

19. Juni 2023  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research

 **Platz 1**  
Europe  
Industrials  
(2018)

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

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

**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
Refinitiv Analyst Awards

# Accentro Real Estate AG

## Auftaktquartal erwartungsgemäß schwach

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,72 € | Kursziel: 5,00 € (unverändert)

**Analyst:** Dipl. Volkswirt 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](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

# Aktuelle Entwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Berlin
<b>Branche:</b>	Wohnimmobilien
<b>Mitarbeiter:</b>	123
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A0KFKB3
<b>Ticker:</b>	A4Y:GR
<b>Kurs:</b>	1,72 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	32,4 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	55,8 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	515,1 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	12,1 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	4,66 / 1,28 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12M):</b>	8,8 Tsd. Euro / Tag

## Verkaufsvolumen wie erwartet tiefer

Wie angesichts der Marktlage zu erwarten und von Accentro bereits im Rahmen des Geschäftsberichts für 2022 angekündigt war, hat die Dynamik der Verkaufsaktivitäten im ersten Quartal merklich nachgelassen. Das Volumen der beurkundeten Verträge sank von 27,3 Mio. Euro im Vorjahr auf nur noch 7,0 Mio. Euro. Der Verkaufsumsatz der ersten drei Monate, der sich am Nutzen-Lasten-Wechsel der Immobilien orientiert, lag mit 16,2 Mio. Euro deutlich höher, doch im Vorjahresvergleich war das dennoch ein Rückgang um 45 Prozent. Etwas erhöht haben sich hingegen die Mieterlöse, die dank einer verbesserten Vermietungsquote und höherer Durchschnittsmieten um 12 Prozent auf 4,5 Mio. Euro zulegten. Bei einem nahezu vernachlässigbaren Dienstleistungsumsatz von 0,1 Mio. Euro ist der Quartalsumsatz insgesamt um 38 Prozent auf 20,9 Mio. Euro zurückgegangen.

## Margen schwächer

Ebenfalls rückläufig waren in den ersten drei Monaten des Jahres die Margen. Die Verkaufsmarge lag bei 3,7 Prozent und damit nur noch bei einem Bruchteil der in der Vergangenheit erreichten Werte. Auf Nachfrage erklärt Accentro dies mit einer Kombination aus

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	125,2	192,7	165,2	116,0	134,0	154,6
EBIT (Mio. Euro)*	34,7	45,2	8,5	1,7	8,8	11,2
Jahresüberschuss*	16,6	11,8	-14,7	-26,1	-6,4	0,2
EpS*	0,51	0,37	-0,45	-0,80	-0,20	0,01
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-12,6%	54,0%	-14,3%	-29,8%	15,5%	15,4%
Gewinnwachstum	-37,4%	-28,5%	-	-	-	-
KUV	0,45	0,29	0,34	0,48	0,42	0,36
KGV	3,4	4,7	-	-	-	323,9
EV / EBIT	14,9	11,4	60,3	310,9	58,7	46,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

\* bis inkl. 2022 mit Bewertungsergebnis, danach ohne

der schwachen Nachfrage, negativen Preis- und Kosteneffekten und der veränderten Zusammensetzung der verkauften Objekte, die diesmal stärker von ohnehin margenschwächeren Projekten geprägt gewesen ist. Spürbar gesunken ist auch die Vermietungsmarge (als Verhältnis des Vermietungsergebnisses zu den Mieterlösen), die im ersten Quartal bei 43,2 Prozent gelegen hat (Vorjahr: 63,4 Prozent). Hier verweist Accentro auf höhere Betriebskosten (die bei einem hohen Leerstand besonders spürbar sind) sowie auf fortgesetzte Modernisierungs- und Instandhaltungsmaßnahmen. In absoluten Zahlen ging das Vermietungsergebnis von 2,5 Mio. Euro auf 1,9 Mio. Euro zurück, während sich das Verkaufsergebnis von 6,4 auf 0,6 Mio. Euro reduzierte.

### Weiterer Kostenanstieg

Im Gegensatz zum rückläufigen Rohergebnis haben die Overheadkosten weiter zugelegt. Der Personalaufwand blieb zwar mit 2,5 Mio. Euro nahezu unverändert, doch der sonstige betriebliche Aufwand erhöhte sich um die Hälfte auf 3,7 Mio. Euro. Ein Großteil dieses Anstiegs ist auf die nicht aktivierungsfähigen Rechts- und Beratungskosten im Zusammenhang mit der Refinanzierung der beiden Anleihen zurückzuführen, darüber hinaus verweist Accentro auf gestiegene IT- und Werbekosten. Noch stärker haben die Abschreibungen zugelegt, die sich vor allem wegen der letztjährigen Investitionen in die Immobilienbewertungsplattform PropRate auf 1,1 Mio. Euro mehr als verdoppelt haben.

### EBIT klar negativ

Ergebnisseitig resultierte aus der Entwicklung des ersten Quartals ein EBIT von -4,7 Mio. Euro, nach +3,6 Mio. Euro vor einem Jahr. Deutlich verschlechtert hat sich auch das Finanzergebnis. Während die Zinserträge aus ausgereichten Darlehen um 20 Prozent auf 1,1 Mio. Euro abnahmen, erhöhte sich der Zinsaufwand um die Hälfte auf 8,8 Mio. Euro, woraus sich in Summe ein Finanzergebnis von -7,6 Mio. Euro (Vorjahr: -4,4 Mio. Euro) ergeben hat. Der Anstieg des Zinsaufwands spiegelt dabei die höhere Verzinsung der Anleihen nach der Refinanzierung und die auf die neue Laufzeit umgelegten Refinanzierungskosten wider. Das EBT rutschte infolgedessen von -0,8

auf -12,3 Mio. Euro tief in die roten Zahlen, nach Steuern und Minderheitsanteilen verblieb ein Quartalverlust von -11,1 Mio. Euro, nach -1,7 Mio. Euro im Vorjahr.

Geschäftszahlen	Q1 22	Q1 23	Änderung
Umsatz	33,68	20,85	-38,1%
davon Verkäufe	29,3	16,2	-44,6%
davon Vermietung	4,0	4,5	+12,0%
davon Vermittlung	0,4	0,1	-65,3%
Rohergebnis	9,2	2,8	-69,0%
Rohmarge	27,2%	13,6%	
Bewertungsergebnis	0,0	0,0	-
EBIT	3,6	-4,7	-
EBIT-Marge	10,7%	-22,4%	
Finanzergebnis	-4,4	-7,6	-
Vorsteuerergebnis	-0,8	-12,3	-
Vorsteuermarge	-2,5%	-59,1%	
Nettoergebnis	-1,7	-11,1	-
Nettomarge	-5,1%	-53,3%	
Free-Cashflow	44,6	11,2	-74,9%

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

### Vorratsvermögen gesunken

Die Verkäufe sorgten für einen weiteren Rückgang des Vorratsvermögens von 234,9 Mio. Euro per Ende Dezember auf 222,6 Mio. Euro Ende März. Gegenüber dem Vorjahr (287,1 Mio. Euro) ist das Vorratsvermögen somit um 22,5 Prozent gesunken. Zusammen mit dem im Laufe des ersten Quartals nahezu unveränderten Bestand an als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien betrug das gesamte Immobilienvermögen Ende März 585,2 Mio. Euro, rund 5 Prozent weniger als vor einem Jahr.

### Deutlicher Cashflow-Überschuss

Der Rückgang des Vorratsvermögens war für den operativen Cashflow-Überschuss in Höhe von 12,6 Mio. Euro (Vorjahr: +26,5 Mio. Euro) verantwortlich. Ein Vorzeichenwechsel gab es hingegen im Investitions-Cashflow, der vor allem aufgrund der Sanierungsmaßnahmen im Bestandsportfolio einen Abfluss von -1,4

Mio. Euro zeigte. Im Vorjahr hatte Accentro hingegen wegen des Verkaufs der Beteiligung an der Belle Époque Quartier Gehrensee GmbH sowie der Rückflüsse aus ausgereichten Darlehen noch einen Mittelzufluss in Höhe von 18,1 Mio. Euro verzeichnet. Zusammen gerechnet betrug der Free-Cashflow des ersten Quartals somit +11,2 Mio. Euro, nach +44,6 Mio. Euro im Vorjahr. Diese Mittel nutzte Accentro für weitere Tilgungen (-31,9 Mio. Euro) sowie für Zinszahlungen (-18,9 Mio. Euro), die zusammen maßgeblich zu einem Finanzierungs-Cashflow von -50,7 Mio. Euro führten (Vorjahr: -7,1 Mio. Euro). Kumuliert über die drei Teilsalden der Cashflow-Rechnung führte das zu einer Abnahme der Liquidität von 100,8 Mio. Euro zum Jahreswechsel auf 61,1 Mio. Euro.

### EK-Quote und LTV minimal verbessert

Damit entspricht die Liquidität 7,5 Prozent der Bilanzsumme, die im ersten Quartal von 877,1 auf 813,7 Mio. Euro gesunken ist (Vorjahr: 930 Mio. Euro). Das Eigenkapital hat sich währenddessen durch den Quartalsverlust auf 236,4 Mio. Euro reduziert, wobei die Eigenkapitalquote wegen des noch

stärkeren Rückgangs der Bilanzsumme um rund einen Prozentpunkt auf 29,1 Prozent gestiegen ist. Leicht verbessert hat sich im ersten Quartal auch der LTV. Nach der Berechnungsformel gemäß der Anleihebedingungen für die Anleihe 20/26 lag er Ende März bei 57,2 Prozent, nach 57,4 Prozent zum Jahreswechsel. Gegenüber dem Vorjahr (52,8 Prozent) ist er aber gestiegen.

### Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der Q1-Zahlen hat Accentro die Prognose für das Gesamtjahr bestätigt. Demnach soll der Umsatz dieses Jahr 100 bis 120 Mio. Euro erreichen und ein EBIT zwischen 0 und 2 Mio. Euro ermöglichen. Für die Erreichung dieser Jahresziele wird entscheidend sein, in welchem Umfang und zu welchen Konditionen Accentro Blockverkäufe gelingen. Diesbezüglich berichtet Accentro von Verhandlungen mit institutionellen Investoren und laufenden Due-Diligence-Verfahren und zeigt sich deswegen zuversichtlich, die geplanten Deals umsetzen zu können. Auch sonst berichtet das Unternehmen von einer leichten Verbesserung der Marktstimmung sowie von

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	116,0	134,0	154,6	132,3	138,8	148,8	156,2	164,0
Umsatzwachstum		15,5%	15,4%	-14,4%	5,0%	7,2%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	1,4%	6,6%	7,2%	10,8%	12,8%	14,6%	16,3%	17,5%
<b>EBIT</b>	<b>1,7</b>	<b>8,8</b>	<b>11,2</b>	<b>14,3</b>	<b>17,8</b>	<b>21,7</b>	<b>25,4</b>	<b>28,7</b>
Steuersatz	0,0%	0,0%	0,0%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	3,9	4,9	6,0	7,0	7,9
<b>NOPAT</b>	<b>1,7</b>	<b>8,8</b>	<b>11,2</b>	<b>10,4</b>	<b>12,9</b>	<b>15,8</b>	<b>18,4</b>	<b>20,8</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	2,7	1,7	1,4	1,1	0,8	0,7	0,7	0,7
+ 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>4,4</b>	<b>10,4</b>	<b>12,5</b>	<b>11,5</b>	<b>13,7</b>	<b>16,5</b>	<b>19,1</b>	<b>21,4</b>
- Zunahme Net Working Capital	47,3	-61,8	-2,0	-12,5	-4,4	-4,8	-5,1	-5,4
- Investitionen AV	62,8	254,6	3,6	2,6	1,1	-3,9	-4,0	-4,1
<b>Free Cashflow</b>	<b>114,5</b>	<b>203,3</b>	<b>14,1</b>	<b>1,7</b>	<b>10,5</b>	<b>7,8</b>	<b>10,0</b>	<b>11,9</b>

*SMC Schätzmodell; ohne Bewertungsergebnisse*

seit April wieder leicht erholten Reservierungs- und Verkaufszahlen

### Schätzungen unverändert

Da Accentro bereits im Vorfeld auf das schwierige Marktumfeld hingewiesen und eine schwache Entwicklung in Q1 angekündigt hatte, waren die Zahlen für uns nicht überraschend. Dies gilt insbesondere für den Umsatz, weswegen wir unsere Umsatzschätzung für 2023 (116 Mio. Euro) wie auch für die Folgejahre nicht angepasst haben. Bezüglich der Verkaufsmarge hätten wir uns zwar mehr erhofft, doch halten wir den Wert des ersten Quartals aufgrund des insgesamt geringen Verkaufsvolumens für nicht aussagekräftig, weil auf dieser Basis schon kleinere Positionen für deutliche Verschiebungen sorgen können. Das Vermietungsergebnis ist hingegen trotz der Verschlechterung im Vorjahresvergleich sogar etwas besser ausgefallen als von uns erwartet. Doch auch hier sehen wir die Abweichung noch nicht als signifikant genug, um unsere Schätzungen anzupassen. Deswegen haben wir auch die Schätzungen der Rohmarge unverändert gelassen. Ebenfalls unverändert gelassen haben wir schließlich unsere Aufwandsschätzungen, obwohl insbesondere die SBA im ersten Quartal höher als erwartet ausgefallen sind. Da Accentro hier deutliche Einsparungen angekündigt hat, haben wir uns dennoch entschlossen, die Entwicklung noch etwas abzuwarten. Damit liegt unsere EBIT-Schätzung für 2023 weiter bei 1,7 Mio. Euro, woraus sich für das Nettoergebnis die Erwartung eines Verlustes von -26,1 Mio. Euro ergibt. Wie schon bisher, enthalten unsere Schätzungen für 2023 keinerlei Bewertungseffekte. Auch die Schätzungen für die Folgejahre sind gleich geblieben, die Ziel-EBIT-Marge für das Jahr 2030

liegt weiter bei 17,5 Prozent. Den aus unseren Annahmen resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre fasst die Tabelle auf der vorhergehenden Seite zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen.

### Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir auch die Rahmendaten des Modells. Die Eigenkapitalkosten werden nach CAPM auf Basis eines sicheren Zinssatzes von 2,5 Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und eines Betafaktors von 1,1 berechnet und belaufen sich auf 8,9 Prozent. Der unterstellte Fremdkapitalzins liegt bei 5,5 Prozent, woraus in Verbindung mit einem FK-Anteil an der Zielkapitalstruktur von 65 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 27,5 Prozent ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 5,7 Prozent resultiert. Zur Ermittlung des Terminal Value ziehen wir weiter das EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums heran und kalkulieren anschließend mit einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent.

### Kursziel weiter 5,00 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von 163,6 Mio. Euro bzw. 5,04 Euro je Aktie, woraus wir das unveränderte Kursziel von 5,00 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse für die Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Damit sehen wir für die Aktie weiter ein sehr hohes Kurspotenzial. Unverändert gelassen haben wir auch die Einstufung der Schätzunsicherheit und stufen sie auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) weiter mit vier Punkten ein.

## Fazit

---

Accentro hat im ersten Quartal 20,9 Mio. Euro umgesetzt, fast 40 Prozent weniger als Anfang 2022. Ursächlich für den Rückgang war die starke Beruhigung der Verkaufsaktivitäten als Folge des dramatischen Markteinbruchs, wohingegen die Mieterlöse um 12 Prozent auf 4,5 Mio. Euro erhöht werden konnten. Da sich zudem die Margen in beiden Bereichen verschlechtert und die Overhead-Kosten weiter erhöht haben, ist das EBIT von +3,6 Mio. Euro im Vorjahr auf nun -4,7 Mio. Euro tief in die Minuszone gerutscht. Nach Zinsen und Steuern ist ein Quartalsverlust von -11,1 Mio. Euro angefallen.

Da Accentro bereits im Vorfeld auf die schwierigen Rahmenbedingungen hingewiesen hatte, entsprachen die Zahlen weitgehend unseren Erwartungen. Auch das Unternehmen selbst hat seine Prognose bestätigt, die bei einem Umsatz von 100 bis 120 Mio. Euro ein EBIT von 0 bis 2 Mio. Euro in Aussicht stellt. Um dies zu erreichen, müssen die Umsätze – und die Er-

träge – aus dem Verkauf von Immobilien in den nächsten Quartalen deutlich zunehmen.

Wir gehen weiter davon aus, dass dies gelingt. Auch für den weiteren Verlauf haben wir eine erfolgreiche Umsetzung des Entschuldungs- und Tilgungsplans und eine anschließende Rückkehr in den Wachstumsmodus unterstellt.

Etwas über unseren Erwartungen ist allerdings die Kostendynamik ausgefallen. Da aber Accentro diesbezüglich ab dem zweiten Quartal eine spürbare Trendwende anstrebt, haben wir unsere Schätzungen noch nicht angepasst. Dementsprechend liegt unser Kursziel weiter bei 5,00 Euro und signalisiert damit für die Aktie ein hohes Kurspotenzial, welches durch den NAV, den Accentro per Ende Dezember auf 10 Euro je Aktie beziffert, zusätzlich gestützt wird. Unser Urteil bleibt deswegen „Buy“.



# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Mit der Schwerpunktlegung auf Wohnimmobilien adressiert Accentro einen attraktiven Markt, der sich fundamental durch einen merklichen Nachfrageüberhang auszeichnet.
- Ein seit sehr vielen Jahren etabliertes Kerngeschäft als führender Wohnungsprivatisierer in Deutschland mit einem guten Track-Record, einem weitverzweigten Branchennetzwerk und einer großen Vertriebsreichweite.
- Das Vorratsvermögen umfasst verkaufsbereite Wohnungen im Marktwert von 288 Mio. Euro, ein Großteil davon in Berlin.
- Mit der Laufzeitverlängerung um drei Jahre wurde die Refinanzierungsfrage erfolgreich gelöst.

## Chancen

- Die geplante Reduktion des Leerstands im Bestandsportfolio könnte für einen kräftigen Anstieg der Mieterlöse sorgen und die Bewertung stützen.
- Gerade im aktuellen Umfeld könnte Accentro von der eigenen Vertriebskraft profitieren und zum gefragten Partner von Bestandshaltern oder Projektentwicklern werden.
- Die Wohnungspolitik sorgt für eine Verknappung des Angebots, was den Accentro-Beständen gerade in Berlin zugute kommen sollte.
- Auch aus der Kooperation mit Immocout24 könnten sich zukünftig noch attraktive Geschäftschancen ergeben.
- Sollte der Desinvestitionsprozess rascher und zu besseren Konditionen erfolgen als angenommen, könnte Accentro schon früher wieder in den Wachstumsmodus wechseln.
- Bei einem Stimmungsumschwung am Markt könnte sich die Aktie rasch sehr stark erholen.

## Schwächen

- Die Umsätze aus Wohnungsverkäufen sind volatil und schwer prognostizierbar.
- Der Leerstandabbau im Zentraldeutschlandportfolio hinkt den ursprünglichen Plänen hinterher.
- Im letzten Jahr wurden die ursprünglichen Ziele deutlich verfehlt, für 2023 und mindestens 2024 ist mit hohen Verlusten zu rechnen.
- Der bisherige Zinsanstieg wird die Profitabilität des aktuellen Portfolios zusätzlich belasten.
- Die geplante Entschuldung erfordert in den nächsten Jahren umfassende Desinvestitionen und schränkt das Wachstumspotenzial deutlich ein.
- Zahlreiche Joint-Venture-Strukturen reduzieren etwas die Transparenz der Berichterstattung.

## Risiken

- Die Einhaltung der ehrgeizigen Tilgungspläne könnte sich bei anhaltenden Marktturbulenzen als schwierig erweisen. Insbesondere der teilweise Verkauf des Bestandsportfolios könnte dann schwierig werden.
- Ein weiterer Zinsanstieg könnte die Kaufnachfrage nach Immobilien weiter belasten und die Profitabilität der Vermietung zusätzlich beschädigen.
- Ein Preisverfall in den von Accentro adressierten Teilen des Immobilienmarktes könnte Wertkorrekturen erfordern.
- Eine anhaltende Schwäche des Immobilienmarktes könnte auch die Refinanzierung der besicherten Immobilienkredite erschweren und verteuern.
- Die „Wärmewende“ der Bundesregierung könnte den Wert alter Wohnimmobilien belasten.
- Die interventionistische Wohnungspolitik könnte weiter intensiviert werden.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	453,6	399,1	207,8	182,9	179,1	177,2	180,4	183,7	187,2
1. Immat. VG	23,2	21,9	20,9	20,2	19,7	19,6	19,5	19,4	19,3
2. Sachanlagen	26,5	7,4	7,1	6,8	6,5	6,2	6,0	5,8	5,5
3. Als Finanzinv. gehaltene Immobilien	361,5	361,5	156,5	137,5	139,5	142,9	146,5	150,2	153,9
II. UV Summe	423,5	314,7	322,9	346,5	330,9	350,3	362,2	376,6	393,1
1. Vorratsvermögen	234,9	189,9	174,9	184,9	199,9	206,9	214,3	222,1	230,3
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	247,7	221,5	215,2	215,4	217,8	222,1	228,8	237,9	249,2
II. Rückstellungen	0,9	1,0	1,2	1,4	1,6	1,7	1,9	2,1	2,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	220,5	150,5	220,5	211,0	186,0	192,0	195,0	197,5	200,0
2. Kurzfristiges FK	408,1	340,8	93,8	101,6	104,6	111,7	116,9	122,8	128,7
<b>BILANZSUMME</b>	<b>877,1</b>	<b>713,9</b>	<b>530,7</b>	<b>529,4</b>	<b>510,0</b>	<b>527,5</b>	<b>542,6</b>	<b>560,3</b>	<b>580,3</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	165,2	116,0	134,0	154,6	132,3	138,8	148,8	156,2	164,0
Rohertrag	43,4	19,6	23,3	24,0	25,7	29,3	33,4	37,3	40,8
EBITDA*	13,1	4,4	10,4	12,5	15,5	18,6	22,5	26,1	29,3
EBIT*	8,5	1,7	8,8	11,2	14,3	17,8	21,7	25,4	28,7
EBT*	-8,8	-26,2	-6,4	0,2	3,3	5,9	9,3	12,7	15,6
JÜ (vor Ant. Dritter)*	-14,2	-26,2	-6,4	0,2	2,4	4,3	6,7	9,2	11,3
JÜ*	-14,7	-26,1	-6,4	0,2	2,4	4,3	6,7	9,1	11,3
EPS*	-0,45	-0,80	-0,20	0,01	0,07	0,13	0,21	0,28	0,35

\* ab 2023 ohne Bewertungseffekte



## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	67,5	55,9	-51,0	10,5	2,1	12,6	15,1	17,6	19,6
CF aus Investition	-18,1	62,8	254,6	3,6	2,6	1,1	-3,9	-4,0	-4,1
CF Finanzierung	-69,2	-172,0	-195,5	4,0	-36,0	-1,9	-7,5	-7,8	-8,0
Liquidität Jahresanfa.	121,5	100,8	47,4	55,6	73,7	42,4	54,2	57,9	63,7
Liquidität Jahresende	100,8	47,4	55,6	73,7	42,4	54,2	57,9	63,7	71,2

### Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	-14,3%	-29,8%	15,5%	15,4%	-14,4%	5,0%	7,2%	5,0%	5,0%
Rohertragsmarge	26,3%	16,9%	17,4%	15,5%	19,5%	21,1%	22,5%	23,9%	24,9%
EBITDA-Marge	7,9%	3,8%	7,8%	8,1%	11,7%	13,4%	15,1%	16,7%	17,9%
EBIT-Marge	5,2%	1,4%	6,6%	7,2%	10,8%	12,8%	14,6%	16,3%	17,5%
EBT-Marge	-5,3%	-22,6%	-4,8%	0,1%	2,5%	4,2%	6,2%	8,1%	9,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	-8,9%	-22,5%	-4,7%	0,1%	1,8%	3,1%	4,5%	5,9%	6,9%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
4,7%	13,01	10,39	8,48	7,03	5,88
5,2%	9,80	7,96	6,56	5,45	4,56
5,7%	7,46	6,11	<b>5,04</b>	4,18	3,47
6,2%	5,67	4,65	3,82	3,13	2,56
6,7%	4,26	3,46	2,80	2,25	1,78

# 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 (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 19.06.2023 um 11:27 Uhr fertiggestellt und am 19.06.2023 um 11:45 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
24.05.2023	Buy	5,00 Euro	1), 3), 4)
19.01.2023	Buy	5,20 Euro	1), 3), 4)
24.10.2022	Buy	9,70 Euro	1), 3), 4)
02.06.2022	Buy	11,50 Euro	1), 3), 4)
12.05.2022	Buy	11,50 Euro	1), 3), 4)
07.12.2021	Buy	14,60 Euro	1), 3), 4)

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.