

24. Mai 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

Hoher Bewertungsabschlag nach erfolgreicher Refinanzierung ungerechtfertigt

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 1,35 € | **Kursziel:** 5,00 € (zuvor: 5,20 €)

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

Internet: www.sc-consult.com

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Berlin
Branche:	Wohnimmobilien
Mitarbeiter:	123
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0KFKB3
Ticker:	A4Y:GR
Kurs:	1,35Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	32,4 Mio. Stück
Market-Cap:	43,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	512,2 Mio. Euro
Free Float:	12,1 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	4,84 / 1,35 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	9,0 Tsd. Euro / Tag

Refinanzierung der Anleihe vollzogen

Der mit Abstand wichtigste Erfolg der vergangenen Monate war die planmäßig vollzogene Vereinbarung mit den Gläubigern der beiden Anleihen über die Laufzeitverlängerung. Den Vollzug konnte Accentro Anfang März melden. Infolge der Maßnahme läuft die zuvor im Februar 2023 fällige Anleihe über 250 Mio. Euro nun bis 2026, während die Anleihe 2021/2026 (100 Mio. Euro) bis 2029 verlängert wurde. Gleichzeitig wurde die Verzinsung jeweils um 2 Prozentpunkte (auf 5,625 resp. 6,125 Prozent) erhöht. Zudem wurde für die Halter der Anleihen ein erweitertes Sicherheitenpaket geschnürt und Accentro zu einem ehrgeizigen Tilgungsplan verpflichtet (Details dazu siehe unser Update vom 19. Januar 2023). In einem ersten Schritt hat Accentro mit dem Wirksamwerden der Vereinbarung einen Teilbetrag in Höhe von 25 Mio. Euro zurückgeführt.

Reduzierte Prognose erreicht

Ebenso hat Accentro die Prognose für 2022 erreicht, die das Unternehmen in Reaktion auf die dramatische Vollbremsung am Immobilienmarkt Ende November auf 160 bis 170 Mio. Euro beim Umsatz und 8 bis 10 Mio. Euro beim EBIT reduziert hatte. Zuvor waren

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	0,35	0,23	0,27	0,38	0,33	0,28
KGV	2,6	3,7	-	-	-	254,2
EV / EBIT	14,8	11,3	60,0	309,1	58,3	45,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

* bis inkl. 2022 mit Bewertungsergebnis, danach ohne

Erlöse zwischen 200 und 220 Mio. Euro sowie ein EBIT von 45 bis 50 Mio. Euro angestrebt worden. Letztlich betrug der Umsatz 165,2 Mio. Euro, 14 Prozent weniger als 2021, während das Ergebnis vor Steuern und Zinsen von 45,2 auf 8,5 Mio. Euro gesunken ist.

Verkaufsvolumen eingebrochen

Entscheidend für die reduzierte Prognose und damit auch für den Umsatzrückgang gegenüber 2021 (192,7 Mio. Euro) waren der Einbruch der Wohnungsverkäufe, den Accentro seit dem zweiten Halbjahr verspürt hat, und der fehlende Vollzug einer geplanten großen Transaktion. Wurde 2021 noch der Verkauf von 761 Einheiten beurkundet, waren es letztes Jahr nur 296, wovon lediglich 113 Objekte auf das zweite Halbjahr entfielen. Beim Umsatz aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien fiel der Rückgang nicht ganz so stark aus, weil Accentro das Jahr 2022 mit einem sehr hohen Überhang an bereits beurkundeten, aber noch nicht umsatzwirksam vollzogenen Verkäufen begonnen hatte. Dementsprechend ist der Nutzen-Lasten-Übergang 2022 für 411 Einheiten (in der Einzelprivatisierung) erfolgt, nach 494 im Vorjahr. Hieraus entstanden Erlöse in Höhe von 127,1 Mio. Euro. Zuzüglich der Umsätze aus Portfoliotransaktionen (insgesamt 52 Einheiten) in Höhe von 13,5 Mio. Euro und dem Beitrag aus zeitraumbezogener Umsatzrealisierung (Baufortschritt bereits verkaufter Neubauten) erlöste Accentro aus Verkäufen 146,1 Mio. Euro, rund 16 Prozent weniger als 2021.

Mietererlöse leicht erhöht

Demgegenüber haben sich die Mietererlöse weiter erhöht. Durch das leicht vergrößerte Bestandportfolio und den dort reduzierten Leerstand legten sie um 5 Prozent auf 17,9 Mio. Euro zu, wovon 13,6 Mio. Euro (+48 Prozent) aus dem Bestandportfolio stammten. Bezogen auf den Buchwert des Portfolios zum Jahresanfang entspricht das einer Bruttovermietungsrendite (inkl. umgelegter Betriebskosten) von 4,11 Prozent. Zuzüglich der Dienstleistungserlöse, die um 55 Prozent auf 1,3 Mio. Euro zurückgegangen sind, betrug der Konzernumsatz, wie bereits erwähnt, 165,2 Mio. Euro, 14 Prozent weniger als 2021.

Geschäftszahlen	2021	2022	Änderung
Umsatz	192,75	165,23	-14,3%
davon Verkäufe	172,85	146,08	-15,5%
davon Vermietung	17,07	17,88	+4,7%
davon Vermittlung	2,83	1,27	-55,1%
Rohergebnis	58,02	44,30	-23,7%
<i>Rohmarge</i>	<i>30,1%</i>	<i>26,8%</i>	
Bewertungsergebnis	18,99	-1,79	-
EBIT	45,16	8,54	-81,1%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>23,4%</i>	<i>5,2%</i>	
Vorsteuerergebnis	20,60	-8,76	-
<i>Vorsteuermarge</i>	<i>10,7%</i>	<i>-5,3%</i>	
Nettoergebnis	11,85	-14,73	-
<i>Nettomarge</i>	<i>6,1%</i>	<i>-8,9%</i>	
Free-Cashflow	14,19	49,42	+248,2%

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Starke Verkaufsmarge

Das hohe Gewicht der Verkäufe, die noch 2021 oder Anfang 2022 beurkundet wurden, spiegelt sich auch in der Verkaufsmarge wider, die mit 26,2 Prozent nur geringfügig unter dem Vorjahreswert (27,6 Prozent) und weit über dem Durchschnitt der Vorjahre ausgefallen ist. Dies war nicht zuletzt den Preiserhöhungen, die Accentro noch Mitte 2021 und Anfang 2022 durchsetzen konnte, zu verdanken, darüber hinaus ist der Anteil der üblicherweise margenschwächeren Blockverkäufe diesmal geringer ausgefallen als in den Vorjahren.

Hoher Leerstand belastet

Demgegenüber hat sich die Profitabilität im Vermietungsgeschäft gegenüber dem Vorjahr deutlich verschlechtert. Bei einem Anstieg der Aufwendungen aus der Vermietung um 28 Prozent auf 12,9 Mio. Euro wurde ein Vermietungsergebnis von 5,0 Mio. Euro erwirtschaftet, das somit trotz der höheren Mietererlöse um 28 Prozent unter dem Vorjahreswert lag. Die wichtigste Ursache ist der hohe Leerstand in dem großen Zentraldeutschland-Portfolio (das ehemalige Ostdeutschland-Portfolio). Dort lag der flächengewichtete Leerstand Ende Dezember bei 35,1 Prozent

(2021 wurden für die beiden darin zusammengefassten Teilportfolien Werte von 37,7 und 39,8 Prozent gemeldet), womit Accentro zwar spürbare Fortschritte erreichen konnte, von dem beim Ankauf selbst gesteckten Ziel einer Halbierung (gegenüber dem Startwert von über 40 Prozent) innerhalb von ungefähr zwei Jahren aber noch weit entfernt ist. Da sich der Leerstand nicht nur über entgangene Kaltmieten, sondern auch über einen höheren Anteil an nicht umlagefähigen Betriebskosten bemerkbar macht, ist er in dem hochinflationären Umfeld besonders schmerzhaft. Darüber hinaus hat Accentro letztes Jahr umfassende Investitionen in die Instandsetzung der Wohnungen getätigt, von denen nur ein Teil aktivierungsfähig war und der Rest direkt in die GuV geflossen ist. In Summe aller drei Einnahmenarten hat sich die Rohmarge daher um 3,3 Prozentpunkte auf 26,8 Prozent reduziert. In absoluten Zahlen ging das Konzernrohergebnis um 24 Prozent auf 44,3 Mio. Euro zurück.

Weiterer Kostenanstieg

Trotz der rückläufigen Einnahmen hat sich der Kostenanstieg 2022, wenn auch mit reduziertem Tempo, fortgesetzt. So ist der Personalaufwand um 8 Prozent auf 11,1 Mio. Euro gestiegen, worin sich vor allem der fortgesetzte Personalaufbau (von 99 auf 118 Mitarbeiter im Jahresdurchschnitt) bemerkbar macht. Sehr deutlich erhöht haben sich die Abschreibungen, die sich wegen der Fertigstellung der digitalen Plattform PropRate für die Suche und Bewertung von Immobilien und der nun laufenden Abschreibung der aktivierten Entwicklungskosten auf 2,7 Mio. Euro fast verdoppelt haben. Ebenfalls gestiegen, aber mit 2 Prozent (auf 18,8 Mio. Euro) nur noch sehr moderat, ist der sonstige betriebliche Aufwand. Hier gab es u.a. ein deutliches Wachstum der Werbekosten sowie hohe Kosten nicht realisierter Projekte (3,1 Mio. Euro), was durch geringere Personalbeschaffungskosten sowie Rechts- und Beratungskosten weitgehend kompensiert wurde. Bei den letzteren war der Rückgang darauf zurückzuführen, dass die hohen Kosten im Zusammenhang mit der Refinanzierung der Anleihe (6,0 Mio. Euro) aktiviert wurden und über die Laufzeit der Anleihe verteilt werden. Eine zusätzliche Ergebnisbelastung gab es durch Wertminderungen auf Forderungen,

die sich 2022 auf 1,4 Mio. Euro summierten (Vorjahr: 1,8 Mio. Euro). Der größte Betrag darin betrifft Wertminderungen auf Mietforderungen (1,0 Mio. Euro). Unterjährig waren die Wertminderungen sogar auf 4,1 Mio. Euro angestiegen, weil Accentro sich gezwungen gesehen hatte, einen Teil der Rückforderungen aus der Ende 2020 vereinbarten, aber anschließend doch abgesagten Akquisition der DIM Holding zu berichtigen. Inzwischen konnte Accentro aber die gestellten Sicherheiten im Wert überprüfen und einen Teil verwerten, so dass nach aktuellem Stand kein Wertberichtigungsbedarf mehr gesehen wird und der entsprechende Aufwand in Höhe von 4,0 Mio. Euro im Rahmen der Jahresabschlussarbeiten wieder revidiert wurde.

Stabiler Immobilienwert

Eine sehr deutliche Veränderung gab es schließlich beim Bewertungsergebnis, das 2021 noch 19,0 Mio. Euro zum EBIT beigetragen hatte, 2022 aber mit -1,8 Mio. Euro negativ ausgefallen ist. Dahinter verbirgt sich ein Saldo aus Höherbewertungen in Höhe von 11,0 Mio. Euro und Abwertungen von 12,8 Mio. Euro. Bezogen auf den Wert der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien per Anfang 2022 entspricht das einer Abwertung von lediglich 0,5 Prozent, ein angesichts der Zinsdynamik überraschend geringer Wert. Auf Nachfrage erklärt ihn Accentro mit der Perspektive weiter steigender Mieten und eines sinkenden Leerstands sowie mit den hohen im Berichtszeitraum getätigten Instandsetzungsinvestitionen.

EBIT bei 8,5 Mio. Euro

Aus der Kombination niedrigerer Einnahmen, höherer Kosten und des negativen Bewertungsergebnisses resultierte ein EBIT-Rückgang um 81 Prozent auf 8,5 Mio. Euro. Auch das um Bewertungsgewinne bereinigte EBIT ist im Vorjahresvergleich deutlich gesunken, und zwar von 26,2 auf 10,3 Mio. Euro.

EBT und Nettoergebnis klar negativ

Weitere Erträge in Höhe von 1,2 Mio. Euro resp. von 4,9 Mio. Euro generierte Accentro aus at-Equity-bilanzierten Joint Ventures und als Zinsen aus ausgereichten Darlehen. Gleichzeitig fiel 2022 ein Zinsauf-

wand in Höhe von 23,5 Mio. Euro an, in dessen Folge das Vorsteuerergebnis von +20,6 auf -8,8 Mio. Euro in den negativen Bereich rutschte. Bei einer Steuerbelastung von 5,5 Mio. Euro führt dies zu einem negativen Konzernergebnis von -14,7 Mio. Euro.

Operativer Cashflow klar im Plus

Das trotz des Rückgangs noch immer sehr hohe Volumen an verkauften Vorratsimmobilien hat auch 2022 die Erzielung eines hohen operativen Cashflows ermöglicht. Dieser ging zwar im Vorjahresvergleich um ein Drittel zurück, zeigte aber mit +67,5 Mio. Euro dennoch einen hohen Überschuss. Mit knapp 60,0 Mio. Euro entfiel ein Großteil davon auf die zahlungswirksame Nettoveränderung des Vorratsvermögens, das letztes Jahr durch die Abverkäufe von 300,6 auf 234,9 Mio. Euro zurückgegangen ist.

Bestandsportfolio ausgebaut

Demgegenüber wurde das Bestandsportfolio weiter ausgebaut und lag Ende 2022 bei 361,5 Mio. Euro (nach 330,7 Mio. Euro zwölf Monate zuvor). Der Anstieg spiegelt insbesondere den Kauf eines Portfolios aus 682 Einheiten in Sachsen-Anhalt wider, der maßgeblich dazu beigetragen hat, dass sich die Anzahl der Einheiten im Gesamtportfolio trotz der Verkäufe aus dem Vorratsvermögen um 1.042 auf 5.903 erhöht hat. Im Investitions-Cashflow sorgten die Ankäufe für das Bestandsportfolio für Abflüsse in Höhe von -20,8 Mio. Euro, was zusammen mit der Nettovergabe weiterer Darlehen (-11,3 Mio. Euro), Investitionen in Sachanlagen (-0,9 Mio. Euro) sowie in immaterielles Vermögen (-4,2 Mio. Euro, vor allem PropRate) und abzüglich der Zuflüsse aus Zinsen (+1,3 Mio. Euro), dem Verkauf der Beteiligung an der Belle Époque Quartier Gehrensee GmbH (+16 Mio. Euro) sowie vom Finanzanlagevermögen (+1,8 Mio. Euro) zu einem Cashflow aus Investitionstätigkeit in Höhe von -18,1 Mio. Euro führte. Zusammengerechnet betrug der Free-Cashflow des letzten Jahres somit +49,4 Mio. Euro, nach +14,2 Mio. Euro im Vorjahr.

Hohe Nettotilgung

Diese Zuflüsse nutzte Accentro vor allem für die Nettotilgung von Krediten in Höhe von 43,6 Mio. Euro,

darüber hinaus ist Liquidität vor allem für Zinszahlungen in Höhe von 24,3 Mio. Euro abgeflossen. Summiert über die drei Teilsalden der Cashflow-Rechnung und abzüglich eines kleineren Konsolidierungseffekts ist die Liquidität von 121,5 Mio. Euro im Vorjahr auf 100,8 Mio. Euro zurückgegangen.

Eigenkapitalquote geringfügig gesunken

Dadurch, vor allem aber durch den Rückgang des Vorratsvermögens, hat sich auch die Bilanzsumme von 929,5 auf 877,1 Mio. Euro ermäßigt. Auf der Passivseite trug dazu vor allem die Nettotilgung bei, darüber hinaus hat auch das Eigenkapital wegen des negativen Ergebnisses um 5 Prozent auf 247,7 Mio. Euro abgenommen, so dass die Eigenkapitalquote mit 28,2 Prozent nahezu unverändert geblieben ist. Verschlechtert hat sich hingegen der LTV. Nach der Berechnungsformel gemäß der Anleihebedingungen für die Anleihe 20/23 (nun mit Laufzeit bis 2026) hat sich die Verschuldungskennzahl von 54,9 Prozent auf 57,4 Prozent erhöht. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die stillen Reserven im Vorratsvermögen (vor Steuern) von 108,2 Mio. Euro Ende 2021 auf 51,5 Mio. Euro halbiert haben. Darin zeigen sich sowohl die hohen Verkäufe des Jahres 2022 als auch das veränderte Marktumfeld.

Prognose gemäß Entschuldungsplan

Mit dem Abschluss der Vereinbarung über die Laufzeitverlängerung der beiden Anleihen hat Accentro 25 Mio. Euro aus der freien Liquidität für eine erste Teiltilgung genutzt, so dass die Liquidität und die Verschuldung inzwischen weiter gesunken sein dürften. Auch die Prognose für dieses Jahr spiegelt den Entschuldungsplan wider. Umsatzseitig peilt Accentro eine Spanne 100 bis 120 Mio. Euro an, wobei die Erlöse aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien um 30 bis 40 Prozent sinken, während die Mieterlöse um 5 bis 10 Prozent steigen sollen. Bei den letzteren führt Accentro den bereits erreichten und angestrebten Leerstandabbau sowie Mietsteigerungen als Begründung an, die zusammen mit der deutlichen Reduktion der Instandsetzungsaktivitäten auch eine verbesserte Profitabilität in der Vermietung ermöglichen sollen. Demgegenüber rechnet Accentro wegen der schwierigen Rahmenbedingungen für den Verkauf

von Vorratsimmobilien mit rückläufigen Margen und sieht sich durch die Entwicklung im bisherigen Jahresverlauf in dieser Einschätzung bestätigt. Die Frage nach spürbaren Preissenkungen in der Breite des Portfolios verneint das Unternehmen jedoch, wohl aber wird das Instrument zeitlich begrenzter Aktionsangebote für die Stimulierung der Nachfrage genutzt. Auch ist der Vertriebsprozess derzeit mit erhöhten Marketinganstrengungen verbunden, was die Marge drückt. Einen deutlich höheren Ergebnisbeitrag, wenn auch auf einem niedrigen Niveau, erwartet Accentro aus dem Dienstleistungsgeschäft, wo unter anderem der Auftrag eines der größten deutschen Bestandhalter für die Privatisierung von rund 500 Wohnungen eine Verdopplung der Erlöse ermöglichen soll. Da Accentro diese, laut Aussage im Prognosebericht, mit weitgehend unveränderten Kosten erreichen will, könnte sich hieraus nach unseren Schätzungen eine Zunahme des Dienstleistungsergebnisses von 0,2 Mio. Euro auf über 1,0 Mio. Euro ergeben. Insgesamt bleibt aber die Entwicklung der Verkaufserlöse und deren Profitabilität die wichtigste Determinante, weswegen Accentro für 2023 mit einem erneut rückläufigen EBIT von 0 bis 2 Mio. Euro rechnet.

Schätzungen im Kern unverändert

Wir haben unsere Schätzungen im letzten Update im Januar umfassend überarbeitet und damit an die Vorgaben und Erfordernisse des mit den Gläubigern der Anleihe vereinbarten Entschuldungsplans angepasst. Insbesondere haben wir da das zeitliche Muster und die Gesamthöhe der Investitionen in das Immobilienvermögen verändert (und eine Desinvestitionsphase für die nächsten Jahre modelliert), die deutlich höheren Zinsen berücksichtigt und die erzielbaren Verkaufsmargen mit Rücksicht auf die aktuelle Marktentwicklung abgesenkt. Die Veröffentlichung des Geschäftsberichts hat an den im Januar getroffenen Grundannahmen nichts Wesentliches geändert, auch die konkrete Prognose für 2023 sowie die Aussage über die schwachen Verkaufsaktivitäten im bisherigen Jahresverlauf entsprechen unseren Erwartungen. Wir haben deswegen unsere Schätzungen im Hinblick auf die Kerngrößen Umsatz sowie Verkaufs- und Vermietungsmarge weitestgehend unverändert gelassen, kleinere Modifikationen haben sich aus der Integration der finalen Abschlussdaten aber bei den Aufwandsquoten, Bilanzwerten und Cashflow-Daten ergeben.

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%
EBIT	1,7	8,8	11,2	14,3	17,8	21,7	25,4	28,7
Steuersatz	0,0%	0,0%	0,0%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	3,9	4,9	6,0	7,0	7,9
NOPAT	1,7	8,8	11,2	10,4	12,9	15,8	18,4	20,8
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	4,4	10,4	12,5	11,5	13,7	16,5	19,1	21,4
- 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
Free Cashflow	114,5	203,3	14,1	1,7	10,5	7,8	10,0	11,9

SMC Schätzmodell; ohne Bewertungsergebnisse

Umsatz im Rahmen der Prognose

Unsere Umsatzschätzung für 2023 liegt unverändert bei 116 Mio. Euro und damit im oberen Bereich der Unternehmensprognose. Da ein solches Volumen im aktuellen Umfeld ausschließlich durch Einzelprivatisierungen schwierig zu erreichen sein dürfte, hängt die Erfüllung der Prognose und unserer Schätzung maßgeblich davon ab, ob es gelingt, große Verkäufe zu tätigen. Ein besonders geeigneter Kandidat dafür ist das Büro- und Hotelgebäude „Werdauer Weg“ in Berlin, das mit einem Buchwert von 102 Mio. Euro in der Bilanz steht. Für die Folgejahre kalkulieren wir, wie bisher, mit einem weiteren Abverkauf bis 2025, mit dem die Erlöse auf 155 Mio. Euro ansteigen, einer anschließenden Delle von 132 Mio. Euro und – von diesem Niveau ausgehend – der Rückkehr zum trendmäßigen Wachstum ab 2026. Den Zielumsatz im Jahr 2030 sehen wir unverändert bei 164 Mio. Euro und damit auf dem Niveau des Jahres 2022.

Schwarze Zahlen ab 2025

Etwas niedriger als bisher liegt nun die EBIT-Schätzung, weil wir das Ausmaß der Investitionen in die Plattform PropRate – und der daraus resultierenden Abschreibungen – bisher unterschätzt haben. Für 2023 kalkulieren wir nun mit 1,7 Mio. Euro und für 2024 mit 8,8 Mio. Euro (bisher 2,1 resp. 9,4 Mio. Euro). Nach Berücksichtigung der Finanzierungsaufwendungen ergibt sich für diese beiden Jahre ein Verlust von -26,1 bzw. -6,4 Mio. Euro (bisher: -26,5 resp. -5,7 Mio. Euro), mit der Rückkehr in die Pluszone kalkulieren wir, wie bisher, für das Jahr 2025 (+0,2 Mio. Euro). Anschließend rechnen wir mit stetig steigenden Ergebnissen, die Ziel-EBIT-Marge für das Jahr 2030 liegt, wie bisher, 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.

Diskontierungssatz erneut erhöht

Eine weitere Anpassung betrifft den Diskontierungszins, den wir in Reaktion auf den fortgesetzten Zinsanstieg auch diesmal angehoben haben. Bei unveränderten Eigenkapitalkosten nach CAPM von 8,9 Prozent (bestehend aus: risikofreier Zins 2,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent und Beta-Faktor 1,1) und unveränderter Kapitalstruktur mit 65 Prozent FK haben wir nämlich den FK-Zins von zuvor 5,0 auf 5,5 Prozent erhöht. Daraus ergeben sich nun (Steuersatz für das Tax-Shield blieb bei 27,5 Prozent) durchschnittliche Kapitalkosten (WACC) von 5,7 Prozent (bislang: 5,5 Prozent).

Neues Kursziel: 5,00 Euro je Aktie

Vor allem die WACC-Anpassung hat den von uns ermittelten fairen Wert des Eigenkapitals sinken lassen. Diesen sehen wir nun bei 160,7 Mio. Euro bzw. 4,95 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 5,00 Euro ableiten (bisher: 5,20 Euro; eine Sensitivitätsanalyse für die Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Damit sehen wir für die Aktie, die seit Januar weiter erheblich an Wert verloren hat, ein sehr hohes Kurspotenzial. Die zentrale Annahme dabei ist, dass es Accentro gelingt, die für die Umsetzung der Tilgungspläne notwendigen Verkaufsvolumina zu erreichen. Auch wenn dies gerade im aktuellen Umfeld sicherlich kein Selbstläufer ist, was der Börsenkurs widerspiegelt, sehen wir die dieser Annahme zugrundeliegte Planung als ausreichend konservativ, um erfüllt werden zu können. Deswegen haben wir auch die Einstufung der Schätzunsicherheit unverändert gelassen und stufen sie auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) weiter mit vier Punkten ein.

Fazit

Die finalen Abschlusszahlen von Accentro für 2022 haben die Ende November reduzierte Prognose erfüllt. Demnach ist der Umsatz wegen der massiven Verschlechterung der Rahmenbedingungen um 14 Prozent auf 165,2 Mio. Euro zurückgegangen. In dessen Folge und aufgrund des fehlenden Beitrags des im Vorjahr noch hohen Bewertungsgewinns ist das EBIT um 81 Prozent auf 8,5 Mio. Euro gesunken, während das Vorsteuer- und das Nettoergebnis mit -8,8 bzw. -14,2 Mio. Euro tief in die Verlustzone gerutscht sind.

Dass es in diesem Umfeld gelungen ist, die Laufzeit der beiden Anleihen um jeweils drei Jahre bei einer vergleichsweise moderaten Anhebung der Verzinsung zu verlängern, ist aus unserer Sicht ein wichtiger und beachtlicher Erfolg. Gleichzeitig aber stellt der in diesem Rahmen vereinbarte Tilgungs- und Entschuldungsplan angesichts der schwierigen Rahmenbedingungen durchaus eine Herausforderung dar. Dasselbe gilt für die Erreichung der diesjährigen Ziele. Diese liegen mit 100 bis 120 Mio. Euro beim Umsatz und 0 bis 2 Mio. Euro beim EBIT zwar weit unter den Vorjahreswerten, erfordern aber gleichwohl noch hohe Verkaufserlöse.

Wir gehen davon aus, dass dies gelingt, wobei nicht auszuschließen ist, dass Accentro sich zu spürbaren Preisnachlässen zumindest bei einigen Transaktionen gezwungen sehen könnte. Noch aber verbleibt genug Zeit, weswegen wir in unseren Schätzungen davon ausgehen, dass Accentro die Prognose erreicht. Auch für den weiteren Verlauf haben wir eine erfolgreiche Umsetzung des Entschuldungs- und Tilgungsplans und eine anschließende Rückkehr in den Wachstumsmodus unterstellt.

Hieraus ergibt sich ein fairer Wert des Eigenkapitals von 5,00 Euro je Aktie, mehr als das Dreifache der aktuellen Börsenbewertung, in der die Skepsis über die weiteren Perspektiven von Accentro deutlich stärker ausgeprägt zu sein scheint. Angesichts eines NAV, den Accentro per Ende Dezember auf 10 Euro je Aktie beziffert, scheint uns das Ausmaß dieser Skepsis aber zu groß, weswegen wir die Accentro-Aktie ungeachtet aller Herausforderungen als unterbewertet sehen. 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 Verkaufswert von rund 285 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
AKTIVA									
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
PASSIVA									
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
BILANZSUMME	877,1	713,9	530,7	529,4	510,0	527,5	542,6	560,3	580,3

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%	12,90	10,30	8,39	6,94	5,80
5,2%	9,70	7,87	6,47	5,37	4,48
5,7%	7,36	6,01	4,95	4,10	3,39
6,2%	5,57	4,55	3,72	3,04	2,47
6,7%	4,16	3,37	2,71	2,16	1,69

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

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

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

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

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (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 24.05.2023 um 13:20 Uhr fertiggestellt und am 24.05.2023 um 13:45 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
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)
16.06.2021	Buy	13,20 Euro	1), 3)
25.05.2021	Buy	13,20 Euro	1), 3), 4)

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

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

Haftungsausschluss

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

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

Copyright

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