

Empfehlung: **Kaufen**

Kursziel: **9,00 Euro**

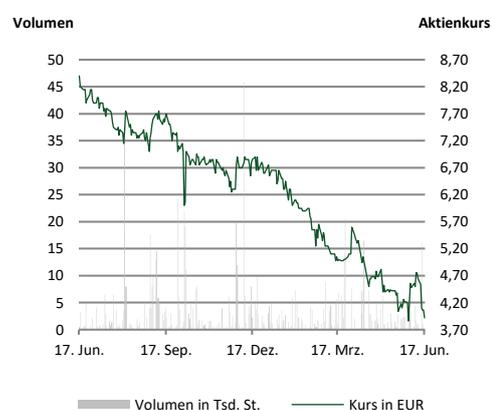
Kurspotenzial: **+130 Prozent**

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	3,92 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	32,4
Marktkap. (in Mio. Euro)	127,2
Enterprise Value (in Mio. Euro)	586,7
Ticker	A4Y
ISIN	DE000A0KFKB3

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	8,30
52 Wochen-Tief (in Euro)	3,78
3 M relativ zum CDAX	-7,7%
6 M relativ zum CDAX	-22,7%



Aktionärsstruktur

Streubesitz	12,1%
Brookline Real Estate	83,1%
ADLER Real Estate	4,8%

Termine

H1 Bericht	31. August 2022
HV	31. August 2022

Prognoseanpassung

	2022e	2023e	2024e
Umsatz (alt)	216,7	236,8	252,8
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	45,9	37,2	40,9
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,65	0,45	0,55
Δ in %	-	-	-

Analyst

Patrick Speck
+49 40 41111 37 70
p.speck@montega.de

Publikation

Erststudie 20. Juni 2022

Mein Block: Wohnimmobilien-Spezialist glänzt mit voller Verkaufspipeline, steigenden Mieterlösen und chancenreicher Kooperation

ACCENTRO Real Estate ist der **marktführende Wohnungsprivatisierer in Deutschland**. Seit 2009 wurden mehr als 17.500 Wohneinheiten mit einem Transaktionsvolumen von über 2,0 Mrd. Euro erfolgreich veräußert. Der historische Kernmarkt des Unternehmens liegt in Berlin, ACCENTRO ist heute aber bundesweit aktiv, sodass im Schnitt der letzten vier Jahre rund 33% der Transaktionen abseits der Hauptstadt stattfanden.

Das Geschäftsmodell stützt sich auf eine **langjährige Marktexpertise** sowie die etablierte Beziehung zu Projektentwicklern, Bauträgern, Maklern und anderen Immobilienfirmen. Des Weiteren profitierte ACCENTRO in den letzten Jahren erheblich vom kontinuierlichen **Preisanstieg im deutschen Wohnimmobilienmarkt**, der vom starken Nachfrageüberhang vor allem in den Großstädten und Ballungsräumen getrieben wird. Zwischen 2010 und 2020 legten die Preise für Ein- und Zweifamilienhäuser sowie Eigentumswohnungen in Deutschland um rund 65% zu. Auch im Verlauf der Corona-Pandemie setzte sich dieser Markttrend ungebrochen fort, wenngleich sich die Lock-Downs temporär negativ auf die Verkaufszahlen ACCENTROs auswirkten. Von 2015 bis 2021 wurde dennoch ein Anstieg der Privatisierungserlöse von durchschnittlich ca. 33% pro Jahr erzielt. Mit einem avisierten **Verkaufsvolumen in der Einzelprivatisierung von aktuell rund 330 Mio. Euro** verfügt das Unternehmen auch weiterhin über eine volle Vertriebspipeline.

Zur stärkeren Diversifizierung der Erlösströme sowie der regionalen Aufstellung investiert ACCENTRO seit 2020 zudem massiv in den **Aufbau eines eigenen Vermietungsportfolios**. Im Fokus stehen vor allem Immobilien in attraktiven B- und C-Städten mit noch hohem Leerstand und Entwicklungspotenzial. Daneben gab das Unternehmen jüngst eine **chancenreiche Vertriebspartnerschaft** mit Deutschlands führender Immobilienplattform ImmoScout24 bekannt, womit zukünftig auch die **Vermarktung von Neubauobjekten** an Bedeutung gewinnen und **neue Skalierungspotenziale** erschlossen werden sollten. Bis zum Proof-of-Concept setzen wir die aus der Kooperation erwarteten Umsatzbeiträge aber sehr konservativ an. Ebenso antizipieren wir keine großvolumigen Neuakquisitionen im Bestandsportfolio, sodass die Fair-Value-Anpassungen (Ø 2019-2021: +19,6 Mio. Euro) ab 2023 deutlich sinken, was zu geringeren Ertragsprognosen führt (nicht-cashwirksam).

Dies trägt auch den im Immobiliensektor infolge der Zinswende sowie des Ukraine-Krieges **wachsenden Unsicherheitsfaktoren** Rechnung. Wir sehen ACCENTRO dank der strukturell robusten Markttreiber aber in der Lage, **operativ profitabel zu wachsen** (MONE CAGR 2021-2025e: +8,4%; adj. EBIT-Marge 2025e: 15,0% vs. 2022e: 12,4%). Auf Basis unseres DCF-Modells wie auch des bilanziell ausgewiesenen Net Asset Values weist die Aktie eine **signifikante Unterbewertung** auf, die zuletzt durch das schwache Sentiment des Berliner Wohnungsmarkts sowie die Kontroversen um einen Minderheitsaktionär forciert wurde.

Fazit: ACCENTRO ist u.E. ein vielversprechender Nischenplayer im Immobiliensektor, der zu Unrecht in Mithaftung genommen wird. Mit überzeugendem eigenem Newsflow sollte es aber gelingen, das Vertrauen am Markt zu stärken. Wir nehmen die Aktie daher mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von 9,00 Euro in die Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	125,2	192,7	216,7	236,8	252,8
Veränderung yoy	-12,6%	54,0%	12,4%	9,3%	6,8%
EBITDA	35,7	48,4	49,1	40,7	44,7
EBIT	34,7	45,2	45,9	37,2	40,9
Jahresüberschuss	16,6	11,8	20,9	14,7	17,8
Rohertragsmarge	20,3%	29,4%	24,9%	25,5%	26,0%
EBITDA-Marge	28,5%	25,1%	22,7%	17,2%	17,7%
EBIT-Marge	27,7%	23,4%	21,2%	15,7%	16,2%
Net Debt	509,0	484,8	465,0	440,6	414,6
Net Debt/EBITDA	14,3	10,0	9,5	10,8	9,3
ROCE	5,5%	6,0%	6,2%	5,1%	5,7%
EPS	0,51	0,37	0,65	0,45	0,55
FCF je Aktie	-2,48	0,92	0,65	0,79	0,84
Dividende	0,00	0,04	0,04	0,04	0,04
Dividendenrendite	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EV/Umsatz	4,7	3,0	2,7	2,5	2,3
EV/EBITDA	16,5	12,1	11,9	14,4	13,1
EV/EBIT	16,9	13,0	12,8	15,8	14,3
KGV	7,7	10,6	6,0	8,7	7,1
KBV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 3,92

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Neuer Vorstand vollzieht Strategiewechsel	4
Immobilienmarkt nach jahrelanger Boom-Phase vor neuen Herausforderungen	5
Wohnimmobilien im mittleren Größensegment als Investition weiterhin gefragt	6
ACCENTROs Wettbewerbsqualität als Nischenplayer nimmt stetig zu	8
Energetische Sanierungen und Ausarbeitung einer ESG-Strategie im Fokus	10
Nach Corona-Delle wieder im Wachstumsmodus	12
Volle Privatisierungs-Pipeline und steigende Mieterlöse untermauern Prognose	13
Kooperation mit ImmoScout24 könnte zum Wachstumskatalysator werden	14
Operative Marge vor Bewertungseffekten dürfte zunächst leicht sinken	15
Kurzfristiger Ergebnissprung auf Nettoebene zu erwarten	18
Bilanzsumme durch eigenes Bestandsportfolio signifikant gewachsen	18
Politischer Gegenwind und Kontroversen um Minderheitsaktionär belasten Kurs	20
DCF-Modell und NAV signalisieren signifikantes Upside-Potenzial	21
Fazit	22
SWOT	23
Stärken	23
Schwächen	23
Chancen	24
Risiken	24
Bewertung	25
DCF-Modell	25
Peergroup-Analyse	27
NAV-Bewertung	30
Unternehmenshintergrund	31
Key Facts	31
Geschäftsbereiche und Umsatz	31
Management	33
Aktionärsstruktur	33
Anhang	34
Disclaimer	38

INVESTMENT CASE

ACCENTRO Real Estate ist das marktführende Unternehmen für Wohnungsprivatisierungen in Deutschland. Die Gesellschaft ist seit mehr als 20 Jahren als Wohninvestor aktiv und hat seit 2009 mehr als 17.500 Einheiten mit einem Transaktionsvolumen von über 2,0 Mrd. Euro veräußert. ACCENTRO ist ausschließlich auf Immobilien in Deutschland fokussiert und gliedert die Geschäftstätigkeit in drei Segmente: Neben dem mieternahen Vertrieb von Wohnungen an Eigennutzer und private Kapitalanleger sowie dem Verkauf von Immobilienportfolios an überwiegend institutionelle Investoren (Split ca. 35% Retail und 65% Institutional) zählen dazu der Aufbau und die Verwaltung eines eigenen Mietbestands sowie die Vermarktung von Wohnungen für Dritte wie Bestandshalter, Investoren und Projektentwickler. Das Wohnungsangebot reicht von günstigem und sozial-gefördertem Wohnraum bis hin zu gehobenen Wohnanlagen.

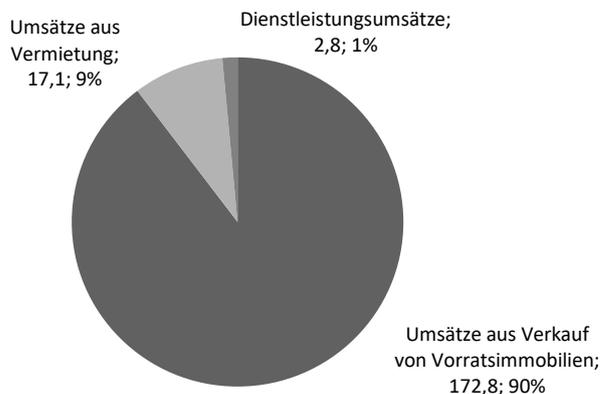
Mit einem Umsatzanteil von zuletzt ca. 90% stellen Umsätze aus dem Immobilienverkauf seit jeher die mit Abstand wichtigste Erlösquelle ACCENTROs dar. Die Vertriebspipeline in der Einzelprivatisierung von Wohnungen beinhaltet per 31.03.2022 766 bereits rechtlich aufgeteilte Einheiten mit einem erwarteten Verkaufsvolumen von etwa 330 Mio. Euro. Die regionalen Schwerpunkte bilden neben Berlin und Hamburg auch bedeutende ostdeutsche Städte und Ballungsräume wie Leipzig, Rostock und Potsdam.

Der Aufbau des eigenen Mietportfolios wurde infolge eines Strategiewechsels zuletzt stark vorangetrieben. Aktuell umfasst der Mietbestand ca. 3.600 Einheiten in ausgewählten B- und C-Städten in Ostdeutschland wie Halle und Gera sowie in der Metropolregion Rhein-Ruhr in Nordrhein-Westfalen (insb. Duisburg, Essen). Die Mieterlöse trugen in 2021 bereits knapp 9% zum Konzernumsatz bei. Insgesamt weist das Immobilienportfolio ACCENTROs angesichts des langjährigen Trends steigender Immobilienpreise erhebliche stille Reserven von aktuell über 100 Mio. Euro und weitere Wertsteigerungspotenziale vor allem durch Modernisierungs- und Ausbaumaßnahmen (z.B. Dachgeschosswohnungen) auf, die in den nächsten Jahren realisiert werden sollen.

Das Servicegeschäft für Dritte ist mit einem Umsatzbeitrag von traditionell 1-2% weiter von untergeordneter Bedeutung, im November 2021 konnte ACCENTRO hierbei jedoch eine transformative strategische Weichenstellung verkünden. So wurde eine langfristige und exklusive Partnerschaft mit Deutschlands führendem Online-Marktplatz ImmoScout24 geschlossen, wonach beide Anbieter beim Vertrieb neuer Wohnimmobilien zukünftig eng kooperieren werden. Wenngleich ACCENTRO bislang keine konkreten Zielgrößen für das Geschäft aus der Vermarktungskoooperation formuliert hat, erachten wir mittel- bis langfristig Transaktionsvolumina im oberen zweistelligen bis unteren dreistelligen Mio.-Euro-Bereich als möglich. Bei einer avisierten Provisionsmarge von ca. 10-12% könnte sich der Vertrieb von Neubauwohnungen neben der Privatisierung von Bestandsimmobilien somit zukünftig zu einem weiteren wesentlichen Standbein ACCENTROs entwickeln.

Umsätze nach Geschäftsbereichen 2021

(in Mio. Euro)



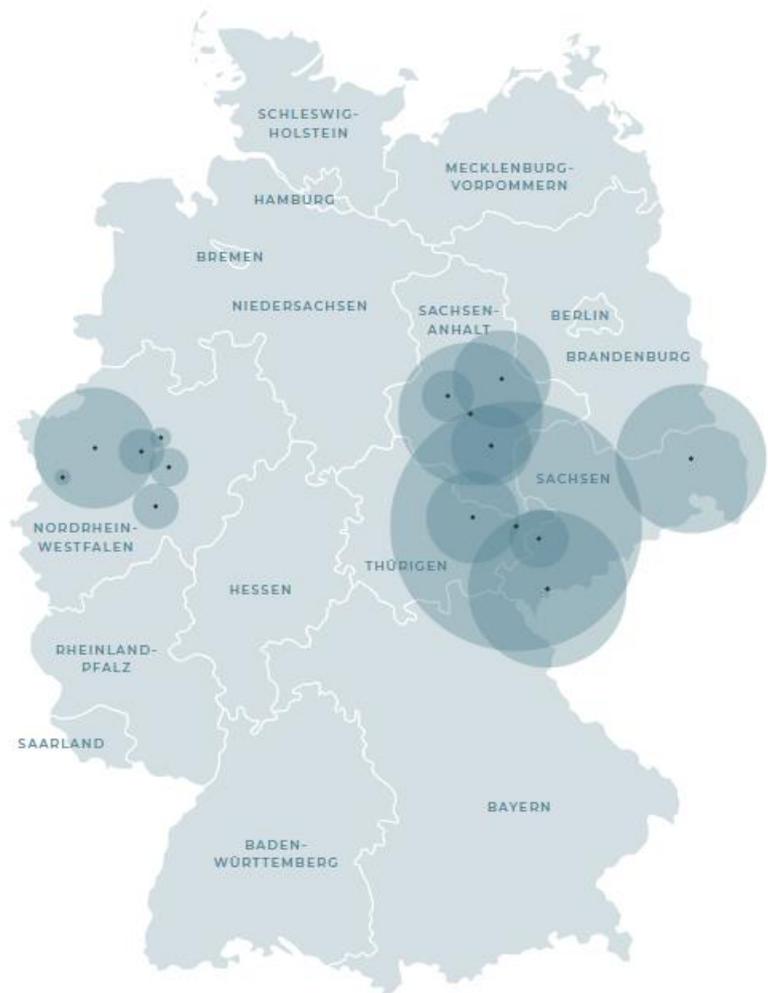
Quelle: Unternehmen

Neuer Vorstand vollzieht Strategiewechsel

Unter dem früheren Management sollte ACCENTROs Geschäftstätigkeit ausschließlich auf den Handel und die Privatisierung von Wohnimmobilien ausgerichtet sein, sodass bis 2016 sämtliche Bestandsimmobilien veräußert wurden. Der seit März 2020 amtierende neue CEO Lars Schriewer vollzog mit dem Unternehmen jedoch einen Strategiewechsel. So legten die gestaffelten Akquisitionen von ostdeutschen Immobilien mit insgesamt 2.594 Wohn- und 10 Gewerbeeinheiten (sog. „Ostportfolio“, insb. Halle, Gera) sowie 237 Wohn- und 30 Gewerbeeinheiten in der Metropolregion Rhein-Ruhr (sog. „Westportfolio“, insb. Duisburg, Essen) noch in 2020 den Grundstein zum Wiederaufbau eines eigenen Mietbestands. Das Investitionsvolumen für den Erwerb der bilanziell von nun an als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien belief sich auf rund 65 Mio. Euro. Bei den Gewerbeeinheiten handelt es sich vor allem um kleinere Einzelhandelsflächen, die ACCENTRO quasi als Beifang erworben hat, reine Gewerbeflächen oder Mixed-Use-Objekte mit hohem Gewerbeanteil stehen auch weiterhin nicht im Fokus des Unternehmens.

Im Juli 2021 folgte der Zukauf von 150 Einheiten an den Standorten Essen, Neuss, Duisburg und Wuppertal, wovon 126 Einheiten für den eigenen Mietbestand vorgesehen waren. Das Immobilienportfolio in NRW vergrößerte sich dadurch um rund 45%. Im November wurden schließlich weitere ca. 470 Einheiten im Großraum der Städte Zwickau, Plauen und Hof in Sachsen erworben. Insgesamt setzt sich das Mietportfolio gegenwärtig aus rund 3.600 Einheiten mit einer vermietbaren Fläche von ca. 230.000 m² zusammen. Hinzu kommen aktuell ca. 770 rechtlich bereits aufgeteilte und somit verkaufsfertige Immobilien vor allem in Berlin, aber auch NRW, Sachsen, Sachsen-Anhalt und Brandenburg.

Geografische Verteilung des eigenen Mietbestands



Quelle: Unternehmen

Bei den Akquisitionen fokussiert sich ACCENTRO zum Teil gezielt auf „Turnaround Portfolios“, das heißt Immobilien mit nicht ausgeschöpftem Ertragspotenzial und Instandhaltungs- bzw. Modernisierungsrückständen, etwa bei der energetischen Sanierung. Der Leerstand der Objekte ist daher überdurchschnittlich hoch und belief sich im Falle des Westportfolios zum Zeitpunkt des Ankaufs auf ca. 8%, im Falle des Ostportfolios sogar auf rund 41%. Zum Vergleich: Laut dem Leerstandsindex 2021 des Immobiliendienstleisters CBRE betrug die bundesweite Leerstandsquote Ende 2020 lediglich 2,8% und verzeichnete erstmals seit 14 Jahren einen leichten Anstieg, lag damit aber nach wie vor unter der angestrebten Fluktuationsreserve von 3%. Die höchsten Leerstände wurden dabei in Pirmasens (9,3%) und Frankfurt/Oder (9,1%) gemessen, in A-Städten wie Berlin liegt die Quote dagegen zum Teil weit unter 1%.

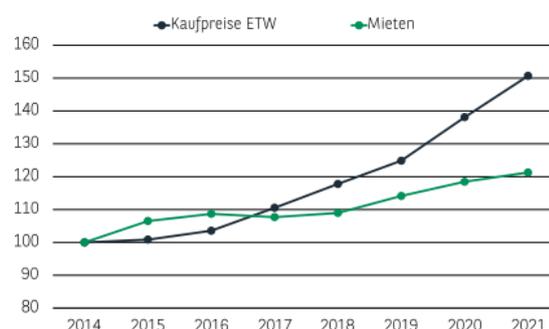
Für ACCENTRO dürfte die Reduzierung des eigenen Leerstands in den nächsten Jahren die größte Herausforderung im Rahmen der Entwicklung des Mietportfolios darstellen. In 2021 wurden hierbei aufgrund der erst schrittweise anlaufenden Modernisierungsmaßnahmen und neuer Zukäufe noch keine sichtbaren Fortschritte erzielt, im Laufe des Geschäftsjahrs 2022 sollten die Erfolge dieser Strategie aber sukzessive in verringerten Leerständen und realisierten Wertsteigerungen der Objekte zum Tragen kommen.

Immobilienmarkt nach jahrelanger Boom-Phase vor neuen Herausforderungen

Die deutsche Immobilienwirtschaft hat in den vergangenen Jahren strukturell erheblichen Rückenwind erfahren. Befeuert durch ein dauerhaftes Niedrigzinsumfeld, den wachsenden Wohlstand in weiten Bevölkerungsteilen und eine starke Migration in die Ballungsgebiete markierten die Häuser- und Wohnungspreise vor allem im städtischen Raum stetig neue Rekordmarken, sodass sich Befürchtungen einer Blasenbildung häufen.

Nach Hochrechnungen des Statistischen Bundesamts erhöhten sich die Preise für Ein- und Zweifamilienhäuser sowie Eigentumswohnungen (ETW) von 2010 bis 2020 bundesweit um rund 65% und damit wesentlich stärker als das Einkommensniveau sowie deutlich überproportional zu den Mieten. Auch nach Ausbruch der Corona-Pandemie setzte sich der Preisanstieg ungebrochen fort. In 2020 verteuerten sich Wohnimmobilien hierzulande im Schnitt um 7,8%, in 2021 zogen die Preise um 11,0% weiter dynamisch an. Der Zeitraum Oktober bis Dezember 2021 markierte mit +12,2% im Vergleich zum Vorjahr sogar den stärksten Quartalsanstieg seit dem Jahr 2000 (Quelle: Statistisches Bundesamt). Demnach erweisen sich Wohnimmobilien auch in Krisenzeiten als „sicherer Hafen“ für Anleger.

Entwicklung ETW-Preise und Mieten in Deutschland
(indexiert; 2014 = 100)



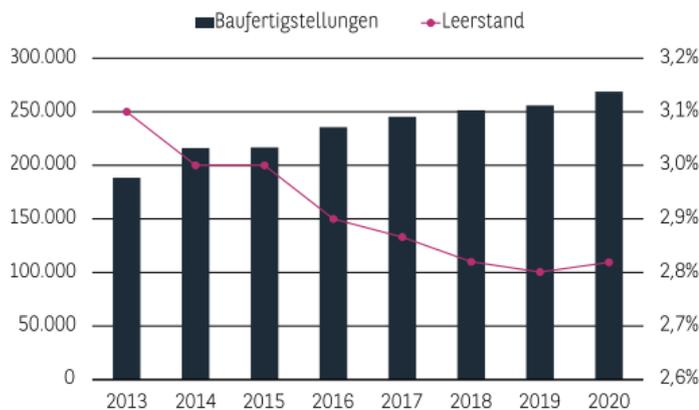
Quelle: BNP Paribas Real Estate; Statistisches Bundesamt

Trotz wachsender konjunktureller Unsicherheiten hat sich die Corona-Zeit somit sogar als Treiber des deutschen Immobilienmarkts herausgestellt. Vielen Menschen verdeutlichte die häusliche Isolation bzw. Quarantäne den Wert eines sicheren eigenen Zuhauses und für Millionen Erwerbstätige wurde die Wohnstätte im Lock-Down zum dauerhaften Arbeitsplatz, sodass die Tätigkeit im Home-Office in einer modernen Arbeitswelt inzwischen nicht mehr wegzudenken ist. Zugleich mussten zahlreiche Konsumausgaben wie beispielsweise für Events und Urlaubsreisen entfallen, weshalb die Sparquote privater

Haushalte in Deutschland in 2020 sprunghaft auf 16,2% anstieg (Vj.: 10,8%; Quelle: Statistisches Bundesamt). Dies entsprach einem Rekordzuwachs privater Ersparnisse um rund 148,9 Mrd. Euro. Auch in 2021 blieb die Sparquote mit 15,0% nach wie vor auf einem sehr hohen Niveau.

Mitursächlich für die kontinuierlich steigenden Immobilienpreise ist auch, dass die Neubautätigkeit mit dem Bedarf insbesondere in den Metropolregionen seit Jahren nicht Schritt hält. Im Jahr 2021 wurden nach Angaben des Statistischen Bundesamtes knapp 293.000 neue Wohnungen fertiggestellt. Für 2022 wird auf Basis der letzten quantitativen Prognose des Hauptverbands der Deutschen Bauindustrie vom 25. März ein Anstieg auf rund 320.000 Wohnungen erwartet. Allerdings erscheint dies vielen Branchenbeobachtern aufgrund der kriegsbedingten Verwerfungen inzwischen zu ambitioniert. Die Zahl liegt wohlgerne auch deutlich unter dem Neubauziel der Bundesregierung, die laut ihrem Koalitionsvertrag eine Größenordnung von 400.000 Neubauwohnungen pro Jahr anstrebt.

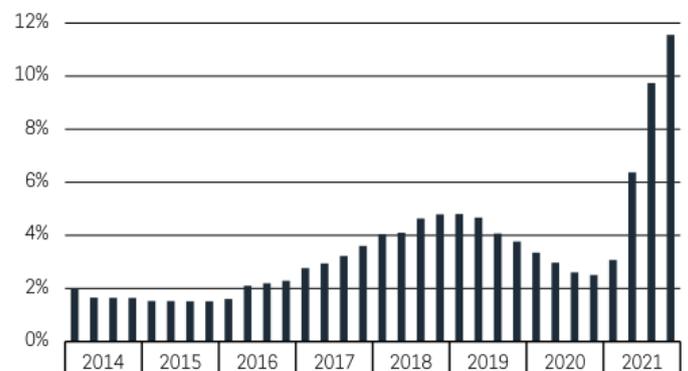
Entwicklung Baufertigstellungen und Leerstandsquote in Deutschland



Quelle: BNP Paribas Real Estate; Statistisches Bundesamt

Veränderung des Baupreisindex für Wohngebäude

(ggü. Vorjahresquartal)



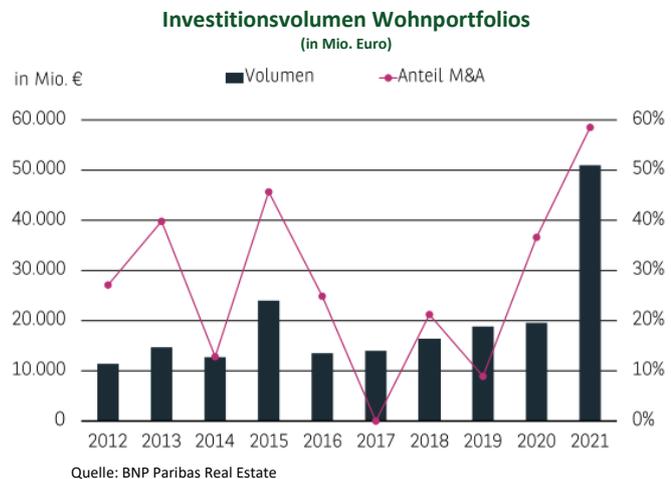
Zum Erreichen des Neubauziels mangelt es grundsätzlich nicht an Bauvorhaben, sondern häufig an den Kapazitäten in der Bauwirtschaft. Zwar stieg die Zahl der Genehmigungen für neue Wohnungen in 2021 mit +2,8% vergleichsweise gering, doch lag zum Jahresende ein Bauüberhang bereits genehmigter aber noch nicht im Bau befindlicher Wohnungen von rund 600.000 Einheiten vor. Allerdings zogen auch die Baupreise in 2021 weiter an und legten insbesondere seit Ausbruch des Krieges in der Ukraine noch einmal massiv zu, sodass Bauvorhaben für viele private und mehr und mehr institutionelle Bauherren nun schlicht unbezahlbar geworden oder mit unkalkulierbaren Risiken verbunden sind. Dies mündet für die Baubranche in Projektverschiebungen oder Auftragsstornierungen. Hinzu kommt, dass wichtige Baumaterialien nur noch schwer zu beschaffen sind oder gänzlich fehlen, weshalb sich Baufirmen trotz voller Auftragsbücher auf Kurzarbeit einstellen und führende Branchenvertreter bereits einen Einbruch des Wohnungsbaus in 2023 erwarten.

Hierzu beitragen könnte auch der zuletzt rasante Anstieg der Bauzinsen. Nach Angaben des größten deutschen Vermittlers privater Baufinanzierungen Interhyp haben sich die Zinsen für Baudarlehen mit 10-jähriger Sollzinsbindung seit Jahresbeginn weit mehr als verdoppelt und notieren inzwischen bei 3,01% (Stand: 17.06.2022). Ein weiterer Anstieg erscheint nicht unwahrscheinlich. Der strukturelle Nachfrageüberhang, der jüngste Angebotsschock durch den Ukraine-Krieg und wachsende Inflationsängste dürften das Vertrauen in den Wert und die Liquidität bestehender Wohnimmobilien in Deutschland u.E. aber weiter stützen, was wir grundsätzlich als positiv für ACCENTRO erachten.

Wohnimmobilien im mittleren Größensegment als Investition weiterhin gefragt

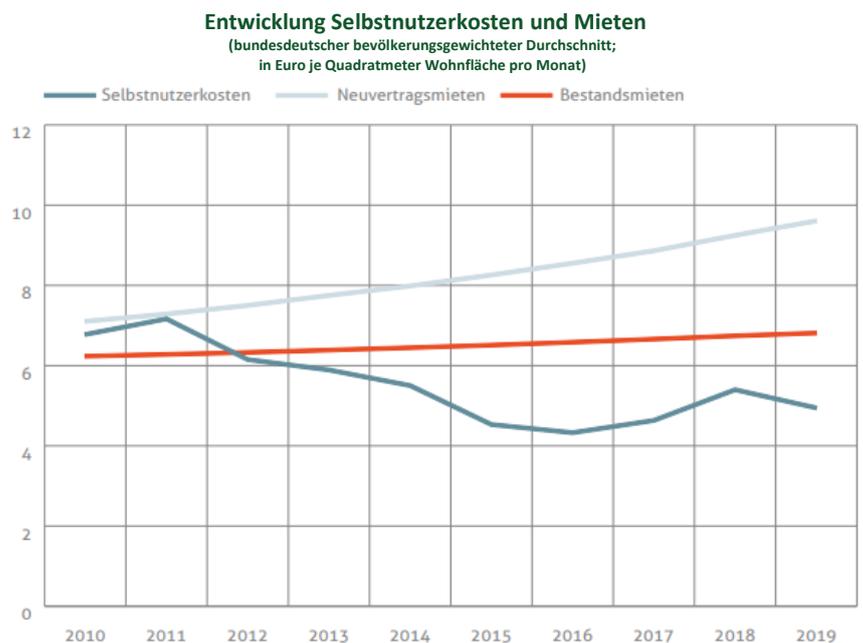
Nach einem Rekordniveau von knapp 51 Mrd. Euro in 2021 dürfte das Investitionsvolumen in Wohnportfolios in 2022 zwar deutlich sinken, allerdings trugen im Vorjahr auch rund 22 Mrd. Euro aus der Übernahme der Deutschen Wohnen durch Vonovia zum Spitzenergebnis bei. Im Auftaktquartal des laufenden Jahres wurde bundesweit ein Transaktionsvolumen

von rund 4 Mrd. Euro erfasst, was einem Rückgang zum Vorjahr von ca. 38% entspricht und um 28% unter dem zehnjährigen Durchschnitt liegt. Grund für diese auf den ersten Blick schwache Entwicklung ist gemäß den Experten von BNP Paribas Real Estate aber nicht die mangelnde Nachfrage in der Breite, sondern das bisherige Fehlen großer Transaktionen jenseits der 200-Mio.-Euro-Marke.



Im Marktsegment zwischen 10 und 100 Mio. Euro, in dem sich bei Block-Trades auch ACCENTRO bewegt, wurde dagegen in Q1/22 mit insgesamt rund 2,5 Mrd. Euro der zweithöchste Wert der vergangenen zehn Jahre ausgewiesen und das Durchschnittsvolumen um ca. 50% übertroffen. Dies unterstreicht u.E. die Robustheit des deutschen Wohn-Investmentmarkts und die fortdauernde Attraktivität von Residential-Immobilien als Kapitalanlage und Privatisierungsobjekt, zumal die Wohneigentumsquote in Deutschland mit ca. 45% europaweit noch die zweitniedrigste ist (Quelle: Deutsche Bundesbank).

Ein wesentlicher Treiber privater Nachfrage nach Wohneigentum in Deutschland besteht seit Jahren darin, dass die Selbstnutzerkosten im Durchschnitt deutlich unter den Mieten liegen. Diese Situation ist hierzulande bereits seit 2012 zu beobachten und hat sich im Zuge der Corona-Pandemie weiter verstärkt. Grund hierfür ist, dass die Mieten stetig zulegten und die Preise langsamer gestiegen als die Zinsen gefallen sind. Trotz nun steigender Zinsen erscheint ein abrupter Preisverfall unwahrscheinlich, da sich dadurch der Abstand zwischen Miet- und Selbstnutzerkosten tendenziell nicht verkleinern würde.



Die nachfolgende Übersicht zeigt, dass dieser Markttreiber zuletzt neben Berlin auch in den übrigen deutschen A-Städten sowie den für ACCENTRO wichtigsten B- und C-Städten wirksam war. Die Ermittlung der Selbstnutzerkosten ergibt sich aus dem Kaufpreis, den Erwerbsnebenkosten, den Hypothekenzinsen, den entgangenen Zinsen auf das eingesetzte Eigenkapital sowie den Instandsetzungskosten infolge des Wertverzehrs.

Selbstnutzerkosten vs. Mieten in ausgewählten Städten

Region	Selbstnutzerkosten (2021; in Euro pro Qm)	Kostenvorteil ggü. Mieten (2021; in %)
Berlin	6,88	+47,3%
Hamburg	8,12	+53,7%
München	10,22	+54,9%
Frankfurt a. M.	7,11	+63,7%
Köln	5,27	+66,2%
Düsseldorf	5,07	+65,7%
Stuttgart	6,84	+59,3%
Duisburg	7,34	+7,4%
Essen	7,47	+18,4%
Halle/Saale	2,62	+67,0%
Gera	3,11	+48,1%

Quelle: Wohnkostenreport 2022

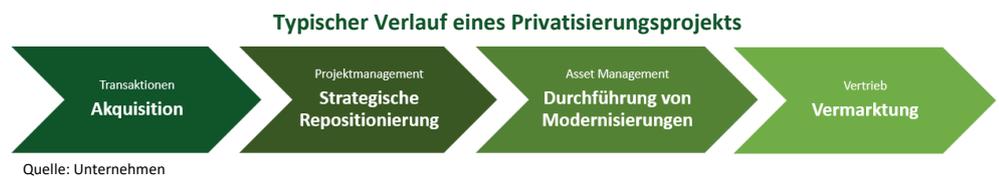
Wir sehen den deutschen Wohnimmobilienmarkt daher trotz wachsender konjunktureller Unsicherheiten weiterhin auf Wachstumskurs, wenngleich die hohe Dynamik der jüngeren Vergangenheit kurzfristig nicht anhalten dürfte. ACCENTROs strategische Stoßrichtung in B- und C-Städte erscheint zudem dadurch schlüssig, dass die Renditen in den A-Städten in 2021 infolge des erneuten deutlichen Anstiegs der Kaufpreise und einer gleichzeitig nur verhaltenen Steigerung der Mieten weiter gesunken sind. Im vergangenen Jahr stiegen die Bestandsmieten laut dem Frühjahrgutachten des Zentralen Immobilien Ausschusses (ZIA) deutschlandweit im Durchschnitt um 3,7% (2020: +3,1%). Dabei zeigte sich das dritte Jahr infolge ein unterdurchschnittlicher Anstieg in den A-Städten von zuletzt 2,7%. Dadurch lag die Bruttoanfangsrendite (exkl. Kaufneben- und Instandhaltungskosten) hier lediglich zwischen 2,2 und 3,0%, was einem weiteren Rückgang von 20-30 Basispunkten gegenüber dem Vorjahr entspricht. Am wenigsten lohnenswert sind Immobilienkäufe demnach zurzeit in Berlin (Rendite: 2,18%)

ACCENTROs Wettbewerbsqualität als Nischenplayer nimmt stetig zu

Im grundsätzlich kompetitiven Wettbewerbsumfeld am deutschen Wohnimmobilienmarkt fokussiert sich ACCENTRO durch die Entwicklung und Privatisierung von Wohnraum auf eine Marktnische. Bezüglich der Größenordnung bewegen sich die betrachteten Portfolios i.d.R. oberhalb der Reichweite von Privatinvestoren, zugleich zumeist aber auch unterhalb des Radars größerer Immobiliengesellschaften, sodass ein geringerer Wettbewerb besteht. Insbesondere gegenüber kleineren lokalen Akteuren hebt sich die Wettbewerbsqualität ACCENTROs darüber hinaus u.E. vor allem durch die folgenden Punkte ab.

- **Langjähriges Markt-Know-how und etablierte Absatzkanäle:** ACCENTRO wurde bereits 1993 gegründet und ist seit 1999 deutschlandweit aktiv. Der starke Track Record mit über 13.000 Kunden und einem beurkundeten Verkaufsvolumen von mehr als 2,0 Mrd. Euro unterstreicht die hohe Reputation des Unternehmens und die Attraktivität der gehandelten Immobilienbestände. Die Gesellschaft ist seit 2007 im Prime Standard gelistet und verfügt durch den etablierten Zugang zum Eigen- und Fremdkapitalmarkt über flexible Finanzierungsmöglichkeiten für den Ankauf von Portfolios sowie bewährte Vertriebskanäle für die Einzelvermarktung und den Globalvertrieb an institutionelle Investoren und Family Offices. Neben dem „Heimatmarkt“ Berlin agieren ACCENTROs Akquise-

und Vertriebsteams bundesweit in Städten mit mehr als 100.000 Einwohnern, wobei der Fokus abseits der übrigen A-Städte (Hamburg, München, Köln, Düsseldorf, Frankfurt am Main und Stuttgart) liegt. Der typische Projektverlauf umfasst abhängig vom Projektvolumen i.d.R. einen Zeitraum von zwei bis drei Jahren und reicht von der Akquisitionsphase sowie der strategischen Repositionierung der Immobilien über die Umsetzung von Modernisierungs- und Sanierungsmaßnahmen bis hin zum Vermarktungsprozess.



- Vorzeigeprojekte:** ACCENTROs hohe Entwicklungs- und Vermarktungskompetenz wird insbesondere anhand des in einem historischen Berliner Baudenkmal im Szeneviertel Kreuzberg gelegenen Projekts „Riehmers Hofgarten“ deutlich. In enger Abstimmung mit dem Denkmalschutzamt wurden neben den Altbau-Wohnungen und Gewerbeeinheiten auch die Treppenhäuser und Eingangsportale detailreich saniert sowie exklusive Neubau-Penthäuser geschaffen, die über eine eigene Dachterrasse mit Blick über die Dächer Berlins verfügen. Die sanierten oder neuen Wohnungen sind bis zu 300 m² groß, bieten zwei bis neun Zimmer mit großzügigen Raumhöhen sowie hochwertig ausgestattete Bäder und sind überwiegend durch einen Aufzug zu erreichen. In 2021 konnten bereits für mehr als 50% der Eigentumswohnungen beurkundete Kaufverträge oder Reservierungen vermeldet werden. Zum Beginn des Jahres 2022 gingen auch die Dachgeschosswohnungen in den Vertrieb.

Impressionen Entwicklungs- und Privatisierungsprojekt „Riehmers Hofgarten“



Quelle: Unternehmen

- Selektive Akquisitionen und flexible Vermarktung:** Die Immobilienexperten von ACCENTRO erreichten im Referenzjahr 2020 Ankaufopportunitäten mit einem Volumen von über 20 Mrd. Euro bzw. für mehr als 155.000 Einheiten. Daran wird ersichtlich, wie groß die Zahl potenzieller Akquisitionsobjekte für das Unternehmen ist. Das finale Investitionsvolumen von rund 200 Mio. Euro bzw. die LOI-Rate von ca. 2% verdeutlichen aber, dass neue Projekte nur sehr selektiv angegangen werden. Zugleich verfügt ACCENTRO durch die Möglichkeiten zur Privatisierung oder Bestandshaltung über völlige Flexibilität hinsichtlich der optimalen Verwertung der Objekte. Obwohl beim Erwerb eine klare Zuordnung zum Privatisierungs- (d.h. Vorrats-) oder Miet- (d.h. Bestands-) Portfolio erfolgt, tragen die in aller Regel vermieteten Vorratsimmobilien bis zum Zeitpunkt der Privatisierung ebenfalls zum Mieterlös bei. Umgekehrt ist bei den Bestandsimmobilien ein Blockverkauf an institutionelle Investoren im Falle eines guten Angebots normaler Teil der Geschäftsstrategie.
- Diversifizierung des Geschäftsmodells:** Wenngleich ACCENTROs Kerngeschäft nach wie vor die Wohnungsprivatisierung darstellt, gewinnen die Aktivitäten als Bestandhalter und Dienstleister mehr und mehr an Bedeutung. Dadurch wird der zwar ertragsstarke aber volatilere Geschäftszweig der Privatisierung um das von hoher Stabilität gekennzeichnete Geschäft als Vermieter und Entwickler ergänzt, was zu einer höheren Kontinuität von Erträgen und Cashflows führt. Das Vermietungsgeschäft trug in 2021 mit Erlösen von rund 17 Mio. Euro ca. 9% zum Gesamtumsatz bei. ACCENTRO beabsichtigt, aus dem hieraus erzielten Rohertrag

perspektivisch die übrigen Konzern-OPEX weitgehend decken zu können, wofür u.E. ein Mietbestand von >10.000 Einheiten mit geringem Leerstand notwendig ist. Nicht zuletzt dürfte das Servicegeschäft, also der Immobilienvertrieb für Dritte wie beispielsweise Makler, Bauträger und Projektentwickler, durch die Kooperation mit ImmoScout24 zukünftig überproportional wachsen und eine weitere wichtige Ertragssäule bilden. Damit adressiert ACCENTRO erstmals gezielt den Neubausektor, der vor dem Hintergrund des von der neuen Bundesregierung im Koalitionsvertrag festgeschriebenen Ziels zum Bau von 400.000 neuen Wohnungen pro Jahr strukturell weiter an Bedeutung gewinnen sollte, wenngleich die Zielsetzung aufgrund der Materialengpässe in der Bauwirtschaft kurzfristig noch nicht erreicht werden dürfte. Das Geschäftsmodell ACCENTROs könnte damit dennoch zukünftig mehr und mehr Züge eines Plattformgeschäfts annehmen.

- **Regionale Expansion:** Neben der inhaltlichen Diversifizierung des Geschäfts strebt ACCENTRO auch regional eine zunehmend breitere Aufstellung an. So erfolgte der Aufbau des eigenen Vermietungsportfolios in 2020 gezielt in B- und C-Städten abseits Berlins. Hier identifiziert das Unternehmen nach wie vor Objekte mit avisierten Mietrenditen von > 5%, wohingegen Berlin mit i.d.R. < 2% in dieser Hinsicht nicht mehr attraktiv genug ist. Der Mix im Vertriebsportfolio zur Privatisierung, der mit einem Anteil von ca. 2/3 noch sehr Berlin-lastig ist, sollte sich infolge der zu erwartenden Neuerwerbe in spätestens zwei bis drei Jahren auch deutlich ausgewogener gestalten. ACCENTRO verringert damit schrittweise das Exposure im auch regulatorisch angespannten Berliner Wohnungsmarkt zugunsten einer Fokussierung auf diverse regionale Standorte und Ballungsräume mit größerem Entwicklungspotenzial.
- **Digitale Assistenz- und Bewertungssysteme:** Mit der Plattform PropRate führte ACCENTRO im Dezember 2020 ein eigenes online-basiertes Tool ein, das Kunden u.a. durch Anwendungen künstlicher Intelligenz bei der Immobiliensuche und -bewertung unterstützen und dadurch die Kundengewinnung und -bindung insgesamt stärken soll. Die kostenlose Plattform umfasst alle Objekte der größten Immobilien-Suchmaschinen in Deutschland, stellt die wesentlichen KPIs (Lage, Angebotspreis, Wertentwicklung, Rendite) in einem leicht verständlichen Rating dar und bietet dadurch in Echtzeit eine realitätsnahe Bewertung unter Investment-Gesichtspunkten. Die innovative Lösung wurde bereits mehrfach ausgezeichnet, u.a. mit dem Digital Award in der Kategorie „Innovation (inkl. AI)“ im April 2021 sowie dem Annual Multimedia Award in der Kategorie „Best Use of Data & KI“ im Dezember 2021. In 2022 stehen Weiterentwicklungen u.a. in Bezug auf die Vermittlung von Immobilienfinanzierungen, die Lageanalyse unter Berücksichtigung von Umgebungsdaten (Freizeitangebot, Verkehrsanbindung, Einkaufsstätten etc.) sowie die Vernetzung mit Maklern und Beratern für energetische Sanierungen auf der Agenda. Nutzern bietet sich die Möglichkeit, die eigene Immobilie nach der Bewertung direkt an ACCENTRO zu verkaufen.

ACCENTRO agiert demnach als etablierter und zugleich innovativer Akteur in der deutschen Immobilienlandschaft. Aufgrund der genannten Faktoren sehen wir das Unternehmen in der Lage, sich auch weiter langfristig am Wohnungsmarkt zu behaupten.

Energetische Sanierungen und Ausarbeitung einer ESG-Strategie im Fokus

Die Immobilienbranche – also Wohn- und Nicht-Wohngebäude – steht in Deutschland für rund 35% des Energieverbrauchs und 30% der energiebedingten CO₂-Emissionen. Private Wohnimmobilien machen etwa zwei Drittel des Gebäudebestands aus und drei Viertel der Gebäude wurden vor der ersten Wärmeschutzverordnung von 1977 gebaut (Quelle: ZDB). Dies verdeutlicht die Bedeutung des Gebäudebereichs zum Erreichen der Klimaziele.

Eine Modellrechnung der Stiftung Klimaneutralität sieht im „Szenario Klimaneutral 2045“ für den Gebäudebestand in Deutschland schon bis 2030 eine energetische Sanierungsrate von 1,6% p.a. als notwendig an, was gegenüber 2015 einer Beschleunigung von rund 50%

gleichkommt. Dies erachten wir über die Klimaziele hinaus auch für das Geschäftsmodell ACCENTROs als einen wichtigen Erfolgsfaktor, denn während in der Vergangenheit die Energieeffizienz für die Preisfindung einer Immobilie noch eine untergeordnete Rolle spielte, dürfte ihre Bedeutung durch verschärfte regulatorische Vorgaben zur Sanierung und Modernisierung und nicht zuletzt die drastisch steigenden Energiekosten rasant zunehmen.

ACCENTRO beabsichtigt, im Zuge der Sanierungen mindestens den Effizienzhaus-Standard 55 zu erreichen, wonach ein Gebäude nur 55% des Energieverbrauchs eines Neubaus nach GEG (Gebäudeenergiegesetz) aufweist. Das laufende Sanierungsprojekt bei einem Berliner Mehrfamilienhaus mit 22 Einheiten verdeutlicht dabei das enorme Einsparpotenzial. Durch die Fassaden- und Dachdämmung sowie die Installation einer Wärmepumpenheizung und einer Photovoltaik-Anlage kann der Energiebedarf des sechsgeschossigen Altbaus nach Berechnungen des Unternehmens von bislang 169 kWh/qm auf nur noch 16 kWh/qm gesenkt werden, was einer Reduktion von rund 90% gleichkommt.

Beispiele wie dieses zeigen u.E., dass ACCENTRO nicht unwesentlichen dazu beiträgt, die zum Erreichen der Klimaziele unverzichtbare Modernisierung des Gebäudebestands in Deutschland voranzutreiben, was auch unmittelbar das Nachhaltigkeitsziel Nummer 13 „Maßnahmen zum Klimaschutz“ der von den Vereinten Nationen formulierten *Sustainable Development Goals* (SDG) begünstigt. Wir sehen das Geschäftsmodell ACCENTROs in Gänze angesichts der systematischen Investition in und Aufwertung von Wohnraum jedoch vielmehr in Verantwortung für SDG 11 „Nachhaltige Städte und Gemeinden“, das als Unterziel u.a. auf „den Zugang zu angemessenem, sicherem und bezahlbarem Wohnraum“ abzielt.

Eine strukturierte Berichterstattung zu den eigenen Nachhaltigkeitsleistungen liegt von ACCENTRO bislang nicht vor, doch kündigte das Unternehmen an, im laufenden Jahr eine umfassende ESG-Strategie für den Konzern entwickeln und die erforderlichen Prozesse entlang der gesamten Wertschöpfungskette etablieren zu wollen. Die u.E. drängendsten Themen in puncto Umwelt, Soziales, Corporate Governance sowie ökonomische Nachhaltigkeit stellen wir in der nachfolgenden Übersicht zusammenfassend dar.

Betroffene SDGs sowie offene ESG-/Nachhaltigkeitsaufgaben

- Offenlegung des **Zustands des Immobilienportfolios** im Hinblick auf die **Energieeffizienz**, den Status der **Energetischen Sanierung** sowie der geplanten **Sanierungsraten, -kosten und -maßnahmen**
- Aufstellung des **Nachhaltigkeits-Reportings** bzgl. taxonomiefähiger und -konformer Anteile in Umsatz, OPEX und CAPEX
- Festlegung konkreter **Dekarbonisierungsziele** für die Gebäude und Wohneinheiten auf Basis von **Scope 1, 2 und 3** sowie Kompensation temporär unvermeidbarer Emissionen (Offsetting)
- Ermittlung sonst. **umweltbezogener (Verbrauchs-)Daten** im Gebäudemanagement wie Ökostrom-Anteil, Heizungsart, Abfallmengen, Wasserverbrauch etc.

- **Intensivierter Dialog mit Stakeholdern** (aktuell besteht durch den Minderheitsaktionär ADLER eine Verbindung zu den dortigen schwerwiegenden Kontroversen bzgl. Bilanzierung und Corporate Governance), wobei ACCENTRO jüngst u.a. über ein Event der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SDK) verstärkt in den Dialog getreten ist

- Offenlegung von **Daten zur Mitarbeiterstruktur und -zufriedenheit** (Fluktuation, Krankheitstage etc.) – ACCENTRO erhält mit Ø 4,0 Punkten aktuell eine gute Bewertung auf der Plattform kununu

- Darstellung der angebotenen **Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen** für die zuletzt zahlenmäßig deutlich vergrößerte Belegschaft (2021: 101 MA vs. Vj.: 74 MA)

11 NACHHALTIGE STÄDTE UND GEMEINDEN



- Entwicklung einer **konzernweiten Nachhaltigkeitsstrategie** inkl. Analyse der Klimaresilienz und systematischer Erfassung von ESG-Daten

- Personelle **Aufstockung des derzeitigen Alleinvorstands** sowie **Stärkung der Diversität auf Führungsebene** (derzeit keine weiblichen Mitglieder in Vorstand und Aufsichtsrat)

- **Vermeidung von Interessenkonflikten** (aktuell führen zwei AR-Mitglieder Organfunktionen bei Wettbewerbern aus) sowie **Ausbau des Compliance Managements** (u.a. durch Einführung eines Hinweisgebersystems)

- Offenlegung der individuellen **Vorstandsvergütung** und **Incentivierung** des Managements anhand mittel- und langfristiger **Nachhaltigkeitsziele**

- **Abbau des hohen Berlin-Exposures** im Privatisierungsgeschäft und **Reduktion des Leerstands** im Mietportfolio

- **Senkung der Nettoverschuldung**, um auch bei Wertminderungen des Immobilienvermögens genügend Spielraum ggü. **Financial Covenants** zu haben (LTV-Cap: 65%)

- Kurzfristige Klärung der Absichten hinsichtlich einer **Rückzahlung bzw. Refinanzierung der Anleihe 2020/2023** (Volumen: 250 Mio. Euro; Restlaufzeit: ca. 9 Monate; Kurs: 68%)

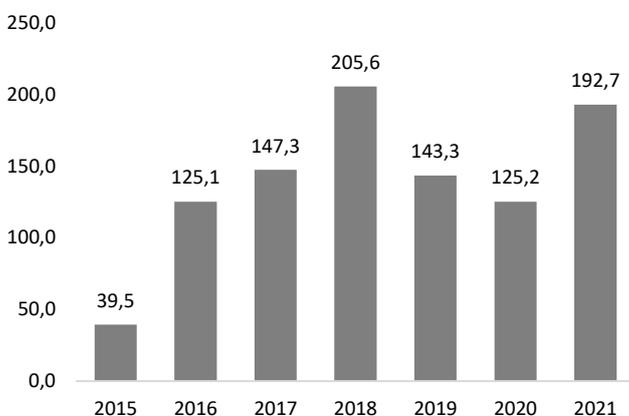
- **Steigerung der operativen Profitabilität** (vor Bewertungseffekten) und Rückkehr zur **nachhaltigen Dividendenfähigkeit**

Quelle: Unternehmen, United Nations, Montega

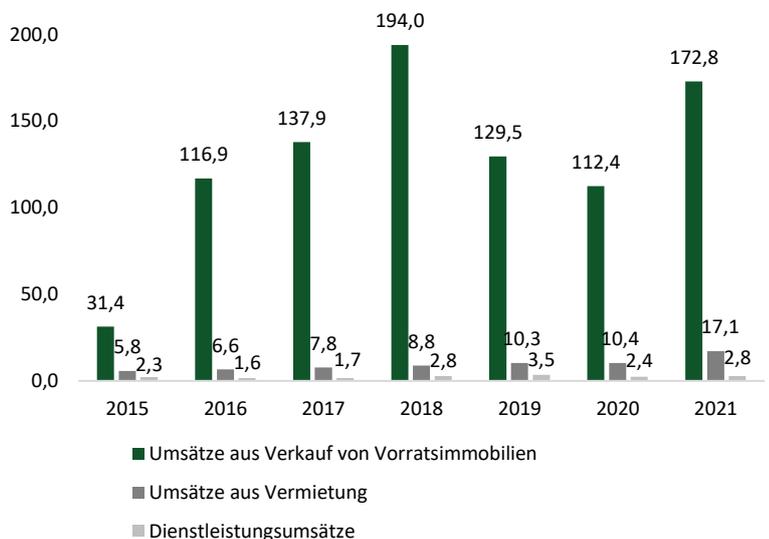
Nach Corona-Delle wieder im Wachstumsmodus

Mit Blick auf die Umsatzentwicklung ACCENTROs in den letzten Jahren zeigt sich zunächst ein starker Anstieg auf das bisherige Rekordumsatzniveau i.H.v. 205,6 Mio. Euro in 2018 (CAGR 2015-2018: +73,3%). Die damaligen Erlöse wurde erheblich durch die Entkonsolidierung eines umfangreichen Immobilienportfolios determiniert, sodass die Umsätze aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien im selben Jahr mit 194,0 Mio. Euro einen historischen Spitzenwert erreichten. Ausgehend hiervon ging der Konzernumsatz in 2019 spürbar zurück (-30,3% yoy), was sich infolge des Ausbruchs der Corona-Krise in 2020 zunächst fortsetzte (-12,6% yoy). In Summe legte das Privatisierungsgeschäft zwischen 2015 und 2020 jedoch um durchschnittlich 29,1% p.a. zu. Die Umsätze aus der Vermietung wuchsen im gleichen Zeitraum weniger dynamisch, aber stetig (CAGR 2015-2020: +12,4%).

Entwicklung Konzernumsatz
(in Mio. Euro)



Umsatzentwicklung der Geschäftsbereiche
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Wenngleich sich der deutsche Wohnimmobilienmarkt auch in der Pandemiezeit robust zeigte, führten temporär schwächere Verkaufszahlen ACCENTROs in den Frühlings- und Sommermonaten 2020 sowie Corona-bedingte Verzögerungen der Grundbuchämter beim Nutzen-Lasten-Wechsel in Q4/20 zu einer gewissen Verschiebung und Nachholeffekten in 2021. Dies spiegelte sich insbesondere nach Ende des Lock-Downs ab März 2021 bis einschließlich Oktober in durchweg überdurchschnittlichen Einheitenverkäufen und erhöhten Verkaufsvolumina wider. Die Zahl der verkauften Einheiten erreichte dabei nach 9M/21 mit 614 (Vj.: 264 Einheiten) das höchste Niveau seit 2015.

Verkaufte Einheiten



Quelle: Unternehmen

Verkaufsvolumen
(in Euro)



Auf Gesamtjahressicht führte dies in 2021 zu einem dynamischen Anstieg der Privatisierungserlöse auf 172,8 Mio. Euro (+53,8% yoy). Neben der hohen Nachfrage wurde der Umsatz auch durch eine spürbare Anhebung der Verkaufspreise im hohen einstelligen Prozentbereich getrieben. Die Preisanpassungen nahm ACCENTRO im Sommer 2021 u.a. aufgrund der steigenden Baukosten vor, die das Unternehmen insbesondere bei Umbau- und Modernisierungsarbeiten zu tragen hat. Die insgesamt 761 verkauften Einheiten (Vj.: 420 Einheiten) gingen zu rund 60% (Vj.: 51%) an institutionelle Kapitalanleger, was für die anhaltend hohe Attraktivität des deutschen Wohnungsmarkts spricht. Mit 75% (Vj.: 65%) fand erneut der Großteil der Transaktionen in Berlin statt. Das beurkundete Verkaufsvolumen belief sich sogar auf einen neuen Rekordwert von 246,5 Mio. Euro (Vj.: 118,7 Mio. Euro).

Aufgrund der signifikanten Ausweitung des eigenen Mietbestands durch die Akquisitionen des West- und Ostportfolios im Vorjahr stiegen die Vermietungsumsätze in 2021 überproportional auf 17,1 Mio. Euro (+64,9% yoy). Das Servicegeschäft blieb mit Vermittlungsumsätzen von 2,8 Mio. Euro nach wie vor von untergeordneter Bedeutung, legte aber ebenfalls zweistellig zu (+16,3% yoy). Mit einem Konzernumsatz von 192,7 Mio. Euro bzw. einem Wachstum von 54,0% yoy landete ACCENTRO in 2021 somit schließlich im oberen Bereich der Zielbandbreite von 170 bis 200 Mio. Euro.

Volle Privatisierungs-Pipeline und steigende Mieterlöse untermauern Prognose

Für 2022 stellt ACCENTRO ein anhaltendes Wachstum des Konzernumsatzes auf 200 bis 220 Mio. Euro in Aussicht. Laut dem Unternehmen wurde bei der Verkaufsplanung bereits berücksichtigt, dass sich die weiter steigende Inflation verbunden mit einem deutlich höheren Zinsniveau sowie die generelle Verunsicherung bezüglich der konjunkturellen Entwicklung zumindest vorübergehend belastend auf das Kaufverhalten der (privaten) Investoren auswirken.

Aktuell verfügt das Unternehmen nichtsdestotrotz über eine prall gefüllte Pipeline in der Einzelprivatisierung mit per 31.03. insgesamt 766 bereits rechtlich parzellierten Einheiten, die innerhalb der nächsten ein bis zwei Jahre veräußert werden sollen. Daraus ergeben sich avisierte Verkaufserlöse i.H.v. ca. 330 Mio. Euro im Retail-Geschäft (ca. 356 Mio. Euro per 31.12.). Zudem verzeichnete ACCENTRO per Ende 2021 einen Überhang beurkundeter aber noch nicht umsatzwirksamer Verkäufe von 71 Wohneinheiten mit einem Ankaufspreis von 22,3 Mio. Euro. Der Nutzen-Lasten-Wechsel erfolgte hierbei überwiegend in Q1/22. Im Januar nahm ACCENTRO darüber hinaus eine weitere Anhebung der Verkaufspreise um rund 7% vor. Der Jahresstart 2022 fiel daher laut den Ende März veröffentlichten Q1-Zahlen positiv aus. ACCENTRO konnte mit 86 verkauften Einheiten bzw. einem Verkaufsvolumen i.H.v. 27,3 Mio. Euro die Basis des außergewöhnlich starken Vorjahresquartals zwar nicht übertreffen (Q1/21: 135 Einheiten bzw. 51,4 Mio. Euro), aber das zweitbeste Resultat der Firmengeschichte erzielen.

Umsatz-Pipeline im Privatisierungsgeschäft

	in Vorbereitung bzw. im Verkaufsprozess		Gesamt
Einheiten	852	148	1.000
Fläche (in m ²)	63.693	11.517	75.210
Typ	Retail	Institutional	
Erw. Umsatzvolumen (in Mio. Euro)	356	22	378

Quelle: Unternehmen; Stand 31.12.2021

Vor diesem Hintergrund stieg der Konzernumsatz in Q1/22 um 22,1% yoy auf 33,7 Mio. Euro. Neben einem weiterhin erfreulichen Geschäft in der Wohnungsprivatisierung (+21,1% yoy) beruhte dies auf einer starken Entwicklung der Mieterlöse (+37,9% yoy). Für 2022 rechnen wir daher mit Umsätzen aus dem Immobilienverkauf von rund 190,1 Mio. Euro, was ein knapp zweistelliges Wachstum von 10,0% yoy bedeuten würde. In den Folgejahren erwarten wir eine Fortsetzung des Wachstumskurses mit allerdings leicht abnehmender Dynamik (CAGR 2021-2025e: 7,4%), sodass sich bis 2025 ein Umsatzniveau

von rund 230 Mio. Euro aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien ergeben sollte. Ein Teil dessen dürfte dabei auch aus dem Neubau und Verkauf von Dachgeschosswohnungen erzielt werden, die ACCENTRO seit 2019 zunehmend auf vorhandenen Wohneinheiten neu errichten lässt.

Darüber hinaus zeichnet sich auch für die Umsätze aus der Vermietung allein auf Basis des aktuellen Portfolios von ca. 3.600 Mieteinheiten (per 31.12.) ein weiterer Anstieg ab. So erwirbt ACCENTRO wie dargelegt i.d.R. bewusst Immobilien mit nicht ausgeschöpftem Potenzial, um die Mieteinkünfte durch Sanierungs- und Modernisierungsmaßnahmen und eine Reduktion des Leerstands sukzessive zu steigern. Im Falle des Ostportfolios beispielsweise soll dieser innerhalb von rund zwei Jahren von anfänglich ca. 40% etwa halbiert werden. Des Weiteren gehen wir von einer Steigerung der Bestandsmieten im jährlich niedrigen einstelligen Prozentbereich aus. Vor diesem Hintergrund erwarten wir in 2022 einen Anstieg der Mieterlöse um 14,0% auf rund 19,5 Mio. Euro, während bis 2025 ein Niveau von ca. 25,0 Mio. Euro erreicht werden sollte (CAGR 2021-2025e: 9,6%). Einen großvolumigen Ausbau des Mietportfolios durch weitere Zukäufe beziehen wir dabei wohlgemerkt in unsere Planungen zunächst nicht ein.

Schon auf Basis des angestammten Kerngeschäfts der Wohnungsprivatisierung sowie der zunehmend an Bedeutung gewinnenden Vermietung sehen wir ACCENTRO somit in der Lage, das Umsatzniveau innerhalb der nächsten vier Jahre um insgesamt über 30% auf rund 255 Mio. Euro zu steigern. Hinzu kommt, dass das in der Vergangenheit zumeist ein Schattendasein führende Dienstleistungsgeschäft (Umsatzanteil 2021 < 2%) neuerdings das Potenzial besitzt, zur dritten bedeutenden Umsatzsäule des Konzerns zu werden.

Kooperation mit ImmoScout24 könnte zum Wachstumskatalysator werden

Im vergangenen November vermeldete ACCENTRO eine langfristig angelegte exklusive Kooperation mit der Immobilien Scout GmbH, die Betreiber der Online-Plattform „ImmoScout24“ ist. ImmoScout24 gilt mit monatlich über 20 Mio. Nutzern auf der Website oder App und ca. 7,8 Mio. Kaufinteressenten als das führende und reichweitenstärkste Immobilienportal in Deutschland. Über die Plattform wurden nach eigenen Angaben in 2020 pro Monat durchschnittlich 57,8 Kaufanfragen pro Objekt getätigt.

Im Zuge der strategischen Partnerschaft zwischen ACCENTRO und ImmoScout24 sollen fortan bundesweit Wohnimmobilien im Neubausegment für eine gemeinsame Gesamtvermarktung identifiziert werden. ACCENTRO bietet den Eigentümer-Gesellschaften dabei garantierte Abnahmeverträge für ihre Projekte. Dies bedeutet die Zusage, die Wohnungen zu einem festgelegten Preis in den eigenen Bestand zu übernehmen, sofern diese innerhalb einer bestimmten Frist nicht an Dritte vermittelt werden können. Das Online-Marketing der Immobilien wird vollständig von ImmoScout24 durchgeführt und reicht von der Platzierung auf dem gleichnamigen Online-Marktplatz über die Vermarktung anhand von Projekt-Webseiten (Microsites), Sonderwerbformen wie die Erstellung von Exposés bis hin zu Social-Media-Marketing. Ein gemeinsamer internationaler Auftritt soll zudem den Adressatenkreis über den deutschsprachigen Raum hinaus erweitern. Den eigenen Werbeaufwand beziffert ACCENTRO auf ca. 1,5% der potenziellen Verkaufssumme.

Durch die langfristige Kooperation stärkt ACCENTRO das Service-Angebot für institutionelle Investoren, Projektentwickler, Bauträger, Makler und andere Immobilien-Gesellschaften, die Teile ihres Portfolios veräußern wollen. Diese sollten nicht zuletzt durch die gewährte Verkaufsgarantie bessere Finanzierungsbedingungen bei den beteiligten Banken erhalten. Zugleich dürfte sich durch den Schritt das Geschäftsvolumen mit Neubauwohnungen erheblich ausweiten, was angesichts der von der Bundesregierung beabsichtigten und gesetzlich forcierten Beschleunigung der Neubautätigkeit im Wohnungsbau (u.a. mittels Baulandmobilisierungsgesetz) u.E. auch strategisch äußerst sinnvoll erscheint.

ACCENTRO hat die Wachstumspläne aus der Kooperation bislang nicht mit quantitativen Zielen verknüpft, im Einklang mit anderen Marktbeobachtern halten wir aber mittelfristig Transaktionsvolumina im oberen zweistelligen bis unteren dreistelligen Mio.-Euro-Bereich für nicht ausgeschlossen. Bei einer Provisionsmarge von ca. 10% würde dies im Optimalfall

zu Erlösströmen im zweistelligen Mio.-Euro-Bereich für das Geschäftsfeld Dienstleistungen bei ACCENTRO führen. Wir planen angesichts des noch ausstehenden Proof-of Concepts vorerst jedoch deutlich konservativer. Für 2022 setzen wir Provisionserlöse i.H.v. 4,0 Mio. Euro an, die sich auf 5,0 Mio. Euro in 2023 bzw. 6,0 Mio. Euro in 2024 steigern lassen sollten. In Summe kalkulieren wir mit einem Beitrag aus Dienstleistungsumsätzen von 10,8 Mio. Euro zum Ende unserer Detailplanungsphase in 2025, was zu einem erwarteten Konzernumsatz von 265,6 Mio. Euro im selben Jahr führt.

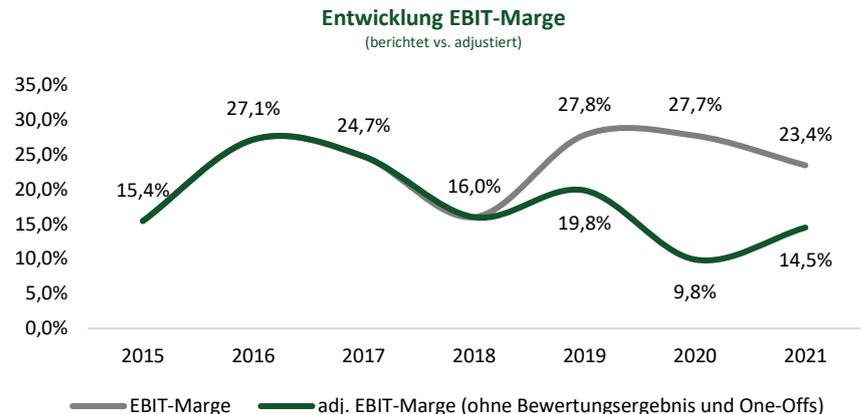


Quelle: Unternehmen, Montega

Operative Marge vor Bewertungseffekten dürfte zunächst leicht sinken

In den letzten Jahren erzielte ACCENTRO durchweg zweistellige EBIT-Margen zwischen 15,4% (2015) und 27,8% (2019), wobei das Ergebnis in 2019 (+11,4 Mio. Euro) und 2020 (+28,4 Mio. Euro) durch hohe Wertzuschreibungen auf die als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien (Mietimmobilien) erheblich begünstigt wurde. Demgegenüber standen in 2020 Einmalaufwendungen von rund 6,0 Mio. Euro aus projektbedingten Rückstellungen, außerordentlichen Beratungskosten sowie Sonderkosten im Zuge des Vorstandswechsels. In 2021 wurden erneut positive Ergebniseffekte aus Fair-Value-Anpassungen im Mietportfolio erzielt (+19,0 Mio. Euro), aber in etwas geringerem Ausmaß als im Vorjahr.

Vor 2019 wies ACCENTRO hingegen keine Fair-Value-Adjustments aus, da dies nur infolge eines Gutachterbescheids für die Bestandsimmobilien erfolgt und letztere erst durch die geänderte Geschäftsstrategie und die erstmalige Überführung von Vorratsimmobilien ins Mietportfolio Eingang in die Bilanz fanden. Operativ, d.h. bereinigt um Fair-Value-Anpassungen und One-Offs, lag die Marge in den ersten beiden Pandemie-Jahren 2020 (9,8%) und 2021 (14,5%) deutlich unter dem Durchschnitt der Vorjahre (Ø EBIT-Marge 2015-2018: 20,8%), zeigte sich zuletzt aber wieder verbessert. Diese Entwicklung ist auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen, die zum Teil über die Corona-bedingten Sondereffekte hinausgehen und in der Detailbetrachtung der Geschäftsbereiche stärker zum Vorschein kommen.



Quelle: Unternehmen

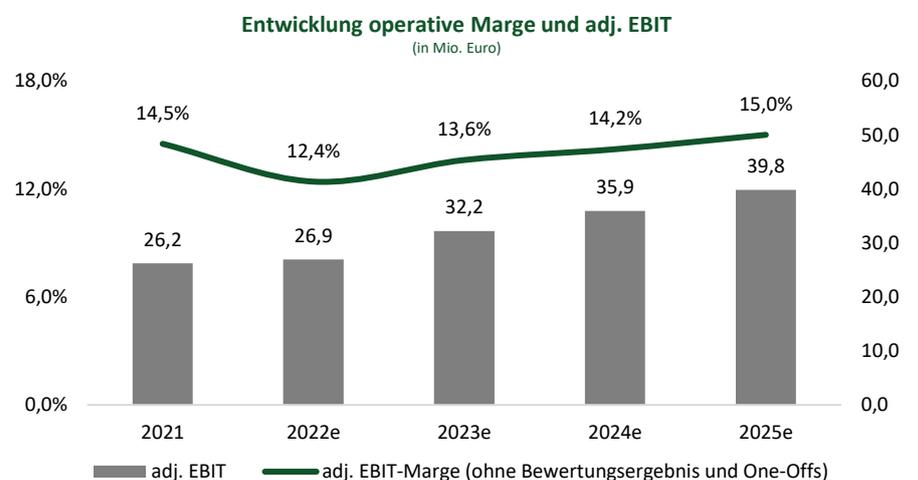
So schwankt die Marge in der Privatisierung üblicherweise stark mit der Zusammensetzung der veräußerten Immobilien, zu denen ab Sommer 2021 auch das hochpreisige Berliner Ensemble Riehmers Hofgarten sowie ein Portfolio in Bayern zählten. Zudem belasteten sukzessive steigende Baukosten im Frühjahr 2021 zunächst das Ergebnis, ehe ACCENTRO hierauf im Juli mit einer spürbaren Anhebung der Verkaufspreise um durchschnittlich rund 8% reagierte, was nach Angaben des Unternehmens ohne nennenswerte Folgen für die Nachfrage blieb. Des Weiteren führte eine unterjährig veränderte Verbuchung von Maklerkosten nach Beurkundung statt wie bislang nach dem Nutzen-Lasten-Wechsel zu einem kostenseitigen Vorzieheffekt. Dies alles trug dazu bei, dass ACCENTRO in Q3/21 die Marge aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien auf ein Spitzenniveau von 39,5% steigern konnte und in diesem Geschäftsbereich auf Gesamtjahressicht mit 27,6% (+10,1 PP yoy) die höchste Profitabilität seit 2016 sowie ein Rekordergebnis i.H.v. 47,8 Mio. Euro (Vj.: 19,6 Mio. Euro) erzielt wurde.

Demgegenüber ging die Marge in der Vermietung angesichts des starken Portfolioausbaus mit hohem Leerstand zwar deutlich aber unterproportional auf 41,1% (-5,8 PP) zurück, wobei das Mietergebnis aber erstmals knapp über 7,0 Mio. Euro (Vj.: 4,9 Mio. Euro) ausmachte. In Summe verzeichnete der ACCENTRO-Konzern damit in 2021 eine ausgesprochen hohe Rohertragsmarge von 29,4% (vs. Ø 2015-2020: 26,2%) bzw. einen Rohertrag von 56,8 Mio. Euro. Dagegen bremsten ein nochmals starker Personalaufbau (2021: +27 MA) und die u.a. im Zuge einer Anleihe-Emission sowie der Digitalisierungsoffensive sprunghaft gestiegenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen (18,4 Mio. Euro vs. Vj.: 10,7 Mio. Euro) die Ergebnisdynamik ab, sodass inklusive des Bewertungsergebnisses zwar ein Rekord-EBIT von 45,2 Mio. Euro erreicht wurde, dies aber am unteren Ende der Zielspanne (45-50 Mio. Euro) lag.

In Q1/22 erzielte das Privatisierungsgeschäft ein Rohergebnis von 6,4 Mio. Euro bzw. eine Marge von 21,8% (Vj.: 21,1%), während die Vermietung einen Beitrag von 4,0 Mio. Euro beisteuerte, was einer stabilen Marge von 62,5% entspricht. Durch unterproportionale Zuwächse der Personalkosten sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen legte das Konzern-EBIT auf 3,6 Mio. Euro (Vj.: 2,3 Mio. Euro) zu, sodass sich die operative Marge auf 10,7% (Vj.: 8,3%) verbesserte. Für 2022 rechnet ACCENTRO aber erneut mit einem Konzern-EBIT i.H.v. 45 bis 50 Mio. Euro, was einer bestenfalls leichten Steigerung entspricht. Dabei dürfte der Vorstand aufgrund der zurzeit fragilen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung bewusst vorsichtig planen. Das Bewertungsergebnis soll sich nach Angaben des Managements aber auf dem Niveau des Vorjahres bewegen, sodass wir hierfür 19,0 Mio. Euro einkalkulieren. Für die Jahre 2023 und 2024 setzen wir unsere Erwartung bezüglich des Ergebnisbeitrags aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien (Mietimmobilien) mit jeweils 5 Mio. Euro zunächst jedoch sehr konservativ an. In den letzten drei Jahren erzielte ACCENTRO im Durchschnitt ein positives Bewertungsergebnis von rund 20 Mio. Euro p.a., allerdings haben diese nicht-cashwirksamen Effekte in unserem DCF-Modell ohnehin keinen Einfluss auf die finale Bewertung. In Bezug auf die operative Ergebnisentwicklung gehen wir kurz- und mittelfristig von folgenden Annahmen aus:

- Die **Rohermargen** dürften in 2022 ausgehend vom hohen Vorjahresniveau zunächst moderat sinken (MONe: 24,0%; -5,3 PP yoy). Hintergründe sind ein u.E. ausgewogenerer Preis-Mix bei den verkauften Immobilien und höhere Bau- und Modernisierungskosten, sodass der Margenrückgang vor allem durch das Privatisierungsgeschäft bedingt sein dürfte. Dagegen erwarten wir in der Vermietung ohne Antizipation größerer Zukäufe zunächst einen Seitwärtsschritt. Dieser Annahme liegen einerseits steigende Mieten sowie eine Reduzierung des Leerstands vor allem ab der zweiten Jahreshälfte (nach Beendigung laufender Bauarbeiten) zu Grunde, während sich andererseits auch hier die signifikanten Kostensteigerungen bei Bau- und Handwerkerleistungen niederschlagen sollten. Aus der ImmoScout24-Kooperation rechnen wir im ersten Jahr bereits mit leicht positiven aber noch niedrigen Ergebnisbeiträgen im mittleren sechsstelligen Bereich (MONe: 0,4 Mio. Euro).
- Bezüglich der **Personalaufwendungen** gehen wir von einem überproportionalen Anstieg auf 11,9 Mio. Euro (Vj.: 10,3 Mio. Euro) als nachlaufender Effekt der letztjährigen Aufstockung sowie genereller Gehaltssteigerungen aus. Zum Jahresende war bei ACCENTRO erstmals eine dreistellige Zahl von 101 Mitarbeitern beschäftigt. Allerdings ist der für das anstehende Wachstum notwendige Personalaufbau nach Auskunft des Unternehmens damit nun weitgehend abgeschlossen, sodass sich die Personalaufwandsquote in unserem Modell ab 2023 nachhaltig bei 5,0% einpendelt (vs. 2021: 5,3%; 2022e: 5,5%).
- Hinsichtlich der **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** (sbA) erwarten wir in 2022 zunächst eine Normalisierung bei knapp 14,1 Mio. Euro (sbA-Quote: 6,5%; -3,0 PP yoy), ehe wir in den Folgejahren unterproportionale Steigerungen und damit einen weiteren Rückgang der Aufwandsquote auf 6,2% zum Ende unseres Detailplanungszeitraums in 2025 annehmen. Dabei sei aber darauf hingewiesen, dass stärkere Schwankungen, etwa durch Anbahnungskosten von geprüften aber nicht durchgeführten Transaktionen, nicht ungewöhnlich sind.
- Der **Wegfall von negativen Einmaleffekten** (2021: 1,8 Mio. Euro Wertminderung auf sonstige Forderungen) sollte die kurzfristige Ergebnisentwicklung ebenfalls stützen.

Daraus leitet sich für 2022 inklusive Bewertungsergebnis eine EBIT-Prognose von 45,9 Mio. Euro ab. Operativ, d.h. ohne Bewertungsergebnis, impliziert dies eine Marge von 12,4%, was zunächst einem Rückgang von 210 BP yoy entspricht. Durch den Operating Leverage in allen drei Segmenten des Konzerns erachten wir bis 2025 aber ein Niveau von 15,0% als realistisch. Anzumerken bleibt hierbei, dass wir in Bezug auf das Mietportfolio zunächst keine Zukäufe einplanen und die Erwartungen der Erlösströme aus der Kooperation mit ImmoScout24 bewusst niedrig angesetzt haben.



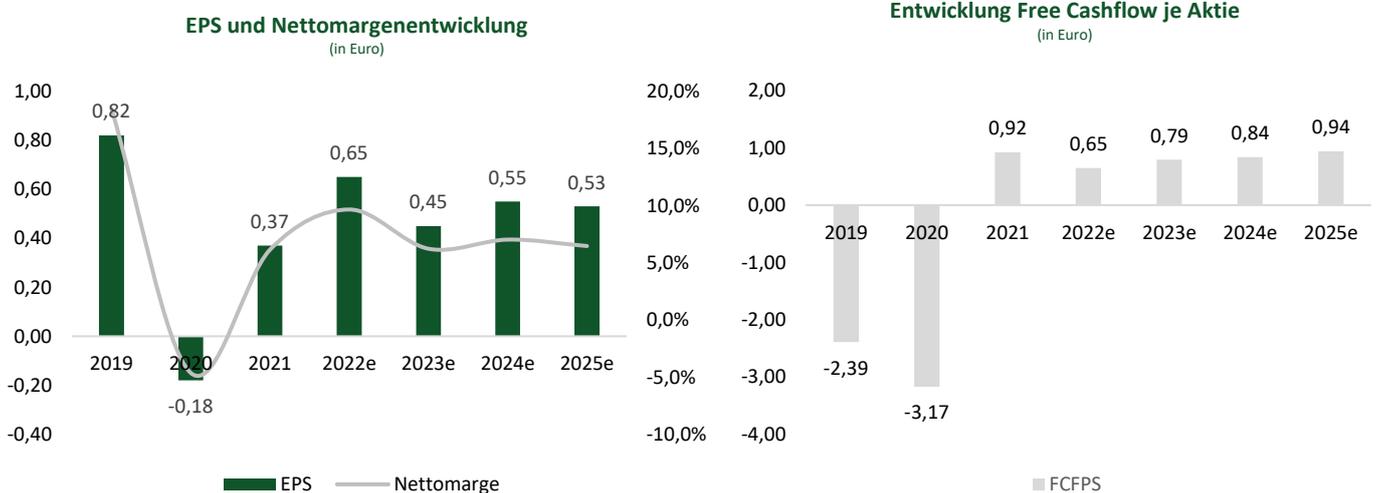
Quelle: Unternehmen, Montega

Kurzfristiger Ergebnissprung auf Nettoebene zu erwarten

Im Nettoergebnis rechnen wir nach einem überraschenden Rückgang in 2021 (11,8 Mio. Euro vs. Vj.: 16,6 Mio. Euro) für 2022 jedoch mit einem sprunghaften Anstieg auf 20,9 Mio. Euro. Maßgeblich hierfür ist, dass das Finanzergebnis wie auch die Steuerlast im Vorjahr durch zwei Sondereffekte negativ belastet waren: So fließen im Finanzergebnis auch die Beiträge der nach der Equity-Methode einbezogenen Gesellschaften ein, die ACCENTRO im Rahmen von Immobilien-Entwicklungsprojekten finanziert. In diesem Zusammenhang fiel in 2021 infolge einer gutachterlichen Bewertung eine Wertminderung von 4,5 Mio. Euro auf eine Projektimmobilie an. Darüber hinaus lag die Konzern-Steuerquote aufgrund von einmaligen Gewerbesteuerereffekten mit 36,3% auf einem außergewöhnlich hohen Niveau (Ø 2016-2020: 24,3%). Letztere setzen wir daher nachhaltig mit 25,0% an. Unsere Prognosen münden somit für 2022 in einem EPS von 0,65 Euro.

Auch mit Blick auf den Free Cashflow erwarten wir eine weitere Steigerung, allerdings ist die Prognosezuverlässigkeit angesichts der u.E. wenig visiblen Ankaufopportunitäten des Unternehmens hierbei besonders ungewiss. In 2021 erzielte ACCENTRO erstmals seit 2016 einen positiven Free Cashflow von 29,8 Mio. Euro (Vj.: -102,7 Mio. Euro), trotz annähernd gleichbleibend hoher Investitionen in das Mietportfolio von rund 63,3 Mio. Euro (Vj.: 65,2 Mio. Euro). Allerdings führten starke Abverkäufe von Vorratsimmobilien zu einem positiven operativen Cashflow von 99,6 Mio. Euro (Vj.: -32,7 Mio. Euro), während dieser in den Vorjahren plan- und strategiegemäß stark negativ ausfiel. Da wir per Saldo von weiterhin leicht überproportionalen Immobilienverkäufen aus dem Vorratsbestand in den kommenden Jahren ausgehen und wie dargelegt vorerst keine Mittelabflüsse für den Erwerb von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien einplanen, fallen sowohl der OCF wie auch der FCF in unserem Modell in 2022 ff. positiv aus.

Für das laufende Jahr impliziert dies einen Free Cashflow je Aktie von 0,65 Euro. Obwohl dieses Szenario aufgrund der kurz- bis mittelfristig proklamierten Großinvestitionen in das Mietportfolio zunächst unrealistisch anmutet, verdeutlicht es u.E. das Cashflow-Potenzial ACCENTROs im Falle einer zurückhaltenden Akquisitionspolitik.



Quelle: Unternehmen, Montega

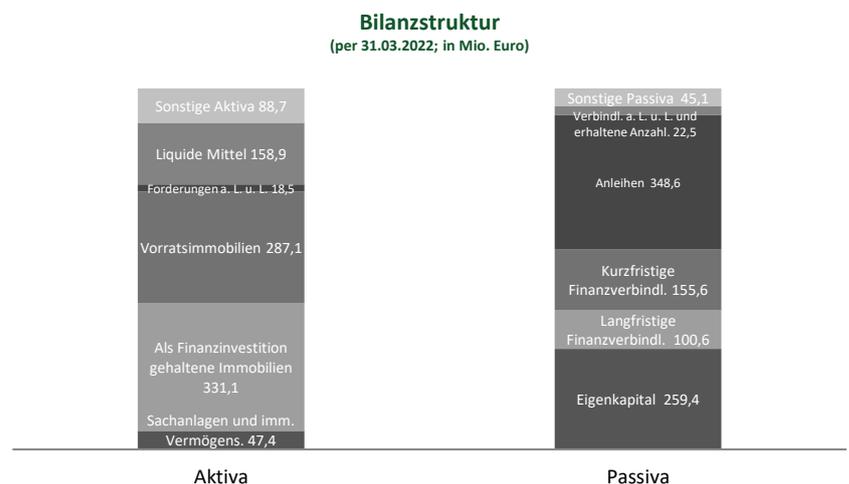
Bilanzsumme durch eigenes Bestandsportfolio signifikant gewachsen

Auf der Aktivseite der Bilanz ACCENTROs fallen traditionell die zum Verkauf vorgesehenen Immobilien stark ins Gewicht. Per 31.03. machten die Vorratsimmobilien 287,1 Mio. Euro (31.12.: 300,6 Mio. Euro) aus. Diese werden zu Anschaffungskosten zuzüglich der nachträglichen Aufwendungen zur Herstellung der Vermarktungsfähigkeit angesetzt und dürften infolge der in 2021 weiter kräftig gestiegenen Immobilienpreise stille Reserven aufweisen. ACCENTROs Gutachter JLL ermittelt eine Differenz zum fairen Marktwert von

gegenwärtig ca. 103 Mio. Euro. Als weiterer Working-Capital-Posten sind die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen mit 18,5 Mio. Euro von untergeordneter Bedeutung.

Darüber hinaus legte durch Neuerwerbe jüngst der Bestand der als Finanzinvestition gehaltenen und dem Mietportfolio zuzuordnenden Immobilien kräftig auf 331,1 Mio. Euro zu (31.12.2020: 215,0 Mio. Euro; 31.12.2019: 34,5 Mio. Euro). Die Sachanlagen und immateriellen Vermögenswerte von in Summe 47,4 Mio. Euro beinhalten u.a. selbstgenutzte Grundstücke und Gebäude (24,0 Mio. Euro) sowie Goodwill (17,8 Mio. Euro). Letzterer resultiert aus Akquisitionen in den Geschäftsjahren 2007 und 2008 für das heutige Privatisierungsgeschäft und erscheint durch die nachhaltige Profitabilität dieses Geschäftszweigs werthaltig.

Die sonstigen Aktiva enthalten u.a. nach der Equity-Methode bilanzierte Firmenanteile und Beteiligungen, die ACCENTRO zur Projektierung sowie für die Erschließung neuer Vertriebswege eingeht. Die liquiden Mittel betragen zuletzt 158,9 Mio. Euro. Insgesamt bewegt sich die Bilanzsumme von per 31.03. 931,8 Mio. Euro sukzessive in Richtung der Milliardengrenze. Sie hat sich damit gegenüber dem Wert zum Jahresende 2018 (474,2 Mio. Euro) annähernd verdoppelt, was im Wesentlichen auf den Aufbau des eigenen Mietbestands zurückzuführen ist.



Quelle: Unternehmen

Das Eigenkapital belief sich per 31.03. auf 259,4 Mio. Euro, was einer EK-Quote von 27,8% entspricht. Auf Dritte entfällt davon ein Anteil von 13,7 Mio. Euro, der vor allem aus der Übernahme des Ostportfolios in 2020 resultiert, da ACCENTRO dieses nur zu ca. 90% erworben hatte. Mit Blick auf das Fremdkapital stechen Anleihen von rund 350 Mio. Euro hervor, die sich aus der Anleihe 2020/2023 (Volumen: 250 Mio. Euro; Kupon: 3,625%) sowie der Anleihe 2021/2026 (Volumen: 100 Mio. Euro; Kupon: 4,125%) zusammensetzen. Auf der FK-Seite dürfte im laufenden Jahr demnach die Refinanzierung der großvolumigen Anleihe mit Fälligkeit zum 13.02.2023 im Vordergrund stehen. Diese notiert gegenwärtig bei lediglich 70% ihres Nominalwerts.

Des Weiteren bestehen kurz- und langfristige Bankverbindlichkeiten von in Summe 256,2 Mio. Euro. Daraus leitet sich ein Loan-to-Value (LTV) von 52,8% ab, was moderat über dem Durchschnittswert der Peergroup (46,7%) liegt, u.E. aber noch für eine ausgewogene Bilanzstruktur ACCENTROs spricht. Die Financial Covenants der Anleihe 2020/2023 sehen einen LTV von maximal 65% vor, sodass ausreichend Spielraum besteht. Zudem sind die langfristigen Vermögensgegenstände über Gebühr langfristig finanziert und die kurzfristigen Vermögenswerte übersteigen die kurzfristigen Schulden deutlich. Abgerundet wird die Passivseite durch Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie erhaltene Anzahlungen von zusammen 22,5 Mio. Euro und sonstige Passiva i.H.v. 45,1 Mio. Euro. Letztere beinhalten geringe Rückstellungen von 0,7 Mio. Euro.

Politischer Gegenwind und Kontroversen um Minderheitsaktionär belasten Kurs

Die ACCENTRO-Aktie befindet sich trotz der erkennbaren operativen Verbesserungen und neuer Potenziale seit mittlerweile rund einem Jahr im Abwärtstrend. Während im Zuge der Erholungsrallye nach Ausbruch der Corona-Krise noch Kursstände von in der Spitze knapp 10,80 Euro verzeichnet wurden, begann anschließend ein nahezu stetiger Kursverfall, der Ende April 2021 nur kurzzeitig durch die Vorlage solider Zahlen für das Geschäftsjahr 2020 durchbrochen schien.

Neben den fortwährenden Belastungen durch die Pandemie geriet die Aktie jedoch durch das im Mai 2021 vom Bundestag verabschiedete Baulandmobilisierungsgesetz unter Druck. Das Gesetz schränkt seither u.a. die Umwandlung von Miet- in Eigentumswohnungen ein, indem hierfür Genehmigungen der jeweiligen Landesregierung erforderlich sind. Die Regelung gilt zunächst bis 31.12.2025 und soll Mieter in angespannten Märkten vor Gentrifizierung und Verdrängung schützen. Wenngleich die Maßnahme keine Folgen für schon rechtlich aufgeteilte Wohnungen und damit den gesamten Privatisierungsbestand von ACCENTRO hat, so dürfte sich dadurch die Zahl attraktiver Ankaufopportunitäten für das Privatisierungsgeschäft zumindest verringern. Anhand des im Dezember 2021 gemeldeten Erwerbs von 73 bereits rechtlich aufgeteilten Wohnungen in begehrten Lagen der Berliner Bezirke Charlottenburg, Friedrichshain und Wedding zeigt sich jedoch, dass es ACCENTRO nach wie vor gelingt, interessante Opportunitäten zu finden.

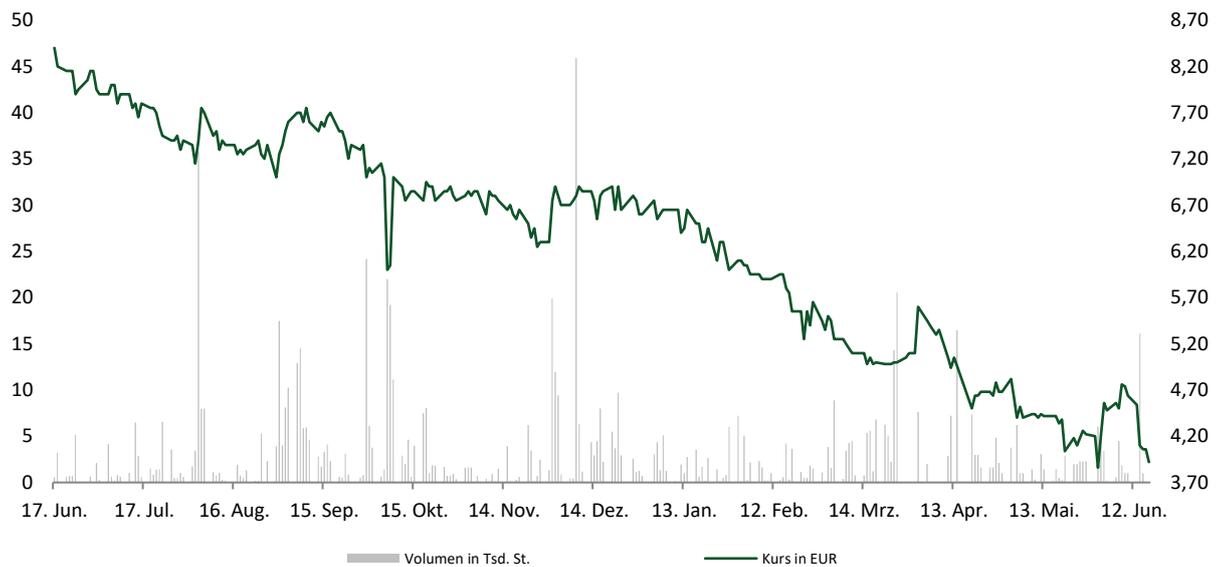
Außer dem politischen Gegenwind lasteten zuletzt auch die Verbindungen zur ADLER Real Estate AG schwer auf dem Aktienkurs. Der Immobilienkonzern ADLER sieht sich seit Herbst durch das Analysehaus Viceroy mit Vorwürfen der Falschbilanzierung sowie bezüglich Geschäften mit nahestehenden Personen zum Nachteil der Gesellschaft konfrontiert. Hinter Viceroy steht der britische Leerverkäufer Fraser Perring. ADLER hatte im Jahr 2014 eine qualifizierte Mehrheit an ACCENTRO (damals Estavis AG) erworben und die Beteiligung 2017 wieder mehrheitlich an die britische Investmentgesellschaft Vestigo Capital Advisors verkauft. ADLER ist mit einem Anteil von etwa 4,8% aber nach wie vor ein bedeutender Anteilseigner von ACCENTRO. Vestigo wiederum ist über die Tochter Brookline Capital seither Hauptaktionär des Konzerns (Aktienanteil ca. 83,1%).

Zudem fungierte ACCENTROs ehemaliger stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender Dr. Dirk Hoffmann bis Ende Februar 2020 auch als Aufsichtsrat der ADLER Real Estate. Allerdings hatte Herr Hoffmann bereits mit Wirkung zum 31. März 2020 sein Amt als Aufsichtsrat bei ACCENTRO niedergelegt. Unter den aktuellen AR-Mitgliedern des Unternehmens üben Herr Axel Harloff und Herr Carsten Wolff eine Organfunktion bei der ADLER-Gruppe aus. Herr Harloff ist Aufsichtsratsvorsitzender der Consus Real Estate AG, einer auf die Immobilienentwicklung spezialisierten Tochter ADLERs, und Herr Wolff ist als Vorstandsmitglied zweier weiterer 100%-Tochtergesellschaften von ADLER tätig.

Der finale Bericht der „forensischen Sonderuntersuchung“ durch ADLERs Abschlussprüfer KPMG hatte Ende April keine Belege für systematischen Betrug festgestellt, jedoch Mängel in der Dokumentation und Abwicklung von Transaktionen aufgezeigt und die Bewertung einzelner Immobilienprojekte angezweifelt. Parallel dazu läuft seit Monaten ein Bilanzkontrollverfahren der Bafin, dessen Abschluss aktuell aber noch nicht absehbar ist. Wir gehen davon aus, dass sich unabhängig vom Ausgang der Bilanzprüfung bei ADLER keine Auswirkungen auf das operative Geschäft ACCENTROs ergeben, allerdings dürfte das weitere Sentiment nicht unwesentlich vom Ergebnis des Verfahrens bestimmt sein. Auch die jüngste Ankündigung KPMGs, zukünftig nicht mehr als Prüfer für ADLER zur Verfügung zu stehen, spricht dafür, dass das Thema den Kapitalmarkt noch eine Weile beschäftigen dürfte.

Die Kursentwicklung von ACCENTRO hat sich aufgrund dieser historischen Verflechtungen und des eingetrübten regulatorischen Sentiments in den letzten Monaten von der operativen Entwicklung weitgehend entkoppelt und die Aktie notiert mit 3,92 Euro derzeit auf dem niedrigsten Kursniveau seit Anfang 2016. Bei einem KBV von 0,48x ist sie damit auch bewertungsseitig auf einem Mehrjahrestief angekommen (5Y-Ø: 1,34x; 10Y-Ø: 1,09x).

ACCENTRO Real Estate AG – Aktienkursentwicklung



Quelle: Capital IQ

DCF-Modell und NAV signalisieren signifikantes Upside-Potenzial

Wir blenden die Kontroverse um ADLER soweit möglich aus und richten unseren Blick stattdessen auf die fundamentalen Bewertungsfaktoren. Hierzu haben wir die Aktie von ACCENTRO mittels eines DCF-Modells bewertet und das Ergebnis anhand einer Peergroup-Analyse sowie auf NAV-Basis plausibilisiert. Dabei offenbart sich gegenwärtig eine signifikante Unterbewertung bzw. ein Kurspotenzial von 130%.

- **DCF-Modell:** Unser DCF-Modell basiert auf u.E. vorsichtigen Wachstums- und Margenerwartungen, da wir etwa aus der chancenreichen Kooperation mit ImmoScout24 zunächst nur überschaubare Impulse erwarten. Darüber hinaus greifen wir angekündigten Investitionen in das Finanzimmobilienvermögen nicht vorweg. Diese würden die positiven Cashflow-Ströme auf der Zeitachse zwar nach hinten schieben, gingen aber auch mit stärkerem Wachstum und demnach höheren Cashflows in der mittel- bis langfristigen Zukunft einher. Unter der Annahme eines WACC von 6,03% leitet sich aus dem Modell ein fairer Wert von 9,00 Euro für die ACCENTRO-Aktie ab.
- **Peergroup-Analyse:** Die Peergroup-Analyse offenbart ein heterogenes Bild. Während sich anhand der Ergebnis-Multiples des laufenden Jahres für ACCENTRO ein Upside-Potenzial von rund 75% ergibt (EV/EBITDA 2022e: 11,95x vs. Peers: 20,72x), liegt für die Folgejahre zum Teil eine Überbewertung von bis zu 28% vor. Dies führen wir vor allem auf unseren konservativen Ansatz hinsichtlich der Fair-Value-Adjustments zurück, die bei anderen Analystenhäusern mitunter deutlich optimistischer ausfallen und demnach auch die Ergebnisprognosen bei den Peers nach oben treiben dürften. Legen wir auch bei ACCENTRO Erwartungen in Höhe der durchschnittlichen Wertzuschreibungen der letzten Jahre an, so lässt sich ein Upside-Potenzial von bis zu 91% für die Aktie ableiten, was in Richtung der DCF-basierten Einschätzung geht.
- **NAV-Bewertung:** Der auf Basis des bilanzierten Immobilienvermögens zuzüglich eines Aufschlags zum antizipierten fairen Marktwert und abzüglich der Finanzverbindlichkeiten ermittelte adjustierte Nettovermögenswert (Net Asset Value) ACCENTROs belief sich per 31.03. auf 12,30 Euro je Aktie. Wir erachten angesichts der temporär zunehmenden Risikofaktoren für den Immobiliensektor hierauf aktuell einen Sicherheitsabschlag von 30% als angemessen, womit unsere DCF-basierte Wertermittlung abermals plausibel erscheint.

Fazit

ACCENTRO ist u.E. aussichtsreich positioniert, um vom langfristigen Wachstumstrend im deutschen Immobilienmarkt auch weiterhin zu profitieren. Das Unternehmen agiert durch die über viele Jahre erfolgreiche Einzelprivatisierung, die Vermietung eines wachsenden Eigenbestands sowie die verstärkte Vermittlung von Neubauobjekten mehr und mehr als Full-Service-Anbieter in der Immobilienvermarktung und stellt sich auch regional deutlich breiter auf. All diesen Faktoren schenkt der Kapitalmarkt angesichts des seit rund einem Jahr im Abwärtstrend befindlichen Aktienkurses u.E. derzeit zu wenig Beachtung, sodass die Marktbewertung inzwischen signifikant vom von uns ermittelten (DCF) wie auch bilanziell untermauerten (NAV) Fundamentalwert abweicht. Wir erachten das Chance-Risiko-Verhältnis daher als äußerst attraktiv und nehmen die ACCENTRO-Aktie mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von 9,00 Euro in unsere Coverage auf.

SWOT

ACCENTRO verfügt als etablierter Wohnungsinvestor und -privatisierer über exzellente Kenntnisse des deutschen Immobilienmarkts, der in den letzten Jahren in jeder Hinsicht durch dynamische Wachstumstrends gekennzeichnet war. Daraus leiten sich einige der zentralen Stärken des Unternehmens ab. Die historisch-bedingte Konzentration auf Berlin erwies sich ebenso wie die Verbindung zur ADLER Group zuletzt aber als erstzunehmende Schwäche des Konzerns.

Stärken

- Langjähriger erfolgreicher Track Record mit seit 2009 mehr als 17.500 verkauften Einheiten und einem Transaktionsvolumen von über 2,0 Mrd. Euro
- Adressierter deutscher Immobilienmarkt weist strukturell starke Nachfrage nach Wohneigentum gepaart mit langfristig steigenden Kaufpreisen und Mieten auf
- Zunehmende Diversifizierung durch vier Erlösströme aus der Einzelprivatisierung, der Vermietung, dem Servicegeschäft für Dritte sowie perspektivisch einem verstärkten Neugeschäft aus der Kooperation mit ImmoScout24
- Wohneinheiten in der Einzelprivatisierung mit einem erwarteten Verkaufsvolumen i.H.v. rund 330 Mio. Euro sind bereits vollständig rechtlich aufgeteilt und nicht von neuen regulatorischen Einschränkungen betroffen
- Vorratsimmobilien weisen angesichts andauernder Preissteigerungen im deutschen Wohnungsmarkt hohe stille Reserven von aktuell mehr als 100 Mio. Euro auf
- Zinsänderungsrisiken für ACCENTRO aufgrund der überwiegend mit Festzinsen abgeschlossenen und eher kurzfristig laufenden Projektfinanzierungen nur von untergeordneter Bedeutung

Schwächen

- Ausschließliche Fokussierung auf den deutschen Wohnimmobilienmarkt und hier nach wie vor hohes Exposure in Berlin sorgt für noch ausbaufähige regionale Breite
- Politische Einflussnahme auf Miethöhen sowie Möglichkeiten zur Privatisierung im Kernmarkt Berlin; „Mietendeckel“ wurde aber vom Bundesverfassungsgericht als mit dem Grundgesetz unvereinbar und daher nichtig erklärt
- Leerstand der Bestandsimmobilien im Branchenvergleich noch überdurchschnittlich hoch, wobei der Erwerb unterentwickelter Objekte zur strategischen Marschrichtung gehört
- Eingetrübtes Sentiment aufgrund von Schwächen bzw. Interessenkonflikten in der Corporate Governance und Kontroversen um den Minderheitsaktionär ADLER Real Estate
- Konzernweite ESG-Strategie fehlt bislang völlig, soll in 2022 aber aufgestellt werden
- Geringer Streubesitz schränkt Liquidität der Aktie ein, zukünftiges Erscheinungsbild der Aktionärsstruktur aufgrund der Beteiligung ADLERs zudem noch ungewiss

Chancen ergeben sich für ACCENTRO zum einen durch die vom neuen Vorstand erweiterte Strategie zur Aufwertung und Bestandshaltung zuvor unterentwickelter Mietobjekte. Zum anderen erschließt das Unternehmen durch eine vielversprechende Kooperation derzeit völlig neue Wachstumspotenziale. Auf der Risikoseite stehen u.E. vor allem Sorgen um die kurzfristige Entwicklung der Baukonjunktur sowie die Folgen der avisierten Zinswende im Vordergrund.

Chancen

- Erlösmix sollte sich durch Ausbau des eigenen Mietbestands in aussichtsreichen B- und C-Städten sowie die Reduzierung des dortigen Leerstands sukzessive ausgeglichener gestalten und die konjunkturellen Risiken mindern (aktuell noch ca. 90% Privatisierungserlöse)
- Exklusive Kooperation mit ImmoScout24 für den deutschlandweiten Vertrieb von Neubauwohnungen birgt signifikantes Umsatz- und Margenpotenzial, sodass sich unsere vorsichtigen Prognosen für diesen neuen Geschäftszweig als zu pessimistisch erweisen könnten
- Aufwertung der Immobilien im Mietportfolio sollte bei Fortsetzung der langjährigen Trends im deutschen Immobilienmarkt mit weiter hohen Bewertungsgewinnen einhergehen, was sich positiv auf die operative Ertragsentwicklung auswirkt

Risiken

- Neben generellen Risiken als Immobilieninvestor und möglichen Fehleinschätzungen hinsichtlich der baulichen oder standortbezogenen Qualität treten vermehrt neue Risiken durch Materialengpässe in der Bauwirtschaft sowie steigende Baukosten auf
- Rasche Zinserhöhungen, wie von den Notenbanken zur Eindämmung der Inflation zu erwarten, könnten sich wie auch eine längerfristige Eintrübung der Konjunktur negativ auf die Kaufkraft und die allgemeine Immobiliennachfrage auswirken
- Partnerschaft mit ImmoScout24 verstärkt Risiken aus gewährten Abnahmegarantien bei der Vermarktung von Wohnimmobilien für Dritte, wobei dies im Eintrittsfall angesichts der einkalkulierten Margen bedeuten sollte, dass ACCENTRO Neubau-Immobilien unter Marktwert (temporär) in die eigene Bilanz nehmen und finanzieren muss
- Frage der Rückzahlung bzw. Refinanzierung der Anleihe 2020/2023 im Volumen von 250 Mio. Euro (Restlaufzeit ca. 9 Monate) noch nicht geklärt, finanzieller Spielraum könnte kurzfristig eingeschränkt sein
- Genereller Anstieg der Finanzierungskosten hätte erhebliche Auswirkungen auf die Ertragsituation des Unternehmens
- Reduzierung der Leerstandsquote könnte nicht wie avisiert gelingen oder diese sogar steigen
- Insolvenz der ADLER Group könnte das Sentiment des Sektors sowie ACCENTROS noch deutlicher belasten

BEWERTUNG

DCF-Modell

Unser DCF-Modell reflektiert die u.E. vielversprechenden Perspektiven ACCENTROs. Zwar dürften die Wachstumsraten insbesondere im Privatisierungsgeschäft nach Abflauen der Corona-bedingten Nachholeffekte sowie aufgrund der zunehmenden konjunkturellen Unsicherheit und steigender Hypothekenzinsen infolge der Inflationsbekämpfung der EZB in den nächsten Jahren zunächst abnehmen, die strukturellen Treiber erachten wir aber als robust.

Auf Basis des bereits bestehenden Privatisierungsportfolios sowie der noch mit erhöhtem Leerstand versehenen Mietobjekte ACCENTROs erscheinen von Seiten des Unternehmens alle Voraussetzungen für eine Fortsetzung des Wachstumstrends gegeben. Hinzu kommt das chancenreiche aber u.E. noch wenig visible Potenzial aus der ImmoScout-Kooperation. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir bis zum Ende der Planungsphase eine CAGR 2022-2028e i.H.v. 5,6%, was in 2028 zu einem Umsatzvolumen von knapp 300 Mio. Euro führt. Zur Ermittlung des Terminal Values haben wir eine ewige Wachstumsrate von 2,0% unterstellt.

Mit Blick auf die Profitabilität orientieren wir uns zuerst an der operativen Gewinnmarge vor nicht-cashwirksamen Wertsteigerungseffekten im Immobilienportfolio. Diese belief sich in 2021 auf 14,5% und kam vor allem durch ein starkes und hochpreisiges Volumen in der Privatisierung zustande. Ausgehend hiervon erwarten wir zunächst eine leichte Abschwächung, aufgrund der nach wie vor positiven Kaufpreisentwicklung am deutschen Wohnimmobilienmarkt sowie weiter steigender Mieten steht ein nachhaltig zweistelliges Margenniveau u.E. aber außer Frage. Unsere mittel- und langfristig erwartete EBIT-Marge von 16,0% sollte konservativ gewählt sein, zumal im Erfolgsfall der Plattformcharakter der Vertriebskooperation mit ImmoScout24 für ein deutlich höheres Margenlevel spricht.

Bei der Entwicklung des Working Capitals gehen wir bis 2025 per Saldo von einem Abbau des Vorratsvermögens aus, was zu einem Rückgang der WC-Quote auf rund 95% führt (vs. 2021: 159,3%). Darüber hinaus werden keine Investitionen in den Immobilienbestand antizipiert, sodass sich die CAPEX-Quote zum Ende der Detailplanungsphase auf 1,1% beläuft.

Das gewählte Beta von 1,30 spiegelt einerseits die zuletzt größeren Kursschwankungen der Aktie aufgrund des zurzeit schwachen Sentiments für den Titel und den Immobiliensektor im Allgemeinen wider, verdeutlicht andererseits aber auch die breiter werdende Aufstellung ACCENTROs als Immobilieninvestor und -bestandshalter im u.E. langfristig stabilen deutschen Wohnungsmarkt.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 65,0% ergibt sich ein WACC von 6,03%.

Für die Aktie von ACCENTRO Real Estate ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 9,00 Euro.

DCF Modell								
Angaben in Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal Value
Umsatz	216,7	236,8	252,8	265,6	277,5	288,8	300,3	306,3
<i>Veränderung</i>	12,4%	9,3%	6,8%	5,1%	4,5%	4,1%	4,0%	2,0%
EBIT	45,9	37,2	40,9	39,8	44,4	46,2	48,1	49,0
<i>EBIT-Marge</i>	21,2%	15,7%	16,2%	15,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
NOPAT	34,4	27,9	30,7	29,9	33,3	34,7	36,0	36,8
Abschreibungen	3,2	3,6	3,8	4,0	3,6	3,4	3,2	3,2
<i>in % vom Umsatz</i>	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	18,6	14,0	11,9	10,5	-11,5	-10,7	-11,0	-0,4
- Investitionen	-4,2	-3,3	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4
<i>Investitionsquote</i>	1,9%	1,4%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Übriges	-19,0	-5,0	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	33,0	37,2	38,5	41,4	22,3	24,2	24,9	36,3
WACC	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Present Value	32,9	34,9	34,1	34,5	17,6	18,0	17,5	594,9
Kumuliert	32,9	67,7	101,8	136,3	153,9	171,9	189,3	784,2

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	784,2
Terminal Value	594,9
Anteil vom Tpv-Wert	76%
Verbindlichkeiten	619,5
Liquide Mittel	121,5
Eigenkapitalwert	286,2

Aktienzahl (Mio.)	32,44
Wert je Aktie (Euro)	8,82
+Upside / -Downside	125%
Aktienkurs (Euro)	3,92

Modellparameter

Fremdkapitalquote	65,0%
Fremdkapitalzins	4,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,30
WACC	6,0%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2022-2025	7,0%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2022-2028	5,6%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2029	2,0%
EBIT-Marge	2022-2025	17,0%
EBIT-Marge	2022-2028	16,6%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2029	16,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
6,53%	3,95	5,37	6,19	7,12	9,33
6,28%	4,90	6,49	7,43	8,48	11,04
6,03%	5,94	7,75	8,82	10,04	13,02
5,78%	7,11	9,17	10,40	11,81	15,33
5,53%	8,41	10,78	12,21	13,86	18,06

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

EBIT-Marge ab 2029e

WACC	15,50%	15,75%	16,00%	16,25%	16,50%
6,53%	5,69	5,94	6,19	6,44	6,69
6,28%	6,89	7,16	7,43	7,70	7,97
6,03%	8,24	8,53	8,82	9,11	9,40
5,78%	9,77	10,09	10,40	10,72	11,03
5,53%	11,52	11,87	12,21	12,55	12,89

Peergroup-Analyse

Unsere Peergroup-Analyse basiert auf insgesamt sieben Unternehmen mit Fokus auf den deutschen Wohnimmobilienmarkt. Dass die Peers überwiegend als Immobilienentwickler und -bestandshalter auftreten, zeigt u.E. erneut ACCENTROs Alleinstellungsmerkmal in der Wohnungsprivatisierung unter den börsennotierten Unternehmen. Im Einzelnen setzt sich die Peergroup aus den folgenden Emittenten zusammen:

Die **Noratis AG** ist ein deutsches Immobilienunternehmen mit dem Schwerpunkt auf der Bestandsentwicklung von Wohnimmobilien, die anschließend einzeln bzw. in Portfolios weiterveräußert werden oder in den eigenen Bestand übergehen. Der regionale Fokus liegt auf Randlagen von Metropolregionen und Städten in Deutschland. Das Unternehmen verfügt über 4.212 Einheiten (FY/21) mit einem Buchwert von ca. 418 Mio. Euro. Noratis erzielte im letzten Berichtsjahr 2021 bei Umsatzerlösen von 73,6 Mio. Euro ein EBIT von 19,4 Mio. Euro.

Die **LEG Immobilien SE** ist ein deutsches Wohnungsunternehmen mit dem Kerngeschäft Vermietung und Verpachtung von Wohnungen, die überwiegend im Heimatmarkt Nordrhein-Westfalen liegen. Das Immobilienportfolio setzt sich hauptsächlich aus den 166.200 Mietwohnungen mit etwa 500.000 Mietern zusammen und weist einen Buchwert von 14,6 Mrd. Euro (FY/21) auf. Im Jahr 2021 erzielte das Unternehmen Umsatzerlöse von 960 Mio. Euro und ein EBT von 2,1 Mrd. Euro.

Die **TAG Immobilien AG** ist eine Immobiliengesellschaft mit dem Fokus auf der Entwicklung und Bewirtschaftung von notleidenden Immobilien („distressed real estate“) in Mittel- und Norddeutschland sowie in Polen. Die Gesellschaft verfügt aktuell über 87.576 Einheiten mit einem Buchwert von etwa 6,4 Mrd. Euro. Die TAG Immobilien AG erzielte im Jahr 2021 Umsatzerlöse in Höhe von 437 Mio. Euro bei einem EBIT von 761 Mio. Euro.

Die **Grand City Properties S.A.** ist ein Bestandshalter und Bestandsentwickler von Wohnimmobilien mit regionalem Fokus auf Nordrhein-Westfalen, Berlin und weiteren deutschen Städten und Metropolen. Das Portfolio besteht aus nahezu 65.000 Einheiten mit einem Wert von ca. 9,3 Mrd. Euro. Im Jahr 2021 erreichte Grand City Properties einen Umsatz von 525 Mio. Euro und ein EBITDA von 994 Mio. Euro.

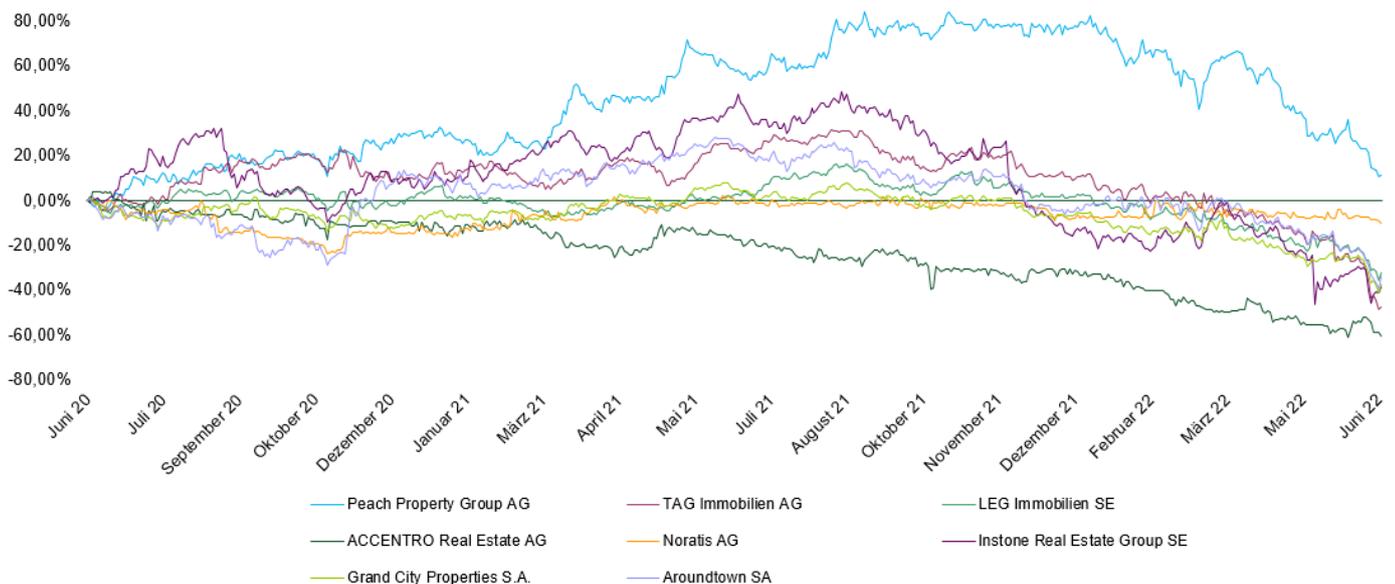
Die **Peach Property Group AG** ist ein Bestandshalter und Bestandsentwickler von Wohnimmobilien in deutschen A- und B-Städten. Das Unternehmen entwickelt Immobilien für das eigene Portfolio und erwirbt bestehende Immobilien für die Bestandshaltung und Vermietung. Die Peach Property Group verfügt über einen Wohnungsbestand von 27.400 Einheiten mit einem avisierten Marktwert von 2,7 Mrd. CHF. Die Gruppe erzielte im Jahr 2021 Umsatzerlöse in Höhe von 398 Mio. CHF bei einem EBIT von 341 Mio. CHF.

Die **Instone Real Estate Group SE** hat sich auf die Entwicklung von Wohn- und Apartmenthäusern sowie die Sanierung von denkmalgeschützten Wohnimmobilien in ganz Deutschland spezialisiert. Das Immobilienportfolio umfasst 16.418 Einheiten mit einem erwarteten Gesamtvermarktungsvolumen von etwa 7,5 Mrd. Euro. Im Jahr 2021 beliefen sich die Umsatzerlöse der Gruppe auf 784 Mio. Euro bei einem bereinigten EBIT von 156 Mio. Euro.

Die **Aroundtown SA** ist ein Immobilienunternehmen mit Gewerbe- und Wohnimmobilien in Deutschland und den Niederlanden. Das Unternehmen ist vor allem auf Investments in fundamental starke Immobilien in deutschen A-Städten fokussiert. Derzeit umfasst das Portfolio Immobilienflächen mit einem Wert von rund 29 Mrd. Euro, aufgeteilt auf die Segmente Wohnen, Büro, Hotels, Handel und Logistik. Aroundtown erzielte in 2021 Umsatzerlöse von 1,32 Mrd. Euro bei einem EBIT von 1,74 Mrd. Euro.

Mit Blick auf die Kursentwicklungen fällt zunächst auf, dass sich die Aktien der deutschen Wohnungskonzerne dem zuletzt schwachen Gesamtmarktumfeld nicht entziehen konnten und aufgrund von Zinssorgen sogar überproportional stark verloren haben. Auf Sicht der letzten zwei Jahre weist dadurch lediglich die Peach Property Group eine positive Kursentwicklung auf (+11,5%). Alle anderen Peers bewegen sich an oder unterhalb der Nulllinie. Hierbei fällt die Aktie von ACCENTRO mit einer negativen Performance von -60,4% jedoch noch signifikant hinter die Entwicklung der Peergroup zurück. Dies dürfte aber weniger der operativen Entwicklung des Unternehmens als vielmehr dem schwachen Sentiment durch die regulatorischen Eingriffe im Berliner Wohnungsmarkt im Speziellen sowie die Kontroversen um den Minderheitsaktionär ADLER geschuldet sein.

Kursentwicklung Peergroup
(indexiert)



Beim Vergleich der Ergebnis-Multiples zeigt sich dennoch ein sehr heterogenes Bild. Diese deuten auf Basis der Prognosen für das laufende Jahr auf ein Upside-Potenzial von bis zu 73% bzw. einen fairen Wert der ACCENTRO-Aktie von 6,80 Euro hin, während hinsichtlich der Folgejahre zum Teil ein signifikantes Downside vorliegt. Hierbei sind u.E. zwei Punkte zu beachten: Zum einen haben sich der EV und die Finanzierungskosten ACCENTROS seit 2020 vor allem durch die Emission der 250 Mio.-Euro-Anleihe zum Aufbau des Mietportfolios deutlich erhöht. Aufgrund des erläuterten Entwicklungsrückstands der erworbenen Immobilien stehen dem allerdings noch unzureichende Mieterträge gegenüber.

Noch wichtiger dürfte zum anderen aber sein, dass wir für ACCENTRO in 2023 und 2024 nur ein geringes positives Bewertungsergebnis ansetzen, während die Schätzungen für die Peers zum Teil durch höhere erwartete Wertzuschreibungen auf das Immobilienvermögen verzerrt sein dürften. Setzen wir im Falle ACCENTROS Fair-Value-Adjustments auf dem Durchschnittsniveau der Vorjahre an, so ergibt sich eine Spanne für den fairen Wert der Aktie von 4,30 bis 8,30 Euro. Das obere Ende der Bandbreite liegt damit nur leicht unter unserem DCF-basierten Kursziel, das wir dadurch als hinreichend plausibilisiert ansehen.

Peergroup ACCENTRO Real Estate AG

Unternehmen	KGV			EV / EBITDA			EV / EBIT		
	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e
Noratis AG	8,34	9,87	9,41	20,72	18,02	16,86	18,65	18,37	17,16
LEG Immobilien SE	12,20	12,26	11,44	23,92	22,22	20,42	26,68	25,01	23,10
TAG Immobilien AG	3,91	4,72	4,99	23,07	21,31	20,29	10,80	10,66	10,90
Grand City Properties S.A.	12,15	11,43	11,07	20,12	19,70	18,05	9,94	10,46	10,67
Peach Property Group AG	5,70	5,78	5,87	11,63	11,42	11,82	11,09	11,28	11,44
Instone Real Estate Group SE	8,36	7,40	6,05	8,62	7,40	6,00	7,34	6,18	4,68
Aroundtown SA	4,80	6,33	8,43	22,04	21,17	20,30	11,96	13,05	13,38
Median	8,34	7,40	8,43	20,72	19,70	18,05	11,09	11,28	11,44
ACCENTRO Real Estate AG	6,03	8,71	7,13	11,95	14,40	13,13	12,79	15,77	14,35
Potenzial	38%	-15%	18%	73%	37%	38%	-13%	-28%	-20%
Fairer Wert je Aktie	5,40	3,30	4,60	6,80	5,40	5,40	3,40	2,80	3,10

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

NAV-Bewertung

Bei börsennotierten Immobiliengesellschaften stellt zudem für gewöhnlich die Ermittlung des Net Asset Values (NAV) bzw. Nettoinventarwerts einen Grundpfeiler zur Bestimmung des fairen Wertes dar. Der NAV kann ausgehend von den Gesamt-Assets abzüglich der Finanzverbindlichkeiten sowie der latenten Steuern berechnet werden. ACCENTRO bezieht bei der Bestimmung des adjustierten NAVs also nicht explizit die Liquiden Mittel, aber die Differenz zum fairen Marktwert des Vorratsimmobilienvermögens mit ein.

Im Falle ACCENTROs ergibt sich hieraus ein Wiederbeschaffungswert des Portfolios i.H.v. 399,1 Mio. Euro bzw. ein adj. NAV pro Aktie von 12,30 Euro. Unter Berücksichtigung eines Sicherheitsabschlags von 30% resultiert ein Wert von rund 8,60 Euro, was unser Kursziel stimmig erscheinen lässt. Die volle Vertriebspipeline ACCENTROs und nicht zuletzt die fortschreitenden Entwicklungsmaßnahmen im Mietportfolio sollten in Zukunft zu einer weiteren Steigerung des NAVs führen.

NAV-Bewertung ACCENTRO Real Estate AG

Bewertung zum Stichtag 31.03.2022

Total Assets	931,8
Finanzverbindlichkeiten	-256,2
Anleihen	-348,6
Liquide Mittel	158,9
Netto-Finanzverbindlichkeiten	-445,8
Aufschlag zum fairen Marktwert des Immobilienvermögens	103,2
Verbindlichkeiten für latente Steuern	-31,1
= Adjusted Net Asset Value	399,1
/ Aktien (in Mio.)	32,44
= adj. NAV pro Aktie	12,30
abzgl. Sicherheitsabschlag	30%
Fairer Wert je Aktie (MON)	8,61

Quelle: Unternehmen, Montega

Angaben in Mio. Euro; NAVPS in Euro

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die ACCENTRO Real Estate AG ist Wohninvestor und marktführend in der Privatisierung von Wohnungen in Deutschland. Seit dem Jahr 2009 konnte das Unternehmen mehr als 17.500 Einheiten mit einem Gesamtwert von über 2,0 Mrd. Euro veräußern. Über den Ursprungsmarkt Berlin hinaus agiert das Unternehmen heute bundesweit in verschiedenen weiteren Metropolregionen wie Hamburg, Leipzig, Rhein-Ruhr sowie Rhein-Main. Durch das Geschäft in Ballungsräumen mit aussichtsreichen Rahmenbedingungen ergibt sich eine vielversprechende Stellung für ACCENTRO in der deutschen Immobilienbranche. Das Immobilienportfolio umfasste per 31.12.2021 insgesamt rund 4.900 Einheiten und reicht von günstigem und sozial gefördertem Wohnraum bis hin zu gehobenen Wohnanlagen. Das Unternehmen wurde 1993 gegründet und ist seit dem Jahr 2007 an der Frankfurter Wertpapierbörse im Prime Standard gelistet. Die Dienstleistungstochter ACCENTRO GmbH ist seit 1999 deutschlandweit tätig.

Key Facts

Ticker	A4Y	Umsatz	192,7 Mio. Euro
Sektor	Immobilien	EBIT	45,2 Mio. Euro
Mitarbeiter	101	EBIT-Marge	23,4%
Kernkompetenz	Privatisierung, Vermarktung und Vermietung von Wohnungen und ganzen Immobilienportfolios sowie Immobilienvertrieb für Dritte		
Standorte	Hauptsitz liegt im historischen Kernmarkt Berlin, ACCENTROs Akquise- und Vertriebsteam sind aber bundesweit mit besonderem Fokus auf B- und C-Städte aktiv		
Kundenstruktur	Private Kapitalanleger und Eigennutzer sowie institutionelle Investoren (Split ca. 35% Retail und 65% Institutional); im Servicegeschäft zudem Projektentwickler, Bauträger, Makler und andere Immobilienkonzerne		

Quelle: Unternehmen

Stand: Geschäftsjahr 2021

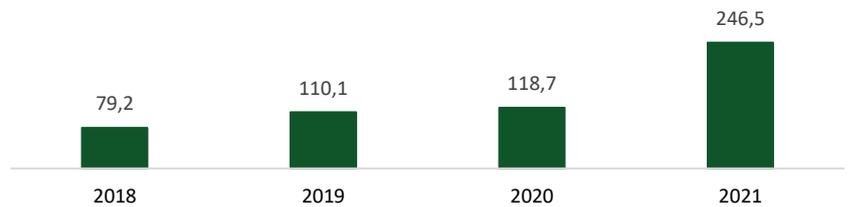
Geschäftsbereiche und Umsatz

Das Geschäftsmodell von ACCENTRO setzt sich aus drei Kernbereichen zusammen. Dazu gehört (1) der Verkauf von Eigentumswohnungen in attraktiven Metropolregionen an Eigennutzer und private Kapitalanleger (owner occupiers) sowie von Immobilienportfolios an überwiegend institutionelle Investoren wie Pensionsfonds, Family Offices, Projektentwickler etc. (buy-to-let). ACCENTRO investiert zudem (2) in eigene Bestandsportfolios, die über ein nachhaltiges Miet- und Wertsteigerungspotenzial verfügen. Nicht zuletzt werden (3) im Servicegeschäft Wohnungen für Bestandhalter, Investoren und Projektentwickler vermarktet. Im Rahmen dieses Vertriebs werden unter anderem Joint Ventures mit Bauträgern und Immobiliengesellschaften geschlossen, die zur Vermarktung beitragen. ACCENTRO verfügt des Weiteren über zum Teil exklusive Vertriebskooperationen mit renommierten Partnern wie ImmoScout24, Propstack, Deutsche Wohnen oder First Home Immobilien. Das Unternehmen agiert demnach mit einem inhaltlich diversifizierten und auf den deutschen Immobilienmarkt zugeschnittenen Leistungsangebot.

In 2021 konnte ACCENTRO auf Basis einer hohen Immobiliennachfrage sowie von Nachholeffekten aus der Corona-Pandemie 761 Wohnungen erfolgreich veräußern und damit ein Plus von 81,2% yoy erzielen. Das beurkundete Verkaufsvolumen aus der Einzelprivatisierung ist durch den anhaltenden Preisanstieg bei Wohnimmobilien überproportional auf 246,5 Mio. Euro (Vj.: 118,7 Mio. Euro) gestiegen. Der Nutzen-Lasten-Wechsel und damit die Umsatzrealisierung erfolgt mitunter aber erst nach dem Bilanzstichtag, sodass die Transaktionsvolumina regelmäßig von den zeitraumbezogenen Erlösen abweichen.

Verkaufsvolumen aus Einzelprivatisierung

(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

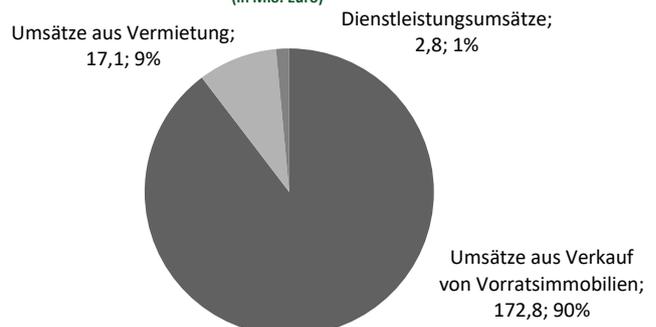
Das anhaltende Wachstum des Wohnimmobilienmarkts in Deutschland schafft eine stabile Erfolgsbasis für ACCENTRO. Die Preise für Eigentumswohnungen und Mieten haben in den vergangenen Jahren weiter zugelegt und die Wachstumsraten der Vorjahre meist übertroffen. Die hohe Nachfrage nach Eigentumswohnungen wurde dabei über viele Jahre durch die historisch niedrigen Effektivzinssätze für Wohnungsbaukredite stark begünstigt. Entsprechend nahm die Zahl an Wohnungsbaufinanzierungen stetig zu. Weiterhin ist in den letzten Jahren die Zahl der Baugenehmigungen insgesamt gestiegen. In den A-Städten stagnierten die Neubauleistung und die Zahl an Genehmigungen dagegen meist oder ging teils sogar zurück. Die ländlichen Regionen profitieren dagegen von der Suburbanisierung der großen Städte.

Ein Grund für den Trend ist das limitierte Angebot an Wohnungen. Durch eine verhältnismäßig dynamische Entwicklung der Kaufpreise gegenüber den Mieten lassen sich in den A-Städten abnehmende Renditen beobachten. Der verhaltene Anstieg der Mieten in den A-Städten liegt seit ein paar Jahren teils unter dem Bundesdurchschnitt. ACCENTRO fokussierte sich im eigenen Mietbestand daher vor allem auf B- und C-Städte, die nach wie vor ein attraktives Wertsteigerungs- und Renditepotenzial aufweisen. Das Geschäft der Wohnungsprivatisierung ist historisch bedingt nach wie vor schwerpunktmäßig auf Berlin konzentriert, dürfte sich in den nächsten Jahren aber zunehmend auf Metropolregionen in ganz Deutschland erstrecken.

ACCENTROs Erlöse aus dem Verkauf von Immobilien (Privatisierung) machen das Gros des Geschäftserfolgs aus und beliefen sich im Geschäftsjahr 2021 auf 172,8 Mio. Euro, was knapp 90% des Konzernumsatzes entsprach. Das Immobilienportfolio für den Bestand und die dauerhafte Vermietung befindet sich weiterhin im Ausbau, zudem werden hierbei vorzugsweise Objekte mit hohem Leerstand und Investitionsrückständen erworben. Die Mietumsätze trugen daher zuletzt mit 17,1 Mio. Euro erst rund 9% zum Gesamtumsatz bei. Als dritte Umsatzsäule des Unternehmens fungiert das Dienstleistungsgeschäft, bei dem ACCENTRO Wohnungen für andere Bestandshalter, Investoren oder Projektentwickler vermarktet. Diese Service-Umsätze sind mit < 2% Umsatzanteil traditionell von geringerer Bedeutung. Infolge einer langfristigen strategischen Vertriebskooperation mit ImmoScout24 und des verstärkten Engagements in der Vermarktung von Neubauimmobilien werden für diesen Geschäftszweig aber deutlich überproportionale Wachstumsraten avisiert.

Umsätze nach Geschäftsbereichen 2021

(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Management

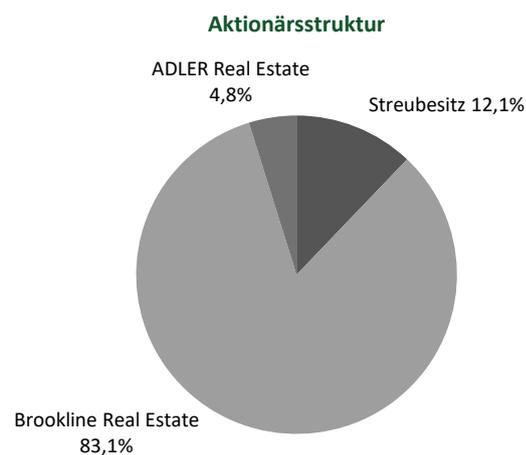
ACCENTRO wird zurzeit von einem Alleivorstand geführt. Der Aufsichtsrat beabsichtigt jedoch, den Vorstand noch in 2022 durch einen neuen CFO personell zu verstärken.



Lars Schriewer (CEO) ist seit März 2020 als Vorstand der ACCENTRO Real Estate AG tätig. Herr Schriewer verfügt durch seine beinahe 20 Jahre Erfahrung in Führungspositionen der Immobilienbranche über umfassende Fachkenntnisse in diesem Bereich. Als Senior Vice President beim Immobilien-Projektentwickler SSN Group AG begleitete er u.a. den M&A-Prozess der Consus Real Estate AG mit einem Volumen von 1,1 Mrd. Euro. Zudem agierte Herr Schriewer mehrere Jahre in leitenden Funktionen bei den Immobilienunternehmen VIVACON AG und WESTGRUND AG.

Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der im Prime Standard der Frankfurter Börse gelisteten ACCENTRO Real Estate AG unterteilt sich in 32.437.934 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien. Kernaktionär ist mit einem Anteil von 83,1% die Brookline Real Estate S.à r.l., hinter der die britische Investmentgesellschaft Vestigo Capital Advisors steht. Die ADLER Real Estate AG hält als wichtigster Minderheitsaktionär noch einen Anteil von rund 4,8%. Auf den Streubesitz entfallen aktuell ca. 12,1%.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) ACCENTRO Real Estate AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	143,3	125,2	192,7	216,7	236,8	252,8
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	143,3	125,2	192,7	216,7	236,8	252,8
Materialaufwand	104,6	99,8	136,0	162,7	176,4	187,1
Rohertrag	38,7	25,4	56,8	53,9	60,4	65,7
Bewertungsergebnis	11,4	28,4	19,0	19,0	5,0	5,0
Personalaufwendungen	5,8	9,0	10,3	11,9	11,8	12,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,1	10,7	18,4	14,1	15,2	15,9
Sonstige betriebliche Erträge	1,2	1,7	1,3	2,2	2,4	2,5
EBITDA	40,7	35,7	48,4	49,1	40,7	44,7
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,9	1,0	3,2	3,0	3,3	3,5
EBITA	39,8	34,7	45,2	46,1	37,4	41,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	39,8	34,7	45,2	45,9	37,2	40,9
Finanzergebnis	-7,3	-10,4	-24,6	-15,9	-15,3	-14,8
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	32,5	24,3	20,6	29,9	21,9	26,1
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	32,5	24,3	20,6	29,9	21,9	26,1
EE-Steuern	6,2	6,3	7,5	7,5	5,5	6,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	26,3	18,1	13,1	22,5	16,4	19,5
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	26,3	18,1	13,1	22,5	16,4	19,5
Anteile Dritter	-0,2	1,5	1,3	1,5	1,7	1,8
Jahresüberschuss	26,5	16,6	11,8	20,9	14,7	17,8

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) ACCENTRO Real Estate AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	73,0%	79,7%	70,6%	75,1%	74,5%	74,0%
Rohertrag	27,0%	20,3%	29,4%	24,9%	25,5%	26,0%
Bewertungsergebnis	8,0%	22,7%	9,9%	8,8%	2,1%	2,0%
Personalaufwendungen	4,1%	7,2%	5,3%	5,5%	5,0%	5,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,2%	8,6%	9,5%	6,5%	6,4%	6,3%
Sonstige betriebliche Erträge	0,8%	1,4%	0,7%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA	28,4%	28,5%	25,1%	22,7%	17,2%	17,7%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6%	0,8%	1,7%	1,4%	1,4%	1,4%
EBITA	27,8%	27,7%	23,4%	21,3%	15,8%	16,3%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	27,8%	27,7%	23,4%	21,2%	15,7%	16,2%
Finanzergebnis	-5,1%	-8,3%	-12,7%	-7,4%	-6,5%	-5,9%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	22,7%	19,4%	10,7%	13,8%	9,2%	10,3%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	22,7%	19,4%	10,7%	13,8%	9,2%	10,3%
EE-Steuern	4,3%	5,0%	3,9%	3,5%	2,3%	2,6%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	18,4%	14,4%	6,8%	10,4%	6,9%	7,7%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	18,4%	14,4%	6,8%	10,4%	6,9%	7,7%
Anteile Dritter	-0,1%	1,2%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Jahresüberschuss	18,5%	13,2%	6,1%	9,7%	6,2%	7,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) ACCENTRO Real Estate AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	17,8	17,8	17,8	19,9	20,8	21,2
Sachanlagen	25,0	26,2	29,6	28,5	27,2	26,0
Finanzanlagen	43,7	229,7	342,3	342,3	342,3	342,3
Anlagevermögen	86,5	273,8	389,6	390,6	390,3	389,4
Vorräte	416,6	409,5	300,6	281,4	266,0	252,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,6	51,8	21,3	22,6	24,6	26,3
Liquide Mittel	24,2	56,5	121,5	141,3	165,6	191,7
Sonstige Vermögensgegenstände	43,0	70,4	96,4	97,6	97,8	98,0
Umlaufvermögen	494,3	588,2	539,8	542,9	554,0	568,8
Bilanzsumme	580,8	862,0	929,5	933,5	944,4	958,2
PASSIVA						
Eigenkapital	218,7	236,2	247,4	260,4	270,5	283,7
Anteile Dritter	2,1	10,9	13,2	13,2	13,2	13,2
Rückstellungen	0,9	2,0	0,7	0,7	0,7	0,7
Zinstragende Verbindlichkeiten	317,6	565,5	606,3	606,3	606,3	606,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,2	7,1	5,3	6,0	6,6	7,0
Sonstige Verbindlichkeiten	35,2	40,3	56,5	46,9	47,1	47,3
Verbindlichkeiten	359,9	614,9	668,8	659,8	660,6	661,2
Bilanzsumme	580,8	862,0	929,5	933,5	944,4	958,2

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) ACCENTRO Real Estate AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,1%	2,1%	1,9%	2,1%	2,2%	2,2%
Sachanlagen	4,3%	3,0%	3,2%	3,0%	2,9%	2,7%
Finanzanlagen	7,5%	26,7%	36,8%	36,7%	36,2%	35,7%
Anlagevermögen	14,9%	31,8%	41,9%	41,8%	41,3%	40,6%
Vorräte	71,7%	47,5%	32,3%	30,1%	28,2%	26,4%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,8%	6,0%	2,3%	2,4%	2,6%	2,7%
Liquide Mittel	4,2%	6,6%	13,1%	15,1%	17,5%	20,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	7,4%	8,2%	10,4%	10,5%	10,4%	10,2%
Umlaufvermögen	85,1%	68,2%	58,1%	58,2%	58,7%	59,4%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	37,7%	27,4%	26,6%	27,9%	28,6%	29,6%
Anteile Dritter	0,4%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Rückstellungen	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zinstragende Verbindlichkeiten	54,7%	65,6%	65,2%	64,9%	64,2%	63,3%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,1%	0,8%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	6,1%	4,7%	6,1%	5,0%	5,0%	4,9%
Verbindlichkeiten	62,0%	71,3%	72,0%	70,7%	70,0%	69,0%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

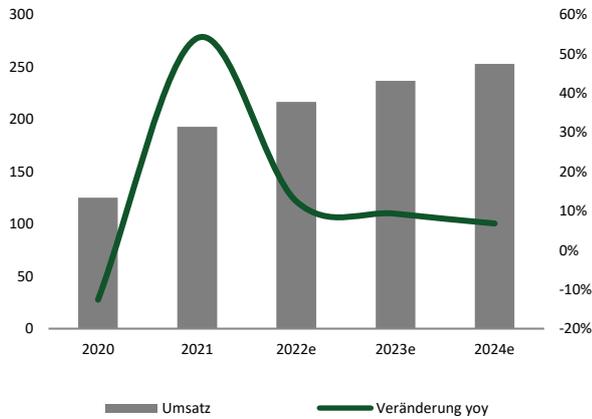
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) ACCENTRO Real Estate AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	26,3	-4,3	13,1	22,5	16,4	19,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,9	1,0	3,2	3,0	3,3	3,5
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-24,6	-6,8	-6,8	-19,0	-5,0	-5,0
Cash Flow	2,6	-10,2	9,6	6,7	15,0	18,3
Veränderung Working Capital	-78,3	-22,5	90,0	18,6	14,0	11,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-75,7	-32,7	99,6	25,3	29,0	30,2
CAPEX	-1,7	-2,2	-4,8	-4,2	-3,3	-2,9
Sonstiges	4,1	-97,4	-80,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	2,4	-99,6	-85,4	-4,2	-3,3	-2,9
Dividendenzahlung	-5,2	0,0	0,0	-1,3	-1,3	-1,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	93,3	185,3	69,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-7,1	-21,6	-19,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	81,0	163,7	50,0	-1,3	-1,3	-1,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,9	1,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	7,8	31,4	64,2	19,8	24,4	26,0
Endbestand liquide Mittel	24,2	56,5	121,5	141,3	165,6	191,7

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

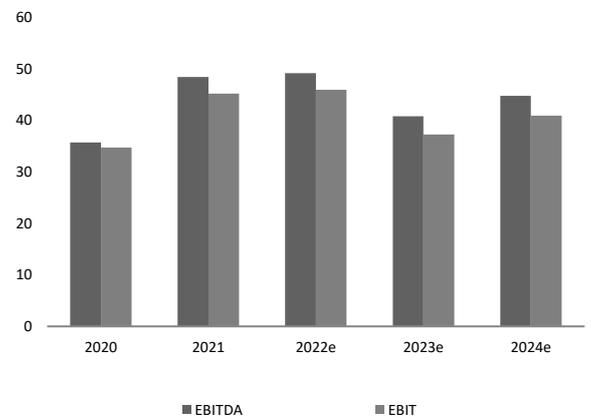
Kennzahlen ACCENTRO Real Estate AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ertragsmargen						
Rohertragsmarge (%)	27,0%	20,3%	29,4%	24,9%	25,5%	26,0%
EBITDA-Marge (%)	28,4%	10,6%	25,1%	22,7%	17,2%	17,7%
EBIT-Marge (%)	27,8%	9,8%	23,4%	21,2%	15,7%	16,2%
EBT-Marge (%)	22,7%	1,6%	10,7%	13,8%	9,2%	10,3%
Netto-Umsatzrendite (%)	18,4%	-3,4%	6,8%	10,4%	6,9%	7,7%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	8,6%	1,9%	6,0%	6,2%	5,1%	5,7%
ROE (%)	13,3%	-2,6%	4,8%	8,0%	5,4%	6,3%
ROA (%)	4,6%	-0,7%	1,3%	2,2%	1,6%	1,9%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	293,5	509,0	484,8	465,0	440,6	414,6
Net Debt / EBITDA	7,2	38,3	10,0	9,5	10,8	9,3
Net Gearing (Net Debt/EK)	1,3	2,1	1,9	1,7	1,6	1,4
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-77,6	-102,7	29,8	21,1	25,7	27,3
Capex / Umsatz (%)	1%	56%	36%	2%	1%	1%
Working Capital / Umsatz (%)	268%	343%	195%	137%	119%	106%
Bewertung						
EV/Umsatz	4,1	4,7	3,0	2,7	2,5	2,3
EV/EBITDA	14,4	44,2	12,1	11,9	14,4	13,1
EV/EBIT	14,7	47,7	13,0	12,8	15,8	14,3
EV/FCF	-	-	19,7	27,8	22,9	21,5
KGV	4,8	-	10,6	6,0	8,7	7,1
KBV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

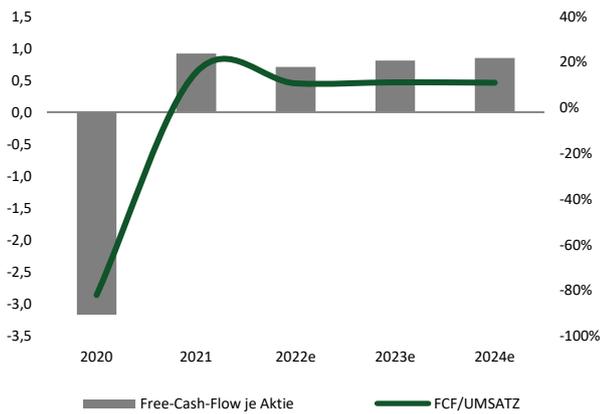
Umsatzentwicklung



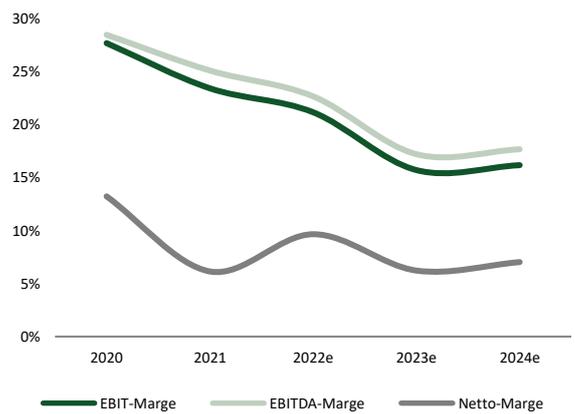
Ergebnisentwicklung



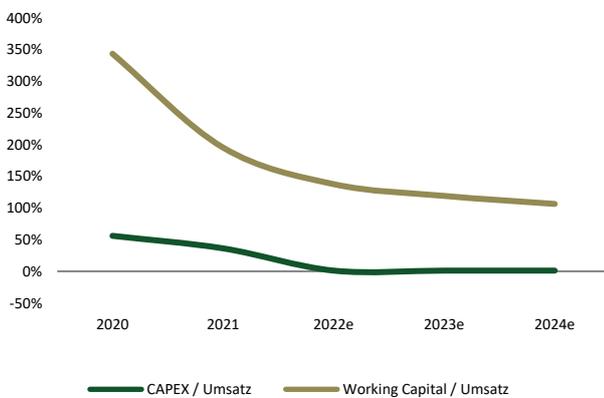
Free-Cash-Flow Entwicklung



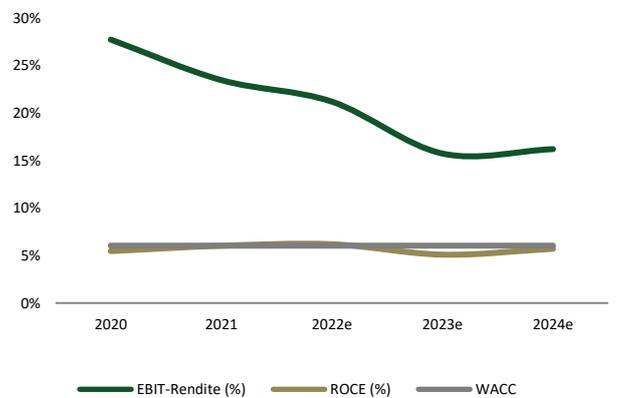
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	20.06.2022	3,92	9,00	+130%
