

17. August 2020
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Accentro Real Estate AG

Corona-Sorgen bisher nicht gerechtfertigt

Urteil: Buy (zuvor: Hold) | Kurs: 9,30 € | Kursziel: 12,00 € (zuvor: 11,00 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Berlin
Branche:	Wohnimmobilien
Mitarbeiter:	66
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0KFKB3
Ticker:	A4Y:GR
Kurs:	9,30 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	32,4 Mio. Stück
Market-Cap:	301,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	658,1 Mio. Euro
Free Float:	12,1 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	11,20 / 6,95 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	33,8 Tsd. Euro / Tag

Accentro hat auch im zweiten Quartal den Umsatz steigern können, womit zum Halbjahr ein Erlöswachstum um 8 Prozent auf 37,4 Mio. Euro in den Büchern steht. Auch wenn damit bisher erst ein kleiner Teil des bestätigten Jahresziels (mehr als die 143,3 Mio. Euro im Vorjahr) geschafft ist, sehen wir darin ein wichtiges Signal, dass die auch von uns befürchtete dämpfende Wirkung der Corona-Krise auf die Nachfrage nach Eigentumswohnungen bisher nicht zu sehen ist. Auch die Aussagen des Unternehmens über die im Juni erreichte Rekordzahl an Angebotsanfragen sowie über das hohe Interesse an den kürzlich gestarteten Vertriebsprojekten deuten wir in dieser Richtung. Enttäuschend hat sich aus unserer Sicht hingegen das Ergebnis des ersten Halbjahrs entwickelt, das auf der Vorsteuer- und Nettoebene sogar deutlich ins Minus gerutscht ist. Accentro erklärt dies mit einer Vielzahl von Sondereffekten, betont deren temporären Charakter und zeigt sich zuversichtlich, die eigene EBIT-Prognose, die einen Wert auf Vorjahresniveau (39,8 Mio. Euro) vorsieht, erreichen zu können. Dabei verweist das Unternehmen auf die umfangreiche Verkaufspipeline, die unter anderem rund 100 sehr hochwertige Wohnungen in Berlin-Kreuzberg sowie mehrere Blockverkäufe enthält.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	147,3	205,6	143,3	156,9	202,2	260,3
EBIT (Mio. Euro)	36,4	32,9	39,8	24,2	39,6	50,3
Jahresüberschuss	20,1	18,2	26,5	4,5	16,5	27,8
EpS	0,81	0,56	0,82	0,14	0,51	0,86
Dividende je Aktie	0,17	0,16	0,00	0,04	0,15	0,26
Umsatzwachstum	17,8%	39,5%	-30,3%	9,5%	28,8%	28,7%
Gewinnwachstum	-23,4%	-9,7%	45,4%	-83,2%	271,0%	68,4%
KUV	2,05	1,47	2,11	1,92	1,49	1,16
KGV	15,0	16,6	11,4	67,7	18,3	10,8
KCF	-	-	-	-	-	9,7
EV / EBIT	18,1	20,0	16,5	27,2	16,6	13,1
Dividendenrendite	1,8%	1,7%	0,0%	0,4%	1,6%	2,8%

Leichtes Umsatzwachstum auch in Q2

Trotz der COVID-19-Pandemie und des Lockdowns hat Accentro auch in den Monaten April bis Juni die Erlöse steigern können. Die Umsätze aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien erhöhten sich um 13 Prozent auf 19,3 Mio. Euro, die Mieterlöse um 18 Prozent auf 2,8 Mio. Euro und die Dienstleistungsumsätze um 17 Prozent auf 0,4 Mio. Euro. Insgesamt legte der Konzernumsatz des zweiten Quartals dadurch um 14 Prozent auf 22,5 Mio. Euro zu, in Summe der ersten sechs Monate steht ein Wachstum um 8 Prozent auf 37,4 Mio. Euro zu Buche. Angesichts der Lockdown-Maßnahmen, die für Verzögerungen bei der Anbahnung (vor allem Besichtigungen) und dem Vollzug von Wohnungsverkäufen sorgten, ist vor allem der Anstieg der Verkaufserlöse bemerkenswert, die im zweiten Quartal gegenüber den ersten drei Monaten sogar um zwei Drittel zugelegt haben. Dabei profitierte Accentro zwar auch von dem hohen Bestand an Wohnungsverkäufen (31 Mio. Euro), die per Ende März bereits beurkundet, aber noch nicht vollzogen waren. Allerdings wurde auch das zweite Quartal mit einem ähnlichen Überhang (27,1 Mio. Euro) beendet, der erst im weiteren Jahresverlauf umsatz- und ertragswirksam wird. Damit zeigt sich, dass sich das Risiko eines spürbaren Nachfragerückgangs nach Eigentumswohnungen als Folge der Corona-Krise zumindest bisher noch nicht materialisiert hat, vielmehr berichtet Accentro von seit Juni wieder steigenden Verkaufszahlen sowie von einem im Juni erreichten neuen Rekord der verzeichneten Anfragen von Kaufinteressenten.

Rohergebnis um ein Viertel niedriger

Wie schon im ersten Quartal, ging auch im zweiten Quartal und damit auch im gesamten ersten Halbjahr der Rohertrag trotz der steigenden Erlöse zurück. Zwischen April und Juni hat dieser Rückgang allerdings deutlich an Dynamik gewonnen und summierte sich für die ersten sechs Monate auf -26 Prozent (auf 8,7 Mio. Euro). Die Konzernrohmargin reduzierte sich entsprechend um 11 Prozentpunkte auf 23,3 Prozent. Ausschlaggebend dafür war vor allem das niedrigere Ergebnis aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien. Dieses lag 27 Prozent unter dem Vorjahreswert und

spiegelt die spürbar schlechtere Profitabilität der Verkäufe im ersten Halbjahr 2020 gegenüber dem Vergleichszeitraum. Betrug die Marge auf den Buchwert der verkauften Einheiten vor einem Jahr mehr als 33 Prozent, lag sie in den ersten sechs Monaten 2020 bei 21,3 Prozent. Bezogen auf den Verkaufsumsatz wurde somit eine Rohmarge von 17,6 Prozent erzielt, nach 24,9 Prozent vor einem Jahr. Der hohe Rückgang geht auf mehrere Aspekte zurück: Bereits nach dem ersten Quartal hat Accentro auf den hohen Anteil an Verkäufen hingewiesen, die über externe Vertriebspartner zustande kamen und für die höhere Vertriebsprovisionen anfallen als beim Eigenvertrieb. Auch haben sich die Verzögerungen in der Abwicklung der Verkäufe in einigen Fällen in höheren Kosten niedergeschlagen, weil die Käufer die Bereitstellungszinsen, die ihnen in solchen Fällen von den finanzierenden Banken berechnet werden, an Accentro weiterbelasten durften. Darüber hinaus verweist Accentro auf den Vertriebsstart mehrerer Projekte, der zu einem erheblichen Anstieg der Marketingkosten (zum Beispiel durch die Einrichtung von Musterwohnungen) führte, dem erst in den nächsten Quartalen Verkaufserlöse gegenüber stehen werden. Abgesehen von diesen Effekten berichtet Accentro auf Nachfrage aber von stabilen Verkaufspreisen, weswegen ein grundsätzlicher Margendruck nicht zu erkennen ist. Vielmehr zeigt sich das Unternehmen zuversichtlich, schon im zweiten Halbjahr bei einer veränderten Vertriebsstruktur (mehr Blockverkäufe, geringerer Anteil von Vertriebspartnern, relativ weniger Vertriebsstarts) eine deutlich verbesserte Profitabilität der Verkaufstätigkeiten zeigen zu können.

Mietergebnis gesunken

Zum geringeren Konzernrohertrag hat diesmal aber auch das Mietergebnis beigetragen, das im ersten Halbjahr mit 2,4 Mio. Euro trotz des Anstiegs der Mieterlöse um ein Fünftel unter dem Vorjahreswert geblieben ist. Im zweiten Quartal belief sich der Rückgang sogar auf fast zwei Drittel. Auf Nachfrage erklärt das Unternehmen dies mit der Verbuchung der Leerstandskosten (vor allem nicht umgelegte Betriebskosten), die aus den Abrechnungen der Nebenkosten für 2019 entstanden ist. Die Höhe des Effekts ist dabei

auf den hohen Leerstand des Portfolios zurückzuführen, das aufgrund der Struktur der Zukäufe der letzten Jahre inzwischen zu einem höheren Anteil aus Projekten besteht, die wegen anstehender oder laufender baulicher Maßnahmen bzw. anlaufender Vertriebsaktivitäten höhere Leerstände aufweisen.

Geschäftszahlen	HJ 19	HJ 20	Änderung
Umsatz	34,54	37,36	+8,2%
davon Verkäufe	29,63	30,94	+4,4%
davon Vermietung	4,45	5,54	+24,4%
davon Vermittlung	0,46	0,88	+91,9%
Rohergebnis	11,81	8,69	-26,4%
<i>Rohtmarge</i>	<i>34,2%</i>	<i>23,3%</i>	
EBIT	6,59	1,22	-81,5%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>19,1%</i>	<i>3,3%</i>	
Vorsteuerergebnis	3,51	-8,75	-
<i>Vorsteueremarge</i>	<i>10,2%</i>	<i>-23,4%</i>	
Nettoergebnis	2,95	-11,66	-
<i>Nettomarge</i>	<i>8,5%</i>	<i>-31,2%</i>	
Free-Cashflow	-12,3	-107,0	-

Quelle: Unternehmen

Hohe Einmaleffekte

Der niedrigere Rohertrag wurde diesmal von hohen Kostensteigerungen begleitet, die aber größtenteils auf Einmaleffekte zurückzuführen waren, die das Unternehmen auf 5,4 Mio. Euro beziffert. Ein Teil davon ist auf Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Vorstandwechsel zurückzuführen, die hauptsächlich für den Anstieg des Personalaufwands um 61 Prozent auf 4,2 Mio. Euro verantwortlich waren, größtenteils aber aus nicht Cash-wirksamen Posten bestanden. Auch der sonstige betriebliche Aufwand legte deutlich um 21 Prozent zu. Diesbezüglich spricht das Unternehmen von hohen Due-Diligence-Kosten für Zukäufe, die erwogen, aber nicht realisiert worden sind (bei umgesetzten Transaktionen werden solche Kosten als Erwerbsnebenkosten mitaktiviert). Darüber hinaus haben die Kosten der Emission der neuen und der Rückzahlung der alten Anleihe maßgeblich zu der Verschlechterung des Finanzergebnisses von -3,1 Mio. Euro auf -10,0 Mio. Euro beigetragen.

Halbjahresergebnis im Minus

Die Kombination des gesunkenen Rohertrages und der gestiegenen Kosten hat sich belastend auf das Ergebnis ausgewirkt. Während das EBIT um 82 Prozent auf 1,2 Mio. Euro gesunken ist, rutschten das Vorsteuer- und das Nettoergebnis mit -8,8 resp. -11,7 Mio. Euro deutlich in die roten Zahlen. Beim letzten hat sich zusätzlich ein nachteiliger Effekt aus periodenfremden Steuern ausgewirkt, weswegen die GuV trotz eines negativen Vorsteuerergebnisses einen Ertragssteueraufwand in Höhe von 2,8 Mio. Euro ausweist.

Portfoliowachstum pausiert in Q2

Nachdem Accentro im ersten Quartal noch sehr rege Einkaufsaktivitäten entfaltet, 403 Einheiten und damit doppelt so viele wie im ersten Quartal des Vorjahres erworben, und das Vorratsvermögen um 44 Mio. Euro auf 461 Mio. Euro erhöht hatte, wurde in den Monaten April bis Juni der Verunsicherung infolge der COVID-19-Pandemie Rechnung getragen und eine Ankaufspause eingelegt. Dementsprechend hat sich das Vorratsvermögen zwischen Ende März und dem Halbjahresstichtag nur noch geringfügig auf 470 Mio. Euro erhöht, wobei ein Großteil dieses Zuwachses nicht auf Zukäufe, sondern auf aktivierte Baumaßnahmen entfiel. Der operative Cashflow des ersten Halbjahrs blieb somit mit -48,8 Mio. Euro in etwa auf dem Niveau von Ende März (-46,1 Mio. Euro). Vor Veränderung des Vorratsvermögens wurde wie im Vorjahr ein positiver operativer Cashflow von 2,2 Mio. Euro ausgewiesen, der aber aufgrund der verschlechterten Ergebnissituation und einer im Vorjahr sehr vorteilhaften Forderungsentwicklung deutlich unter dem Vorjahreswert von +15,1 Mio. Euro lag.

Kurzfristige Liquiditätssteuerung

Deutlich negativ fiel im ersten Halbjahr mit -58,2 Mio. Euro auch der Investitions-Cashflow aus, was größtenteils auf ein ausgereichtes Darlehen in Höhe von 55,0 Mio. Euro zurückzuführen war. Über dessen Empfänger und Verwendung hat Accentro wenig mitgeteilt, auf Nachfrage wird die Transaktion aber als

eine kurzfristige Maßnahme zur Vermeidung von Negativzinsen bezeichnet, die zeitnah beendet werden soll.

Bilanzielle Liquidität stark erhöht

Durch diesen Abfluss summierte sich der Free-Cashflow auf -107 Mio. Euro, der aber durch die Zuflüsse aus dem Finanzierungs-Cashflow mehr als gedeckt wurde. Diese beliefen sich insgesamt auf +129,5 Mio. Euro und stellen im Wesentlichen den Saldo aus der neu emittierten und der zurückgezahlten Anleihe sowie einer moderaten Nettotilgung von Bankkrediten dar. Komplettiert wird der Finanzierungs-Cashflow durch die Position „Gezahlte Zinsen und Finanzierungskosten“, die ihrerseits ebenfalls von dem „Austausch“ der Anleihen geprägt waren und sich durch die einmaligen Kosten der Emission der neuen und des Rückkaufs der alten Anleihe von 3,5 auf 12,7 Mio. Euro erhöhten. Unter dem Strich betrug die zahlungswirksame Veränderung der bilanziellen Liquidität im ersten Halbjahr +22,5 Mio. Euro auf 44,2 Mio. Euro.

Eigenkapitalquote deutlich gesunken

Durch den Halbjahresverlust und die Emission der neuen Anleihe ist die bilanzielle Eigenkapitalquote deutlich gesunken. Lag sie zum Jahreswechsel noch bei 38 Prozent, wurde per Ende Juni ein Wert von 29 Prozent gemeldet. Auch der LTV hat sich etwas verschlechtert und liegt aktuell bei 49,9 Prozent (nach 43,1 Prozent Ende Dezember). Bei der Eigenkapitalquote ist allerdings zu berücksichtigen, dass darin das Vorratsvermögen lediglich zu fortgeführten Anschaffungskosten angesetzt ist. Selbst bei einer angesichts der in der Vergangenheit erreichten Werte konservativen Annahme einer durchschnittlichen Verkaufsmarge auf dem Niveau des ersten Halbjahrs (21 Prozent, auf den Buchwert bezogen) würde sich deswegen die Eigenkapitalquote auf 38 Prozent erhöhen.

Prognose bestätigt

Trotz der schwachen Ergebnisentwicklung im ersten Halbjahr hat Accentro die Prognose für das Gesamtjahr bestätigt, derzufolge der Umsatz leicht gesteigert und ein EBIT auf Vorjahresniveau erreicht werden

soll. Heruntergebrochen auf das zweite Halbjahr korrespondiert dies mit einem Umsatzziel von mindestens 106 Mio. Euro und einem EBIT von rund 38 Mio. Euro. Trotz dieser ehrgeizig anmutenden Größenordnung zeigt sich Accentro zuversichtlich, die Ziele erreichen zu können und verweist auf die in den letzten Wochen begonnenen Vertriebsphasen für mehrere Projekte. Mit besonderer hohen Erwartungen ist dabei das Berliner Projekt Riehmers Hofgarten in Kreuzberg verbunden, in dessen Rahmen seit wenigen Wochen fast 100 hochwertige Wohneinheiten rund um das gleichnamige historische Ensemble per Einzelverkauf privatisiert werden sollen. Darüber hinaus plant Accentro für die zweite Jahreshälfte mehrere Blockverkäufe, von denen der erste bereits Anfang August gemeldet werden konnte. Hierbei hat Accentro ein seit Ende 2018 im Portfolio befindliches Wohnungspaket aus 43 Einheiten in Rostock verkauft. Der Kaufpreis wurde nicht veröffentlicht, doch auf Nachfrage zeigt sich das Unternehmen mit der erzielten Marge zufrieden.

Umsatzschätzung angehoben

Vor dem Hintergrund des Umsatzwachstums im ersten Halbjahr und der vollen Vertriebspipeline für das zweite Halbjahr halten wir unsere bisherige Schätzung eines Umsatzrückgangs nicht mehr für gerechtfertigt. Stattdessen kalkulieren wir nun mit Verkaufserlösen in Höhe von rund 140 Mio. Euro, woraus sich in Verbindung mit leicht abgesenkten Schätzungen für die Mieterlöse und die Dienstleistungsumsätze ein Konzernumsatz von 156,9 Mio. Euro ergibt. Den sich hieraus ergebenden Basiseffekt für die Folgejahre haben wir teilweise durch die Absenkung der unterstellten Wachstumsraten kompensiert, doch in Summe verbleibt eine insgesamt etwas erhöhte Umsatzreihe.

Margen reduziert

Da wir in Reaktion auf die unter unseren Erwartungen ausgefallene Margenentwicklung des ersten Halbjahrs unsere Margenschätzung für die Verkaufserlöse auf 20 Prozent reduziert und gleichzeitig erneut den Ansatz für die Personalkosten erhöht haben, ist die erhöhte Umsatzschätzung nur teilweise auf das EBIT durchgeschlagen, das wir nun bei 24,2 Mio. Euro und somit 1,3 Mio. Euro höher als bisher erwarten. Anders

als beim Umsatz, bei dem wir nun im Gleichklang mit dem Management ein Wachstum erwarten, sind wir beim Ergebnis noch deutlich vorsichtiger. Allerdings könnte das berichtete EBIT wie schon 2019 auch von erneuten Bewertungsgewinnen profitieren, die sich aus dem planmäßigen Fortschreiten der Projektentwicklung für das im letzten Jahr ins Anlagevermögen umgliederte Portfolio ergeben dürften. Da das Unternehmen aber entsprechende Planungen auf Nachfrage verneint und die EBIT-Prognose nach Planungsstand möglichst ohne Bewertungsgewinne erreichen will, und da etwaige Bewertungsgewinne nicht Cash-wirksam und somit für das Ergebnis unseres Modells ohne Belang sind, haben wir auf deren Berücksichtigung verzichtet.

Zinsen und Steuern belasten

Da wir auch die Schätzung für den Zinsaufwand und die Ertragssteuern angehoben haben, sind die Schätzwerte für den Vorsteuergewinn und für den Jahresüberschuss gegenüber unserem letzte Update gesunken. Das EBT erwarten wir nun bei 6,7 Mio. Euro und das Nettoergebnis bei 4,5 Mio. Euro (bisher: 6,9 resp. 5,2 Mio. Euro). Da aber in diesen Größen Ein-

maleffekte enthalten sind, die sich 2021 nicht wiederholen sollten, überwiegt ab dem nächsten Jahr die positive Wirkung der erhöhten Umsatzschätzung, so dass die Gewinnschätzungen für die Folgeperioden nun etwas höher liegen.

Portfoliowachstum etwas langsamer

Durch die viermonatige Einkaufspause, die nach Aussage von Accentro bald mit einem neuen Ankauf beendet werden dürfte, sowie durch die erhöhte Schätzung der Verkäufe hat das in unserem Modell unterstellte Wachstumstempo des Vorratsvermögens etwas abgenommen. Zum Ende des Jahres erwarten wir nun ein Vorratsvermögen von 500 Mio. Euro, das damit um 85 Mio. Euro über dem Stand Ende 2019, aber rund 20 Mio. Euro unter unserer letzten Schätzung liegen würde. Keine Berücksichtigung in unserem Modell hat hingegen die Ausreichung des Darlehens in Höhe von 55 Mio. Euro gefunden, weil wir diese Transaktion als kurzfristig einstufen und die Summe zu der verfügbaren Liquidität rechnen. Den aus unseren Annahmen resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre fasst die Tabelle auf der vorherigen Seite zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen.

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	156,9	202,2	260,3	303,1	332,2	364,2	399,4	419,4
Umsatzwachstum		28,8%	28,7%	16,4%	9,6%	9,6%	9,7%	5,0%
EBIT-Marge	15,4%	19,6%	19,3%	18,5%	17,6%	17,6%	17,6%	17,7%
EBIT	24,2	39,6	50,3	56,0	58,3	64,1	70,4	74,0
Steuersatz	33,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	8,0	9,9	12,6	14,0	14,6	16,0	17,6	18,5
NOPAT	16,2	29,7	37,7	42,0	43,8	48,1	52,8	55,5
+ Abschreibungen & Amortisation	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
+ 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	17,1	30,6	38,6	42,9	44,7	49,0	53,7	56,4
- Zunahme Net Working Capital	-83,6	-84,2	-11,9	-14,1	-15,5	-17,1	-18,9	-19,9
- Investitionen AV	-2,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
Free Cashflow	-68,8	-54,0	26,2	28,3	28,5	31,2	34,1	35,8

SMC Schätzmodell

Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 6,2 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 10,1 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,4, sicherer Zins: 1,0 Prozent, Risikoprämie 6,5 Prozent), FK-Kosten von 4,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 55 Prozent zugrunde liegen. Ebenso gleich geblieben sind die Annahmen für die Berechnung des Terminal Value, zu dessen Ermittlung wir mit der Ziel-EBIT-Marge des Jahres 2027 und mit einer „ewigen“ Wachstumsrate von 1 Prozent kalkulieren.

Kursziel: 12,00 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 386,1 Mio. Euro bzw. 11,90 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 12,00 Euro ableiten (bisher: 11,00 Euro). In der Erhöhung spiegeln sich die angehobenen Umsatzschätzungen wider, in denen die reduzierten Sorgen vor einem starken Bremseffekt der Corona-Krise auf die Verkaufsaktivitäten zum Ausdruck kommen. Dennoch sehen wir COVID-19-bedingt noch eine erhöhte Ertrags-

und Schätzunsicherheit, die zudem dadurch verstärkt wird, dass die Erreichung der diesjährigen Ziele nun im verstärkten Umfang vom erfolgreichen Abschluss einiger weniger Blockverkäufe abhängt. Deswegen belassen wir die Einstufung des Schätzrisikos weiter auf vier von sechs möglichen Risikopunkten.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,2 und 7,2 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 4,86 und 27,77 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
5,2%	27,77	22,79	19,00	16,02	13,61
5,7%	21,61	17,95	15,07	12,74	10,82
6,2%	16,93	14,15	11,90	10,05	8,50
6,7%	13,27	11,10	9,31	7,81	6,54
7,2%	10,33	8,60	7,15	5,92	4,86

Fazit

Die wichtigste und positivste Nachricht im Halbjahresbericht von Accentro ist sicherlich die Erkenntnis, dass ein Einbruch der Nachfrage nach Eigentumswohnungen als Folge der Corona-Krise bisher nicht zu sehen ist. Vielmehr konnte Accentro den Umsatz auch im zweiten Quartal steigern, darüber hinaus berichtet das Unternehmen von neuen Rekorden bei der Zahl der Angebotsanfragen sowie von einem lebhaften Interesse nach den jüngst gestarteten Vertriebsprojekten.

Ergebnisseitig waren das zweite Quartal und auch das erste Halbjahr hingegen schwach verlaufen, was auf das Zusammentreffen mehrerer Sonderfaktoren zurückzuführen ist. Neben dem Vorstandswechsel sowie der Emission der neuen und der Rückzahlung der alten Anleihe waren auch operativ erhöhte Vertriebskosten, Nebenkosten und periodenfremde Steuern angefallen, die insgesamt für einen kräftigen Rückgang des EBIT sowie für einen deutlichen Verlust beim Halbjahresergebnis gesorgt haben.

Dass Accentro diese Ergebnisschwäche ausschließlich auf die genannten temporären Aspekte zurückführt und die grundsätzliche Profitabilität nicht beeinträchtigt sieht, hat das Unternehmen mit der bestätigten Prognose unterstrichen, die ein EBIT auf Vorjahresniveau vorsieht.

Auch wir sind von der grundsätzlichen Aufstellung des Unternehmens überzeugt und erwarten für die nächsten Jahre weiteres Wachstum und hohe Erträge, doch für das laufende Jahre sind wir vorsichtiger und rechnen mit einem rückläufigen EBIT. Gegenüber unserem letzten Update haben wir aber die Umsatzzuschätzung angehoben und damit auf die reduzierten Corona-Sorgen reagiert. Auf dieser Basis hat sich auch unser Kursziel erhöht, das nun bei 12,00 Euro liegt und in Kombination mit dem jüngsten Kursrückgang nun wieder ein signifikantes Aufwärtspotenzial für die Aktie verspricht. Dementsprechend ändern wir unser Urteil von zuvor „Hold“ auf „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	102,5	104,0	103,5	103,1	102,7	102,4	102,1	101,9	101,7
1. Immat. VG	17,8	17,8	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9
2. Sachanlagen	59,5	59,6	58,9	58,2	57,6	57,1	56,5	56,0	55,5
II. UV Summe	478,3	633,1	653,3	669,0	686,0	703,3	724,8	750,1	776,9
1. Vorratsvermögen	416,6	501,2	586,4	599,4	614,6	631,2	649,4	669,4	690,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	220,8	225,3	240,5	263,4	287,5	311,8	340,1	372,0	405,4
II. Rückstellungen	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	215,9	365,9	368,3	361,3	354,3	348,3	342,3	337,3	332,3
2. Kurzfristiges FK	143,1	144,9	146,9	146,2	145,8	144,4	143,2	141,2	139,3
BILANZSUMME	580,8	737,1	756,8	772,1	788,7	805,8	827,0	852,0	878,5

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	143,3	156,9	202,2	260,3	303,1	332,2	364,2	399,4	419,4
Rohhertrag	38,7	36,3	50,4	61,5	67,6	70,4	76,6	83,4	87,5
EBITDA	29,1	25,1	40,5	51,2	56,9	59,3	65,0	71,3	74,9
EBIT	39,8	24,2	39,6	50,3	56,0	58,3	64,1	70,4	74,0
EBT	32,5	6,7	22,1	37,2	43,2	45,4	51,4	58,0	62,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	26,3	4,5	16,6	27,9	32,4	34,0	38,6	43,5	46,5
JÜ	26,5	4,5	16,5	27,8	32,4	34,0	38,5	43,4	46,3
EPS	0,82	0,14	0,51	0,86	1,00	1,05	1,19	1,34	1,43

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	-75,7	-59,7	-48,1	31,0	33,1	32,9	35,5	38,4	40,1
CF aus Investition	2,4	-2,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
CF Finanzierung	81,0	131,5	-17,4	-29,1	-32,2	-33,2	-33,4	-34,5	-35,7
Liquidität Jahresanfa.	15,5	24,2	93,6	27,6	29,0	29,3	28,4	29,8	33,1
Liquidität Jahresende	24,2	93,6	27,6	29,0	29,3	28,4	29,8	33,1	36,8

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	-30,3%	9,5%	28,8%	28,7%	16,4%	9,6%	9,6%	9,7%	5,0%
Rohtragsmarge	27,0%	23,1%	24,9%	23,6%	22,3%	21,2%	21,0%	20,9%	20,9%
EBITDA-Marge	20,3%	16,0%	20,0%	19,7%	18,8%	17,8%	17,8%	17,9%	17,9%
EBIT-Marge	27,8%	15,4%	19,6%	19,3%	18,5%	17,6%	17,6%	17,6%	17,7%
EBT-Marge	22,7%	4,2%	10,9%	14,3%	14,3%	13,7%	14,1%	14,5%	14,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	18,5%	2,8%	8,2%	10,7%	10,7%	10,2%	10,6%	10,9%	11,1%

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),

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 17.08.2020 um 12:00 Uhr fertiggestellt und am 17.08.2020 um 12:30 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

<http://www.smc-research.com/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
08.06.2020	Hold	11,00 Euro	1), 3)
03.04.2020	Buy	9,70 Euro	1), 3)
13.02.2020	Buy	11,10 Euro	1), 3)
08.11.2019	Buy	10,70 Euro	1), 3)
09.08.2019	Buy	11,60 Euro	1), 3)
08.05.2019	Buy	11,60 Euro	1), 3), 4)
02.04.2019	Buy	11,50 Euro	1), 3)
11.02.2019	Buy	11,40 Euro	1), 3)
08.11.2018	Buy	12,70 Euro	1), 3)
13.08.2018	Buy	12,70 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.