue Projekte für sein Dienstleistungsgeschäft abzuschließen. Potenziale ergeben sich dabei trotz der großen Marktverunsicherung im Bereich des Wohnungsneubaus (Stichwort steigende Zinsen und Baukosten) zum einen aus der Kooperation mit Immoscout 24 und zum anderen aus der Möglichkeit,

Vermarktungsaufträge anderer Investoren zu akquirieren, die sich von ihren Beständen trennen wollen. Im ersten Halbjahr blieb das Dienstleistungsgeschäft mit einem Umsatzbeitrag von 0,9 Mio. Euro aber noch auf einem niedrigen Niveau und auch deutlich unter Vorjahr (-30 Prozent).

Verkaufsmarge sehr stark

Sehr stark ist im ersten Halbjahr die umsatzbezogene Verkaufsmarge ausgefallen, die mit 29 Prozent nicht nur weit oberhalb des letztjährigen Niveaus gelegen hat, sondern auch klar über dem Durchschnitt der vorangegangenen fünf Jahre (20,3 Prozent, jeweils auf Halbjahresbasis). Darin zeigt sich einerseits die vorteilhafte Zusammensetzung der diesmal verkauften Einheiten, andererseits profitiert Accentro aktuell auch von den beiden portfolioweiten Preiserhöhungen, die im letzten Herbst bzw. zu Jahresanfang durchgesetzt wurden. Auch Nachfrage sagt Accentro, dass das Preisniveau trotz der schwieriger gewordenen Marktsituation im ersten Halbjahr überwiegend gehalten werden konnte.

Vermietungsergebnis schwächer

Die veränderte Zusammensetzung des Portfolios und die hohen Aufwendungen für die Instandsetzung sorgten dafür, dass sich die Aufwendungen aus Vermietung nicht in demselben Umfang wie die Mieterlöse reduzierten, weswegen das Mietergebnis des ersten Halbjahrs im Vorjahresvergleich um fast 60 Prozent auf lediglich 1,4 Mio. Euro abnahm. Separat betrachtet fiel das Vermietungsergebnis des zweiten Quartals sogar negativ aus. Bezogen auf die Mieterlöse wurde im ersten Halbjahr somit eine Vermietungsmarge von 32 Prozent erzielt, weniger als die Hälfte des letztjährigen Wertes. Besonders schwach ausgeprägt war die Profitabilität im Bestandssegment, das zwar drei Viertel aller Mieterlöse erwirtschaftete, aber weniger als die Hälfte des Vermietungsergebnisses. Die Vermietungsmarge des Segments lag daher im ersten Halbjahr bei lediglich 12 Prozent, was sich aber nach Aussage des Unternehmens in der zweiten Jahreshälfte verbessern sollte. Dabei verweist Accentro auf spürbare Vermietungsfortschritte – vor allem, aber

nicht nur – im Zentraldeutschland-Portfolio (das ehemalige Ostdeutschland-Portfolio), auch Instandsetzungsaufwendungen sollen, wenn möglich, im Zuge der Jahresabschlussprüfungen verstärkt aktiviert werden. Kumuliert über alle drei Umsatzquellen hat Accentro im ersten Halbjahr das Rohergebnis aber deutlich erhöhen können. Mit 26,6 Mio. Euro wurde der Vorjahreswert um mehr als drei Viertel übertroffen, wodurch sich die Rohmarge auf Konzernebene auf 28,4 Prozent (Vorjahr: 20,7 Prozent) erhöhte.

Geschäftszahlen	HJ 21	HJ 22	Änderung
Umsatz	73,02	93,48	+28,0%
davon Verkäufe	60,98	84,81	+39,1%
davon Vermietung	10,78	7,79	-27,8%
davon Vermittlung	1,26	0,88	-29,7%
Rohergebnis	15,08	26,55	+76,0%
<i>Rohmarge</i>	<i>20,7%</i>	<i>28,4%</i>	
Bewertungsergebnis	16,34	0,00	-100,0%
EBIT	18,99	9,03	-52,5%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>26,0%</i>	<i>9,7%</i>	
Finanzergebnis	-11,24	-9,60	-
Vorsteuerergebnis	7,84	-0,37	-
<i>Vorsteueremarge</i>	<i>10,7%</i>	<i>-0,4%</i>	
Nettoergebnis	3,37	-2,39	-
<i>Nettomarge</i>	<i>4,6%</i>	<i>-2,6%</i>	
Free-Cashflow	-16,33	53,92	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Kostenanstieg nur unterproportional

In Relation dazu haben die wichtigsten Aufwandsarten nur unterproportional zugelegt. Während sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lediglich um 4 Prozent auf 7,1 Mio. Euro erhöhten, blieb der Personalaufwand mit 5,2 Mio. Euro sogar nahezu unverändert. Bei den SBA profitierte Accentro davon, dass der Wegfall einiger Einmaleffekte, welche die Erfolgsrechnung letztes Jahr belastet hatten (u.a. hohe Personalbeschaffungskosten, Anbahnungskosten von geprüften, aber nicht durchgeführten Transaktionen und Kosten für die neue Webpräsenz), den durchaus signifikanten Anstieg einiger anderen Positionen wie Rechts- und Beratungskosten oder Werbekosten

kompensierte. Einen deutlichen Zuwachs, wenn auch noch auf einem moderaten Niveau, verzeichneten die Abschreibungen, die sich wegen der letztjährigen Investitionen um 147 Prozent auf 1,1 Mio. Euro erhöhten.

Hoher negativer Sondereffekt

Im Unterschied zum ersten Halbjahr 2021 hat Accentro per Ende Juni 2022 keine Bewertungseffekte verbucht. Gleichzeitig wurde eine Minderung von Forderungen in Höhe von 4,1 Mio. Euro ertragswirksam vorgenommen. Hiervon entfallen 4,0 Mio. Euro auf die Rückforderung des Kaufpreises (inkl. eines Gesellschafterdarlehens), den Accentro für die Ende 2020 vereinbarte, aber anschließend von Accentro vertragsgemäß doch abgesagte Akquisition der DIM Holding bezahlt hatte. Der betreffende Betrag beläuft sich auf 19,5 Mio. Euro und war im Mai fällig. Accentro verfügt über Zugriff auf entsprechende Sicherheiten, deren Verwertung aber in der aktuellen Marktlage hohe Kosten verursachen könnte, was in der Wertkorrektur abgebildet wurde. Noch zeigt sich das Unternehmen aber zuversichtlich, dass der Schuldner den fälligen Betrag bis Ende des dritten Quartals begleichen wird, wofür es eine „glaubhafte Versicherung des Schuldners“ gibt. Sollte dies passieren, könnte die Wertkorrektur im weiteren Jahresverlauf wieder ertragswirksam aufgelöst werden.

Operatives EBIT deutlich verbessert

Doch im Halbjahresabschluss führte sie zusammen mit dem fehlenden Bewertungsgewinn zu einem Rückgang des EBIT um die Hälfte auf 9,0 Mio. Euro. Allerdings weist dieses EBIT eine deutlich verbesserte Ergebnisqualität auf. Korrigiert um den Einfluss der – nicht liquiditätswirksamen – Bewertungseffekte und um die Wertberichtigung auf die Forderung hat sich das EBIT operativ auf 13,2 Mio. Euro fast verfünffacht.

Berichtetes EBT noch negativ

Dieses hätte auch gereicht, um ein positives Vorsteuerergebnis auszuweisen. Stattdessen musste Accentro im ersten Halbjahr noch einen – geringen – Vorsteuererlust von -0,4 Mio. Euro hinnehmen, was aber

ohne das letztjährige Bewertungsergebnis eine sehr deutliche Verbesserung darstellt. Neben dem stark erhöhten operativen EBIT hat dazu auch ein verbessertes Finanzergebnis (-9,6 Mio. Euro, nach -11,2 Mio. Euro) beigetragen, das gleichermaßen von geringeren Zinsaufwendungen (vor allem wegen der Einmalkosten der Anleiheemission im Vorjahr) und von höheren Zinserträgen aus ausgereichten Darlehen profitierte. Nach Steuern und Minderheitsanteilen betrug das Ergebnis des ersten Halbjahrs -2,4 Mio. Euro.

Free-Cashflow deutlich positiv

Dank dem verbesserten operativen Ergebnis, einem deutlichen Forderungsab- und Verbindlichkeitsaufbau sowie einem großen Volumen an Aufwendungen, die im Berichtszeitraum nicht Cash-wirksam waren (Aufzinsungseffekte, Forderungskorrektur) hat sich der operative Cashflow vor Änderung des Vorratsvermögens auf 21,5 Mio. Euro belaufen. Da sich zudem die hohen Verkäufe von Vorratsimmobilien in einem deutlichen Cash-Zufluss aus der zahlungswirksamen Änderung des Vorratsvermögens (+27,4 Mio. Euro) bemerkbar gemacht haben, erhöhte sich der operative Cashflow insgesamt um 42 Prozent auf 48,8 Mio. Euro. Da im ersten Halbjahr keine nennenswerten Ankäufe für das Bestandsportfolio stattgefunden haben (ein großer Zukauf wurde am 30. Juni beurkundet und ist im dritten Quartal zugegangen), ist auch der Investitions-Cashflow mit 5,1 Mio. Euro positiv ausgefallen. Darin enthalten ist der Mittelzufluss aus dem Verkauf der Beteiligung an der Belle Époque Quartier Gehrensee GmbH (16 Mio. Euro) sowie der Nettoabfluss für ausgereichte Darlehen an Joint-Ventures und Beteiligungen (11 Mio. Euro). Unter anderem berichtet Accentro von der Vergabe eines Darlehens in Höhe von 15 Mio. Euro, um sich damit die Erwerbsrechte an einem für die Privatisierung vorgesehenen Neubauprojekt zu sichern. Zusammenge-rechnet betrug der Free-Cashflow des ersten Halbjahrs somit +53,9 Mio. Euro, nach -16,3 Mio. Euro im Vorjahr.

Liquidität deutlich erhöht

Abzüglich der Abflüsse für die Nettotilgung (-11,6 Mio. Euro) und für die Zinsen (-12,1 Mio. Euro) sorgte dies für einen Anstieg der Liquidität um 29,2

Mio. Euro auf 150,7 Mio. Euro. In Relation zur Bilanzsumme, die im ersten Halbjahr minimal auf 926,9 Mio. Euro gesunken ist, macht die Liquidität somit 16 Prozent aus.

Portfoliokauf im dritten Quartal

Den Großteil aller Assets machen aber weiterhin die Immobilien aus. Die Summe aus selbstgenutzten und als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien sowie aus Vorratsimmobilien belief sich zum 30. Juni auf 625,9 Mio. Euro bzw. 68 Prozent aller Assets. Während die beiden erstgenannten Positionen gegenüber dem Jahresanfang weitgehend unverändert blieben, hat der Bilanzwert der Vorratsimmobilien durch die intensiven Verkaufsaktivitäten um knapp 10 Prozent auf 271 Mio. Euro abgenommen. Dies dürfte sich auch im weiteren Jahresverlauf fortsetzen, während das Bestandsportfolio weiter wachsen soll. Dazu hat Accentro Ende Juni den Kauf eines Portfolios unterzeichnet, der nach Unternehmensangaben im Juli vollzogen wurde. Dabei wurden 682 Einheiten mit einer vermietbaren Fläche von rund 39 Tsd. qm erworben, wobei der Preis nach Angaben im Halbjahresbericht 26,0 Mio. Euro betragen hat. Das Portfolio liegt zwischen Magdeburg und Halle und weist derzeit einen Leerstand von 27 Prozent auf, den Accentro nach Durchführung von Modernisierungsarbeiten deutlich reduzieren will. Dabei verweist das Unternehmen auch auf die in Magdeburg geplante große Halbleiterfabrik von Intel, von der ein Schub für die ganze Region ausgehen dürfte.

Bilanzsumme stabil

Das Eigenkapital hat sich durch den Halbjahresverlust von 260,6 auf 258,6 Mio. Euro geringfügig reduziert, während die Eigenkapitalquote im Vergleich mit dem Jahreswechsel minimal auf 27,9 Prozent zugelegt hat. Auch im Vorjahresvergleich (26,1 Prozent) wurde sie leicht verbessert.

Noch keine Refinanzierungslösung

Verbessert hat sich im ersten Halbjahr auch der LTV. Nach der Berechnungsformel gemäß der Anleihebedingungen für die Anleihe 20/23 lag er Ende Juni bei 52,6 Prozent, nach 54,9 Prozent zum Jahreswechsel.

Diese Anleihe im Volumen von 250 Mio. Euro, bzw. ihre im kommenden Februar anstehende Rückzahlung, dominiert derzeit das Investoreninteresse rund um Accentro und sorgt für eine große Verunsicherung. Diese zeigt sich sowohl im Aktienkurs als auch in der Notierung der Anleihe selbst, die derzeit bei etwas mehr als der Hälfte ihres Nominalwertes gehandelt wird. Accentro berichtet auf Nachfrage von einem fortlaufenden Prozess, spricht von mehreren Optionen und zeigt sich zuversichtlich, ungeachtet der schwieriger gewordenen Marktlage möglichst bald eine Nachfolgelösung präsentieren zu können.

Prognose bestätigt

Ebenfalls zuversichtlich zeigt sich Accentro hinsichtlich der Erreichung der für dieses Jahr ausgegebenen Ziele. Demnach wird weiterhin ein Umsatzanstieg auf 200 bis 220 Mio. Euro und ein stabiles EBIT zwischen 45 und 50 Mio. Euro angestrebt, in das im zweiten Halbjahr auch wieder Bewertungseffekte einfließen sollen. Diesbezüglich könnte neben dem bisherigen Bestandsportfolio auch das kürzlich erworbene Portfolio in Sachsen-Anhalt noch Bewertungspotenzial bieten. Umsatzseitig wird die Prognose, aus

der sich für das zweite Halbjahr ein Umsatzziel von 107 bis 117 Mio. Euro ableitet, durch den großen Überhang an zum 30.06. bereits beurkundeten, aber noch nicht vollzogenen Verkäufen gestützt. Gleichzeitig erfordert die Zielerreichung aber auch den Abschluss weiterer Blockverkäufe.

Umsatzschätzung 2022 geringer

Wir haben in Reaktion auf die Halbjahreszahlen unsere Umsatzschätzung von zuvor 210,4 Mio. Euro auf 201,6 Mio. Euro reduziert, worin sich die etwas vorsichtigeren Annahmen bezüglich der Mieterlöse und vor allem der Umsätze aus der Kooperation mit ImmobilienScout24 bzw. aus dem Servicegeschäft im Allgemeinen bemerkbar machen. Für die letzteren, die in unserem Modell in Relation zu dem großen Potenzial schon bisher nur sehr zurückhaltend berücksichtigt wurden, haben wir dafür in späteren Jahren die Wachstumsraten etwas angehoben. In Summe ist der Zielumsatz des Modells für das Jahr 2029 damit weitgehend unverändert geblieben und liegt weiter bei rund 300 Mio. Euro.

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	201,6	175,7	178,4	201,6	224,4	251,4	277,9	297,4
Umsatzwachstum		-12,9%	1,5%	13,0%	11,3%	12,1%	10,5%	7,0%
EBIT-Marge	12,8%	12,3%	15,0%	16,5%	17,4%	18,5%	19,3%	19,2%
EBIT*	25,7	21,6	26,8	33,4	39,0	46,4	53,7	57,2
Steuersatz	25,0%	27,0%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	6,4	5,8	7,4	9,2	10,7	12,8	14,8	15,7
NOPAT	19,3	15,8	19,4	24,2	28,3	33,7	38,9	41,5
+ Abschreibungen & Amortisation	2,2	2,1	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges*	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	25,5	17,9	21,4	26,0	30,0	35,3	40,5	43,0
- Zunahme Net Working Capital	53,3	-32,1	-32,6	-37,0	-41,4	-33,9	-23,7	-10,6
- Investitionen AV	-38,8	6,5	-6,4	-10,3	-21,3	-22,4	-23,5	-24,6
Free Cashflow	40,0	-7,7	-17,6	-21,3	-32,7	-21,0	-6,7	7,7

SMC Schätzmodell

*ohne Bewertungsergebnis

Auch Ergebnisschätzung vorsichtiger

Angepasst haben wir auch die Profitabilitätsannahmen. Dabei haben wir in den Aufwandspositionen die Entwicklung der ersten sechs Monate berücksichtigt und die Margen aus der Vermietung für 2022 spürbar abgesenkt (diesbezüglich waren die Halbjahreszahlen enttäuschend), während wir die Verkaufsmarge erhöht haben. Darüber hinaus haben wir in der GuV die – Cash-unwirksame – Wertberichtigung auf die DIM-Forderung berücksichtigt, so dass sich unsere EBIT-Schätzung für das laufende Jahr von zuvor 28,0 auf nun 25,7 Mio. Euro ermäßigt hat. Wie schon bisher, enthält diese noch keine Bewertungseffekte. Nach Zinsen korrespondiert dies mit einem Vorsteuerergebnis von 6,8 Mio. Euro, nach Steuern und Minderheiten erwarten wir das diesjährige Ergebnis nun bei 5,0 Mio. Euro (bisher: 13,5 resp. 10,0 Mio. Euro).

Zielmarge nahezu unverändert

Die Änderungen für 2022 haben sich auch auf die Schätzungen für die Folgejahre ausgewirkt. Darüber hinaus haben wir für die späteren Jahre des Prognosezeitraums die unterstellte Mietrendite erhöht, weil davon auszugehen ist, dass sich höhere Finanzierungskosten spätestens mittelfristig auch in den Miethöhen spiegeln werden. In Summe blieben die Änderungen aber geringfügig, die Ziel-EBIT-Marge des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2029 liegt nun mit 19,2 Prozent lediglich um 0,1 Prozentpunkte unter dem bisherigen Ansatz. Wie bisher, verzichten wir auf eine Schätzung des Bewertungsergebnisses, weil dieses für das Ergebnis unseres Cashflow-basierten Modells ohnehin unbedeutend ist. Den aus unseren Annahmen resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre fasst die Tabelle auf der vorhergehenden Seite zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen.

Diskontierungssatz erhöht

Eine für das Modellergebnis wichtige Änderung haben wir bezüglich des Diskontierungszinssatzes vorgenommen. Und zwar haben wir wegen des Zinsanstiegs

an den Märkten den langfristigen Durchschnittswert für die deutsche Umlaufrendite (als unterstellten sicheren Zins) von 1,0 auf 1,5 Prozent angepasst. In Kombination mit unveränderten Werten für die Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und den Betafaktor (1,1) resultieren daraus Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 7,9 Prozent. Gleichzeitig haben wir auch die unterstellten Fremdkapitalkosten von zuvor 4,50 auf 4,75 Prozent angehoben. Dieser Wert liegt nun um 1,65 Prozent über dem aktuellen Durchschnittszinssatz des Accentro-Kreditportfolios und dürfte auch den im Zuge der anstehenden Refinanzierung zu erwartenden Zinsanstieg abdecken. In Verbindung mit einer unveränderten Zielkapitalstruktur mit einem FK-Anteil von 70 Prozent sowie mit einem Steuersatz für das Tax-Shield von 27,5 Prozent resultiert daraus jetzt ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 4,8 Prozent (bisher: 4,5 Prozent).

Neues Kursziel: 9,70 Euro je Aktie

Vor allem durch diese Änderung der Modellrahmendaten hat sich der faire Wert des Eigenkapitals, der aus unserem Modell resultiert, von zuvor 374,3 auf nun 314,0 Mio. Euro reduziert. Je Aktie entspricht das 9,68 Euro, woraus wir das neue Kursziel von 9,70 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse für die Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Damit signalisiert unser Kursziel für die Aktie weiter ein sehr hohes Aufwärtspotenzial, das sich vor allem durch die aktuelle Unsicherheit der Anleger im Hinblick auf die Ablösung der 250-Mio-Euro-Anleihe (und im geringeren Umfang durch die Nähe zu dem krisengeschüttelten Adler-Konzern) erklären lässt. Auch wir sehen die Anleihe derzeit als den größten Unsicherheitsfaktor, darüber hinaus sind auch unsere Annahmen bezüglich der Verbesserung der Profitabilität des Bestandsportfolios und der Entwicklung der Dienstleistungserlöse (vor allem aus der Kooperation mit ImmoScout24) im aktuellen Umfeld mit einer erhöhten Unsicherheit behaftet. Wie bisher stufen wir das Schätzrisiko deswegen mit vier Punkten ein (auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch)).

Fazit

Accentro hat für das erste Halbjahr gute Zahlen gemeldet. Dank den fortgesetzten Verkaufsaktivitäten wurde der Umsatz um 28 Prozent auf 93,5 Mio. Euro gesteigert, was zu einem EBIT von 9,0 Mio. Euro führte. Bereinigt um das hohe Bewertungsergebnis, das letztes Jahr in das EBIT eingeflossen war, konnte der Gewinn vor Zinsen und Steuern somit um 240 Prozent verbessert werden. Ermöglicht wurde dies nicht nur durch das höhere Verkaufsvolumen, sondern auch durch die deutlich höhere Verkaufsmarge, in der sich nicht zuletzt die erfolgreichen Preiserhöhungen bemerkbar gemacht haben. In der Cashflow-Rechnung schlug sich die gute operative Performance in einem Free-Cashflow von +53,9 Mio. Euro nieder, wodurch sich die Liquidität auf über 150 Mio. Euro erhöht hat und die Nettoverschuldung zurückgegangen ist.

Allerdings enthielt der Halbjahresbericht auch Enttäuschendes. Dazu gehörte unseres Erachtens die schwache Profitabilität im Vermietungsgeschäft, für die aber nach Unternehmensangaben schon für das dritte und vierte Quartal spürbare Fortschritte zu erwarten sind. Auch ist die erwartete Zunahme der Dienstleistungserlöse (vor allem, aber nicht nur, aus der Kooperation mit ImmoScout24) noch nicht absehbar, was im aktuellen Umfeld im Neubaubereich

aber nachvollziehbar ist (stattdessen zeigt sich Accentro nun zuversichtlich, Aufträge für die Vermarktung bestehender Immobilien akquirieren zu können).

Das schwieriger gewordene Marktumfeld spielt auch bezüglich der im Februar anstehenden Refinanzierung der 250-Mio.-Anleihe eine wichtige Rolle und sorgt derzeit für Verunsicherung rund um die Accentro-Aktie. Auch wir hätten uns eine raschere Lösung gewünscht. Accentro verfügt zwar nun über eine hohe Liquidität, doch die ausbleibende Vollzugsmeldung einer Nachfolgelösung deutet an, dass die Refinanzierung dieses großen Volumens im aktuellen Umfeld kein Selbstläufer ist. Auf Nachfrage hat uns Accentro nun aber glaubhaft den Eindruck vermittelt (ohne konkrete Details zu nennen), dass dieses Thema rechtzeitig gelöst wird.

Deswegen haben wir uns entschieden, unser Urteil trotz der bestehenden Unsicherheit über die Anleihe auf „Buy“ zu belassen. Unser Kursziel lautet nun 9,70 Euro, wobei die Reduktion gegenüber unserem letzten Update (11,50 Euro) vor allem dem marktbedingt erhöhten Diskontierungszinssatz geschuldet ist.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Mit der Schwerpunktlegung auf Wohnimmobilien adressiert Accentro einen attraktiven Markt, der sich fundamental durch einen merklichen Nachfrageüberhang auszeichnet.
- Eine seit sehr vielen Jahren etablierte Position als führender Wohnungsprivatisierer in Deutschland.
- Das Vorratsvermögen umfasst verkaufsbereite Wohnungen im Verkaufswert von 370 Mio. Euro.
- Mit dem Aufbau des Bestandsportfolios wird das Geschäftsmodell um ein Element erweitert, das perspektivisch für einen stabilen Grundstrom aus wiederkehrenden Mieterlösen sorgen und damit zumindest einen Teil der Fixkosten decken könnte.

Chancen

- Die hohen Verkaufsumsätze des ersten Halbjahrs bieten zusammen mit dem hohen Übertrag an bereits beurkundeten Verkaufsverträgen eine gute Basis, um die Ziele in 2022 zu erreichen.
- Die geplante Reduktion des Leerstands im Bestandsportfolio könnte für einen kräftigen Anstieg der Mieterlöse sorgen und Spielraum für weitere Bewertungsgewinne schaffen.
- Die Kooperation mit ImmoScout24 bietet die Chance, das Geschäft mit dem Vertrieb von Neubauwohnungen auszubauen. Potenzial im Dienstleistungsgeschäft könnte sich im aktuellen Umfeld auch aus der Vermarktung bestehender Objekte anderer Bestandshalter ergeben.
- Ein weiter vergrößertes und in der Profitabilität verbessertes Bestandsportfolio könnte das Risikoprofil weiter verbessern.
- Nach 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.
- In den letzten Jahren zeigten viele Kostenpositionen eine steile Aufwärtsdynamik.
- Die Profitabilität des Bestandsportfolios ist noch sehr gering.
- Weiteres Wachstum ist nur mit externer Finanzierung stemmbar.
- Zahlreiche Joint-Venture-Strukturen reduzieren etwas die Transparenz der Berichterstattung.

Risiken

- Die Refinanzierung der im Februar fälligen 250-Mio.-Euro-Anleihe ist noch nicht gesichert und könnte sich im aktuellen Umfeld als eine große Herausforderung erweisen.
- Die Kaufnachfrage nach Immobilien ist stark zinsensibel und dürfte zumindest vorübergehend unter dem aktuellen Zinsanstieg merklich leiden. Gleichzeitig wirkt sich dieser – zumindest temporär – belastend auf die Profitabilität des Geschäftsmodells aus, insbesondere in der Bestandshaltung.
- Die Turbulenzen um die Adler Group könnten für weitere Unruhe im Aktionariat von Accentro sorgen und auch die Accentro-Aktie weiter belasten.
- Liefer- und Kapazitätsengpässe im Baubereich sorgen für erhöhte Kosten- und Zeitrisiken.
- Die interventionistische Wohnungspolitik könnte weiter intensiviert werden.
- Unzureichende oder zu teure Ankäufe könnten die weitere Entwicklung erschweren.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	427,7	464,3	455,7	460,1	468,6	488,2	508,9	530,8	554,0
1. Immat. VG	20,7	20,5	20,3	20,1	20,0	19,9	19,8	19,8	19,7
2. Sachanlagen	26,6	25,2	23,9	22,6	21,4	20,3	19,3	18,4	17,5
3. Als Finanzinv. gehaltene Immobilien	330,7	358,9	376,9	395,7	415,5	436,3	458,1	481,0	505,0
II. UV Summe	485,8	338,4	369,0	397,2	440,4	485,5	523,7	555,0	577,0
1. Vorratsvermögen	300,6	250,6	285,7	321,4	361,7	406,6	444,3	472,1	487,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	260,6	265,7	268,8	272,4	279,8	289,9	303,7	321,6	340,9
II. Rückstellungen	0,7	0,9	1,2	1,4	1,7	2,0	2,2	2,5	2,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	508,8	388,8	403,8	421,3	449,3	479,3	503,3	518,3	528,3
2. Kurzfristiges FK	159,4	163,4	167,1	178,2	194,3	218,6	239,4	259,6	275,0
BILANZSUMME	929,5	818,8	840,8	873,3	925,0	989,7	1.048,6	1.101,9	1.147,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	192,7	201,6	175,7	178,4	201,6	224,4	251,4	277,9	297,4
Rohertrag	56,8	54,6	51,3	57,3	64,7	71,3	79,8	87,7	92,0
EBITDA*	27,6	27,9	23,7	28,7	35,2	40,7	48,1	55,3	58,7
EBIT*	45,2	25,7	21,6	26,8	33,4	39,0	46,4	53,7	57,2
EBT*	20,6	6,8	4,3	5,0	10,1	13,9	19,2	24,6	26,8
JÜ (vor Ant. Dritter)*	13,1	5,0	3,1	3,7	7,3	10,1	13,9	17,8	19,4
JÜ*	11,8	5,0	3,1	3,6	7,3	10,1	13,9	17,8	19,4
EPS*	0,37	0,15	0,10	0,11	0,23	0,31	0,43	0,55	0,60

* 2021 mit Bewertungsergebnis, ab 2022 ohne

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	99,5	89,2	-6,3	-4,5	-4,2	-4,0	9,3	25,2	41,2
CF aus Investition	-85,4	-38,8	6,5	-6,4	-10,3	-21,3	-22,4	-23,5	-24,6
CF Finanzierung	50,0	-144,8	-5,7	2,4	16,3	24,5	12,3	0,5	-10,9
Liquidität Jahresanfa.	56,5	121,5	27,2	21,8	13,4	15,2	14,3	13,5	15,7
Liquidität Jahresende	121,5	27,2	21,8	13,4	15,2	14,3	13,5	15,7	21,3

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	54,0%	4,6%	-12,9%	1,5%	13,0%	11,3%	12,1%	10,5%	7,0%
Rohertragsmarge	29,4%	27,1%	29,2%	32,1%	32,1%	31,8%	31,7%	31,6%	30,9%
EBITDA-Marge	14,3%	13,9%	13,5%	16,1%	17,5%	18,1%	19,1%	19,9%	19,7%
EBIT-Marge	23,4%	12,8%	12,3%	15,0%	16,5%	17,4%	18,5%	19,3%	19,2%
EBT-Marge	10,7%	3,4%	2,4%	2,8%	5,0%	6,2%	7,6%	8,9%	9,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	6,1%	2,5%	1,8%	2,0%	3,6%	4,5%	5,5%	6,4%	6,5%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
3,8%	40,52	28,41	20,67	15,29	11,33
4,3%	26,98	19,50	14,31	10,49	7,56
4,8%	18,39	13,37	9,68	6,85	4,62
5,3%	12,47	8,90	6,17	4,01	2,27
5,8%	8,15	5,52	3,43	1,74	0,35

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 24.10.2022 um 9:00 Uhr fertiggestellt und am 24.10.2022 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/impresum/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
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)
13.01.2021	Buy	15,00 Euro	1), 3)
19.11.2020	Buy	13,30 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.