

02. Juni 2022  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research

 **Platz 1**  
Europe  
Industrials  
(2018)

 **Platz 2**  
German  
Software & IT  
(2018)

 **Platz 1**  
German  
Software & IT  
(2017)

**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
**Refinitiv Analyst Awards**

# Accentro Real Estate AG

Umsatz gesteigert, Profitabilität verbessert,  
Liquidität weiter erhöht

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 4,20 € | Kursziel: 11,50 € (unverändert)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93

**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92

**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com

**Internet:** www.sc-consult.com

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Berlin
<b>Branche:</b>	Wohnimmobilien
<b>Mitarbeiter:</b>	ca. 100
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A0KFKB3
<b>Ticker:</b>	A4Y:GR
<b>Kurs:</b>	4,20 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	32,4 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	136,2 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	627,9 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	12,1 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	8,60 / 4,04 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	20,5 Tsd. Euro / Tag

Accentro hat für die Monate Januar bis März ein Verkaufsvolumen von 27,3 Mio. Euro gemeldet, womit sich die hohe Dynamik der Verkaufsaktivitäten, die bereits das letzte Geschäftsjahr geprägt hat, auch im ersten Quartal nahtlos fortgesetzt hat. Während die Vertragsabschlüsse dieses Zeitraums aufgrund der üblichen Verzögerungen größtenteils erst im späteren Jahresverlauf umsatzwirksam werden, speist sich der Verkaufsumsatz der ersten drei Monate aus dem großen Überhang an bereits in 2021 beurkundeten, aber noch nicht vor dem Jahreswechsel vollzogenen Verkäufen. Dieser Umsatz belief sich im ersten Quartal auf 29,3 Mio. Euro und trug maßgeblich zum Wachstum der Konzernlöhse um 22 Prozent auf 33,7 Mio. Euro bei, auf dessen Basis Accentro das EBIT um 60 Prozent (auf 3,6 Mio. Euro) erhöhen und den Quartalsverlust auf -1,7 Mio. Euro fast halbieren konnte. Sehr deutlich hat sich seit dem Jahresanfang die Liquidität erhöht, die sich per Ende März auf fast 160 Mio. Euro bzw. 17 Prozent der Bilanzsumme belief. Auf der Grundlage der Q1-Zahlen hat Accentro die Prognose für das Gesamtjahr bestätigt, die ein Umsatzwachstum auf 200 bis 220 Mio. Euro und ein mindestens stabiles EBIT in der Größenordnung zwischen 45 und 50 Mio. Euro vorsieht.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	143,3	125,2	192,7	210,4	175,9	177,6
EBIT (Mio. Euro)*	39,8	34,7	45,2	28,0	21,0	25,5
Jahresüberschuss*	26,5	16,6	11,8	10,0	3,5	4,7
EpS*	0,82	0,51	0,37	0,31	0,11	0,14
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-30,3%	-12,6%	54,0%	9,1%	-16,4%	0,9%
Gewinnwachstum	45,4%	-37,4%	-28,5%	-15,8%	-64,9%	33,9%
KUV	0,95	1,09	0,71	0,65	0,77	0,77
KGV	5,1	8,2	11,5	13,7	38,9	29,1
EV / EBIT	15,8	18,1	13,9	22,5	30,0	24,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

\* bis inkl. 2021 mit Bewertungsergebnis, ab 2022 ohne

## Hohe Verkäufe treiben Umsatzwachstum

Wie bereits anhand der schon bekannten, sehr starken Verkaufszahlen für das vierte Quartal 2021 sowie für die ersten drei Monate 2022 zu erwarten war, hat sich der Verkaufsumsatz in den Monaten Januar bis März erneut stark entwickelt und ist gegenüber dem Vorjahr um 21 Prozent auf 29,3 Mio. Euro gestiegen. Noch stärker haben sich die Mieterlöse erhöht, die aufgrund des Ausbaus des Bestandsportfolios um 36 Prozent auf 4,0 Mio. Euro zugelegt haben. Rückläufig haben sich hingegen die Dienstleistungserlöse aus dem Vertrieb fremder Wohnungen entwickelt, die mit 0,4 Mio. Euro noch unter dem niedrigen Wert des ersten Quartals 2021 blieben. Insgesamt ist der Quartalsumsatz um 22 Prozent auf 33,7 Mio. Euro gewachsen.

## Verkaufsmarge leicht erhöht

Verbessert zeigten sich in den ersten drei Monaten des Jahres die Margen. Die Verkaufsmarge blieb zwar mit 21,9 Prozent unter dem sehr hohen Niveau der zweiten Jahreshälfte 2021, doch gegenüber dem Vorjahresquartal konnte sie um 1,1 Prozentpunkte erhöht werden. Da aufgrund der üblichen Verzögerungen in den Verkaufsumsätzen des ersten Quartals vor allem Immobilien enthalten sind, die noch vor dem Jahreswechsel beurkundet wurden, hat sich die zweite Preiserhöhung, die Accentro Anfang Januar vorgenommen hat, in der Marge des ersten Quartals noch nicht ausgewirkt. Etwas höher ist auch die Vermietungsmarge (als Verhältnis des Vermietungsergebnisses zu den Mieterlösen) ausgefallen, die im ersten Quartal bei 63,4 Prozent gelegen hat (Vorjahr: 62,6 Prozent). Zusammen mit dem Effekt der Verschiebung der Umsatzanteile in Richtung der Mieterlöse führte dies auch zu einem Anstieg der Konzernrohmargin von 25,8 auf 27,0 Prozent. In absoluten Zahlen verbesserte sich das Konzernrohergebnis um knapp 29 Prozent auf 9,2 Mio. Euro.

## Kostenanstieg nur unterproportional

In Relation dazu haben die wichtigsten Aufwandsarten nur unterproportional zugelegt. Der Personalaufwand erhöhte sich beispielsweise lediglich um 8,0 Prozent auf 2,5 Mio. Euro. Die sonstigen betrieblichen

Aufwendungen erhöhten sich mit einem Plus von 9 Prozent ebenfalls deutlich unterproportional zum Rohertrag und lagen mit 2,5 Mio. Euro im ersten Quartal gleichauf mit dem Personalaufwand. Verglichen mit dem Niveau der letzten Quartale 2021 gab es hier sogar einen deutlichen Rückgang, der aber aufgrund unregelmäßig anfallender Kostenpositionen wie Rechts- und Beratungskosten noch keine Aussage über die Entwicklung in den kommenden Monaten erlaubt.

Geschäftszahlen	Q1 21	Q1 22	Änderung
Umsatz	27,59	33,68	+22,1%
davon Verkäufe	24,2	29,3	+20,8%
davon Vermietung	2,9	4,0	+36,1%
davon Vermittlung	0,4	0,4	-5,3%
Rohergebnis	7,1	9,2	+28,7%
<i>Rohmarge</i>	25,8%	27,2%	
Bewertungsergebnis	0,0	0,0	-
EBIT	2,3	3,6	+59,0%
<i>EBIT-Marge</i>	8,2%	10,7%	
Finanzergebnis	-3,6	-4,4	-
Vorsteuerergebnis	-1,4	-0,8	-
<i>Vorsteueremarge</i>	-5,0%	-2,5%	
Nettoergebnis	-3,0	-1,7	-
<i>Nettomarge</i>	-10,8%	-5,1%	
Free-Cashflow	-25,6	44,6	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

## EBIT um 60 Prozent erhöht

Ergebnisseitig resultierte aus der Entwicklung des ersten Quartals ein EBIT von 3,6 Mio. Euro, fast 60 Prozent mehr als vor einem Jahr. Nach Abzug des negativen Finanzergebnisses blieb das Vorsteuerergebnis zwar mit -0,8 Mio. Euro im negativen Bereich, doch gegenüber dem ersten Quartal 2021 konnte eine weitere Verbesserung um 0,6 Mio. Euro erzielt werden. Neben dem erhöhten EBIT trugen dazu die auf 1,4 Mio. Euro mehr als verdoppelten Finanzerträge bei,

in denen sich die höheren Ausleihungen an Joint Ventures und Beteiligungen widerspiegeln und deren Anstieg die Wirkung der ebenfalls deutlich erhöhten Zinsaufwendungen (+37 Prozent auf 5,8 Mio. Euro) auf das Finanzergebnis gedämpft hat. Nach Steuern und Minderheiten verblieb ein Quartalverlust von 1,7 Mio. Euro, der damit im Vorjahresvergleich um etwas mehr als 40 Prozent reduziert werden konnte.

### Vorratsvermögen gesunken

Obwohl im ersten Quartal die im Dezember erworbenen 73 Wohnungen in Berlin in den Besitz von Accentro übergegangen sind, überwogen im Hinblick auf die Entwicklung des Vorratsvermögens doch die Verkäufe. Diese sorgten für einen leichten Rückgang des Vorratsvermögens von 300,6 Mio. Euro per Ende Dezember auf 287,1 Mio. Euro Ende März. Gegenüber dem Vorjahr (417,7 Mio. Euro) ist das Vorratsvermögen somit um fast ein Drittel gesunken. Zusammen mit dem im Laufe des ersten Quartals nahezu unveränderten Bestand an als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien betrug das gesamte Immobilienvermögen Ende März 618,2 Mio. Euro, knapp 8 Prozent weniger als vor einem Jahr.

### Hoher Cashflow-Überschuss

Der Rückgang des Vorratsvermögens war für den hohen operativen Cashflow-Überschuss in Höhe von 26,5 Mio. Euro (Vorjahr: +15,0 Mio. Euro) verantwortlich, darüber hinaus verweist Accentro auf reduzierte Forderungen und höhere Kundenanzahlungen. Da im ersten Quartal keine nennenswerten Ankäufe für das Bestandsportfolio stattgefunden haben, ist auch der Investitions-Cashflow mit 18,1 Mio. Euro deutlich positiv ausgefallen. Darin enthalten ist der Mittelzufluss aus dem Verkauf der Beteiligung an der Belle Époque Quartier Gehrensee GmbH (16 Mio. Euro) sowie der Nettorückfluss aus ausgereichten Darlehen in Höhe von 2,9 Mio. Euro. Zusammenge-rechnet betrug der Free-Cashflow des ersten Quartals somit +44,6 Mio. Euro, nach -25,6 Mio. Euro im Vorjahr. Abzüglich der Abflüsse für Finanzierungszwecke (7,1 Mio. Euro) erhöhte sich die Liquidität kräftig um 37,4 Mio. Euro auf 158,9 Mio. Euro.

### Bilanzsumme stabil

Damit entspricht die Liquidität 17 Prozent der Bilanzsumme, die im ersten Quartal nahezu unverändert bei rund 930 Mio. Euro geblieben ist. Das Eigenkapital hat sich währenddessen durch den Quartalsverlust geringfügig auf 259,4 Mio. Euro reduziert, so dass die Eigenkapitalquote minimal um 0,2 Prozentpunkte auf 27,8 Prozent abgenommen hat. Im Vorjahresvergleich haben sich aber sowohl das Eigenkapital (+4,8 Prozent) als auch die Eigenkapitalquote (+2,5 Prozentpunkte) erhöht. Deutlich verbessert hat sich im Vorjahresvergleich der LTV. Nach der Berechnungsformel gemäß der Anleihebedingungen für die Anleihe 20/23 lag er Ende März bei 52,8 Prozent, nach 57,4 Prozent im Vorjahr und 54,9 Prozent zum Jahreswechsel.

### Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der Q1-Zahlen hat Accentro die Prognose für das Gesamtjahr bestätigt. Demnach soll der Umsatz dieses Jahr auf 200 bis 220 Mio. Euro steigen und ein mindestens stabiles EBIT zwischen 45 und 50 Mio. Euro ermöglichen.

### Schätzungen weitgehend unverändert

Nachdem Accentro mit einem hohen Bestand an bereits beurkundeten Verkäufen in das Jahr gestartet war und bereits im Vorfeld vom hohen Verkaufsvolumen im ersten Quartal berichtet hatte, stellen die guten Q1-Zahlen nun keine große Überraschung dar. Auch die bestätigte Jahresprognose verdeutlicht, dass der Geschäftsverlauf der ersten drei Monate im Rahmen der Planung lag. Für deren Erreichung sind aber ohnehin die späteren Quartale entscheidend, in denen sowohl die Verkaufserlöse weiter anziehen als auch die Verbesserungen der Vermietungssituation sichtbar werden sollen. Wir haben deswegen unsere Schätzungen unverändert gelassen. Für das laufende Jahr kalkulieren wir folglich weiterhin mit einem Umsatz von 210,4 Mio. Euro und einem EBIT von 28,0 Mio. Euro. Eine minimale Änderung hat sich im Finanzergebnis ergeben, in dem sowohl die Finanzerträge als auch die Zinsaufwendungen über unseren Schätzungen ausgefallen sind. Durch deren Anpassung hat sich

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	210,4	175,9	177,6	201,1	226,3	253,8	278,4	300,1
Umsatzwachstum		-16,4%	0,9%	13,2%	12,6%	12,1%	9,7%	7,8%
EBIT-Marge	13,3%	11,9%	14,4%	16,0%	17,3%	18,4%	18,8%	19,3%
<b>EBIT*</b>	<b>28,0</b>	<b>21,0</b>	<b>25,5</b>	<b>32,1</b>	<b>39,2</b>	<b>46,8</b>	<b>52,4</b>	<b>57,9</b>
Steuersatz	25,0%	27,0%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	7,0	5,7	7,0	8,8	10,8	12,9	14,4	15,9
<b>NOPAT</b>	<b>21,0</b>	<b>15,3</b>	<b>18,5</b>	<b>23,3</b>	<b>28,5</b>	<b>33,9</b>	<b>38,0</b>	<b>42,0</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges*	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>22,6</b>	<b>16,9</b>	<b>20,0</b>	<b>24,7</b>	<b>29,8</b>	<b>35,2</b>	<b>39,3</b>	<b>43,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	53,4	-32,2	-32,5	-36,9	-41,7	-34,3	-23,8	-10,7
- Investitionen AV	-18,8	6,5	-16,4	-20,3	-21,3	-22,4	-23,5	-24,6
<b>Free Cashflow</b>	<b>57,2</b>	<b>-8,8</b>	<b>-28,8</b>	<b>-32,6</b>	<b>-33,2</b>	<b>-21,4</b>	<b>-8,0</b>	<b>7,8</b>

SMC Schätzmodell

\*ohne Bewertungsergebnis

der für dieses Jahr erwartete Jahresüberschuss von zuvor 9,2 Mio. Euro auf nun 10,0 Mio. Euro erhöht. Die Annahmen bezüglich der Folgejahre sind hingegen gänzlich unverändert geblieben, so dass wir für 2029 weiterhin von einem Umsatz von 300 Mio. Euro sowie von einer EBIT-Marge von 19,3 Prozent ausgehen. Den aus unseren Annahmen resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre fasst die Tabelle oben auf dieser Seite zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen

### Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir auch die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir mit einem WACC-Satz von 4,5 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 7,4 Prozent (bestehend aus: sicherer Zins 1,0 Prozent, Risikoprämie 5,8 Prozent, Betafaktor 1,1), FK-Kosten von 4,5 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 70 Prozent zugrunde liegen.

### Kursziel: 11,50 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 374,3 Mio. Euro bzw. 11,54 Euro je Aktie, woraus wir das unveränderte Kursziel von 11,50 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse für die Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Damit signalisiert unser Kursziel für die Aktie weiter ein sehr hohes Aufwärtspotenzial. Darüber hinaus bestehen weitere Chancen, wenn sich das Privatisierungsgeschäft doch stärker entwickeln sollte, als derzeit von uns unterstellt. Auch die Beiträge aus der Kooperation mit ImmoScout24 sind in Relation zu dem Potenzial, das daraus erwachsen könnte, zurückhaltend modelliert. Unverändert gelassen haben wir die Einstufung des Schätzrisikos, für das wir auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) weiterhin vier Punkte vergeben.

## Fazit

---

Accentro hat für das erste Quartal ein fortgesetztes Umsatzwachstum und eine verbesserte Profitabilität gemeldet. Auf der Grundlage der lebhaften Verkaufsaktivitäten und des im Vorjahresvergleich vergrößerten Bestandsportfolios wurden sowohl die Erlöse aus dem Verkauf von Immobilien als auch die Mieterlöse deutlich gesteigert, so dass der Umsatz insgesamt um 22 Prozent auf 33,7 Mio. Euro erhöht wurde. Auf dieser Basis hat sich das EBIT um 60 Prozent auf 3,6 Mio. Euro verbessert. Das Quartalsergebnis blieb zwar mit -1,7 Mio. Euro noch negativ, doch das Defizit konnte gegenüber dem Vorjahr fast halbiert werden.

Mit den lebhaften Verkaufsaktivitäten auch im bisherigen Verlauf des zweiten Quartals, dem sehr hohen Bestand an privatisierungsbereiten Immobilien, dessen Verkaufswert Accentro derzeit auf 330 Mio. Euro beziffert, und dem Potenzial für steigende Mieten durch Leerstandsabbau verfügt Accentro über mehrere intakte Treiber, um die Umsatz- und Ergebnisse für dieses Jahr zu erreichen, die der Vorstand deswegen bestätigt hat. Auch wir haben unsere Schätzungen unverändert gelassen und sehen auf dieser Basis den fairen Wert weiter bei 11,50 Euro je Aktie.

Gegenüber dem aktuellen Kurs signalisiert dieses Kursziel ein sehr hohes Aufwärtspotenzial von 170 Prozent. Diese große Diskrepanz führen wir darauf

zurück, dass die Börse derzeit die Turbulenzen um die Adler Group zum Anlass nimmt, alle Unternehmen im Umkreis dieser Gesellschaft mit größerer Vorsicht zu behandeln. Gerade unter diesen Bedingungen und angesichts des schwieriger werdenden gesamtwirtschaftlichen Umfelds sorgt darüber hinaus die im kommenden Februar anstehende Refinanzierung der 250-Mio.-Euro-Anleihe offensichtlich für weitere Verunsicherung der Anleger.

Mit dem massiven Aufbau der Liquidität, die per Ende März fast 160 Mio. Euro erreicht hat, scheint Accentro nach unserer Einschätzung dem Thema schon frühzeitig jede eventuelle Brisanz nehmen zu wollen. Auch wenn dadurch der Portfolioausbau zunächst verzögert wird und ein Teil der Mittel für einige Monate ungenutzt bleibt, wäre ein solcher Ansatz aus unserer Sicht in der aktuellen Situation nachvollziehbar. Zusammen mit der hohen Verkaufsplanung für das laufende Jahr, die bereits mit einem hohen Volumen an beurkundeten Verträgen unterlegt ist, erweckt die hohe Liquidität den Eindruck, dass Accentro auch hinsichtlich der Anleihe auf einem guten Weg ist.

Damit aber scheint die Aktie derzeit deutlich unterbewertet, weswegen wir das Urteil „Buy“ bestätigen.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Mit der Schwerpunktlegung auf Wohnimmobilien adressiert Accentro einen sehr attraktiven Markt, der sich durch einen merklichen Nachfrageüberhang auszeichnet.
- Eine seit sehr vielen Jahren etablierte Position als führender Wohnungsprivatisierer in Deutschland.
- Das Vorratsvermögen umfasst privatisierungsbereite Wohnungen im Verkaufswert von 330 Mio. Euro.
- Mit dem Aufbau des Bestandsportfolios wird das Geschäftsmodell um ein Element erweitert, das perspektivisch für einen stabilen Grundstrom aus wiederkehrenden Mieterlösen sorgen und damit zumindest einen Teil der Fixkosten decken könnte.

## Chancen

- Im ersten Quartal hat die hohe Verkaufsdynamik angehalten, was zusammen mit dem hohen Übertrag an bereits beurkundeten Verkaufsverträgen aus 2021 eine Erreichung der hohen Verkaufsziele für 2022 erleichtern dürfte.
- Die geplante Reduktion des Leerstands im Bestandsportfolio könnte für einen kräftigen Anstieg der Mieterlöse sorgen und Spielraum für weitere Bewertungsgewinne schaffen.
- Die Kooperation mit ImmoScout24 bietet die Chance, das Geschäft mit dem Vertrieb von Neubauwohnungen massiv auszubauen und die Dienstleistungserlöse in eine gänzlich andere Dimension zu steigern.
- Ein weiter vergrößertes und in der Profitabilität verbessertes Bestandsportfolio könnte das Risikoprofil weiter verbessern.
- Nach einem Stimmungsumschwung am Markt könnte sich die Aktie rasch sehr stark erholen.

## Schwächen

- Die Umsätze aus Wohnungsverkäufen sind volatil und schwer prognostizierbar.
- Das Bestandsportfolio wurde mit einem sehr hohen Leerstand angekauft und weist signifikante Bewirtschaftungsdefizite auf.
- In den letzten Jahren zeigten viele Kostenpositionen eine steile Aufwärtsdynamik.
- Bereinigt um die Bewertungsgewinne ist die Profitabilität noch gering, im ersten Quartal lag das Nettoergebnis im Minus.
- Weiteres Wachstum ist nur mit externer Finanzierung stemmbar.
- Zahlreiche Joint-Venture-Strukturen reduzieren etwas die Transparenz der Berichterstattung.

## Risiken

- Die Kaufnachfrage nach Immobilien ist stark zinsensibel. Ein spürbarer Zinsanstieg dürfte sich nachfragedämpfend auswirken. Gleichzeitig würde ein höheres Zinsniveau die Profitabilität des Geschäftsmodells und insbesondere der Bestandshaltung belasten.
- Die Turbulenzen um die Adler Group könnten für weitere Unruhe im Aktionariat von Accentro sorgen und auch die Accentro-Aktie weiter belasten.
- Eine weitere Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Lage oder eine unerwartete Eskalation der Adler-Unsicherheit könnte die Refinanzierung erschweren.
- Liefer- und Kapazitätsengpässe im Baubereich sorgen für erhöhte Kosten- und Zeitrissen.
- Die interventionistische Wohnungspolitik könnte weiter intensiviert werden.
- Unzureichende oder zu teure Ankäufe könnten die weitere Entwicklung erschweren.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	427,7	444,9	436,7	451,6	470,5	490,4	511,4	533,6	557,0
1. Immat. VG	20,7	20,5	20,3	20,1	20,0	19,9	19,8	19,8	19,7
2. Sachanlagen	26,6	25,8	24,9	24,1	23,3	22,5	21,9	21,2	20,6
3. Als Finanzinv. gehaltene Immobilien	330,7	358,9	376,9	395,7	415,5	436,3	458,1	481,0	505,0
II. UV Summe	485,8	363,0	388,5	407,3	441,2	488,4	528,9	561,5	586,4
1. Vorratsvermögen	300,6	250,6	285,8	321,3	361,5	406,8	444,8	472,7	487,7
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	260,6	270,6	274,1	278,8	287,3	299,8	316,3	335,7	358,2
II. Rückstellungen	0,7	0,9	1,2	1,4	1,7	2,0	2,2	2,5	2,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	508,8	388,8	398,8	416,3	444,3	474,3	498,3	513,3	523,3
2. Kurzfristiges FK	159,4	163,6	167,2	178,4	194,4	218,8	239,6	259,8	275,3
<b>BILANZSUMME</b>	<b>929,5</b>	<b>823,9</b>	<b>841,3</b>	<b>874,9</b>	<b>927,6</b>	<b>994,8</b>	<b>1.056,3</b>	<b>1.111,2</b>	<b>1.159,5</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	192,7	210,4	175,9	177,6	201,1	226,3	253,8	278,4	300,1
Rohertrag	56,8	56,7	50,6	56,1	63,6	71,8	80,3	86,8	93,0
EBITDA*	27,6	29,6	22,5	27,0	33,5	40,6	48,1	53,7	59,1
EBIT*	45,2	28,0	21,0	25,5	32,1	39,2	46,8	52,4	57,9
EBT*	20,6	13,5	4,8	6,5	11,7	17,2	22,8	26,8	31,1
JÜ (vor Ant. Dritter)*	13,1	10,0	3,5	4,7	8,5	12,5	16,5	19,5	22,5
JÜ*	11,8	10,0	3,5	4,7	8,5	12,5	16,5	19,4	22,5
EPS*	0,37	0,31	0,11	0,14	0,26	0,38	0,51	0,60	0,69

\* 2021 mit Bewertungsergebnis, ab 2022 ohne

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	99,5	85,8	-7,6	-6,4	-6,2	-5,4	8,0	23,0	40,3
CF aus Investition	-85,4	-18,8	6,5	-16,4	-20,3	-21,3	-22,4	-23,5	-24,6
CF Finanzierung	50,0	-140,8	-9,5	5,1	19,1	27,5	15,5	3,9	-7,3
Liquidität Jahresanfa.	56,5	121,5	47,7	37,1	19,5	12,1	13,0	14,1	17,6
Liquidität Jahresende	121,5	47,7	37,1	19,5	12,1	13,0	14,1	17,6	25,9

### Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	54,0%	9,1%	-16,4%	0,9%	13,2%	12,6%	12,1%	9,7%	7,8%
Rohertragsmarge	29,4%	27,0%	28,8%	31,6%	31,6%	31,7%	31,7%	31,2%	31,0%
EBITDA-Marge	14,3%	14,1%	12,8%	15,2%	16,7%	18,0%	19,0%	19,3%	19,7%
EBIT-Marge	23,4%	13,3%	11,9%	14,4%	16,0%	17,3%	18,4%	18,8%	19,3%
EBT-Marge	10,7%	6,4%	2,7%	3,7%	5,8%	7,6%	9,0%	9,6%	10,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	6,1%	4,7%	2,0%	2,6%	4,2%	5,5%	6,5%	7,0%	7,5%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
3,5%	51,48	34,83	24,84	18,18	13,43
4,0%	33,09	23,46	17,05	12,47	9,03
4,5%	22,14	15,96	<b>11,54</b>	8,22	5,65
5,0%	14,91	10,65	7,45	4,97	2,98
5,5%	9,80	6,71	4,32	2,40	0,83

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

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

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

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 02.06.2022 um 12:25 Uhr fertiggestellt und am 02.06.2022 um 13:00 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
12.05.2022	Buy	11,50 Euro	1), 3), 4)
07.12.2021	Buy	14,60 Euro	1), 3), 4)
16.06.2021	Buy	13,20 Euro	1), 3)
25.05.2021	Buy	13,20 Euro	1), 3), 4)
13.01.2021	Buy	15,00 Euro	1), 3)
19.11.2020	Buy	13,30 Euro	1), 3), 4)
17.08.2020	Buy	13,30 Euro	1), 3)
08.06.2020	Hold	11,00 Euro	1), 3)
17.08.2020	Buy	13,30 Euro	1), 3)
08.06.2020	Hold	11,00 Euro	1), 3)

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

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

#### *Haftungsausschluss*

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

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

#### *Copyright*

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