

23. Mai 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

The Grounds AG

Marktturbulenzen erfreulich wenig spürbar

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 1,73 € | **Kursziel:** 2,80 € (zuvor: 3,10 €)

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:	15
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2GSVV5
Ticker:	AMMN:GR
Kurs:	1,73 Euro
Marktsegment:	Primärmarkt D-dorf
Aktienanzahl:	17,8 Mio. Stück
Market-Cap:	30,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	115,0 Mio. Euro
Free Float:	ca. 27 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,40 / 1,04 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	3,5 Tsd. Euro / Tag

Umsatzerwartung punktgenau erfüllt

The Grounds hat im letzten Jahr 36,8 Mio. Euro umgesetzt, rund 16 Prozent mehr als ein Jahr davor. Die eigene Prognose, die sich auf 35 bis 38 Mio. Euro belaufen hatte, hat das Unternehmen damit erreicht, unsere Schätzung wurde sogar punktgenau getroffen. Einen Großteil davon (33,3 Mio. Euro, +25 Prozent) erzielte The Grounds, wie im Vorjahr, mit dem Verkauf von Vorratsimmobilien, wozu sowohl der weitere Abverkauf des Privatisierungsbestandes als auch die bereits vollständig verkauften Neubauprojekte Lenné Quartier und Property Garden in Magdeburg sowie Terra Homes in Erkner, deren Umsatzbeitrag im Gleichschritt mit dem Baufortschritt realisiert wird, beigetragen haben.

Mieterträge wachsen um 18 Prozent

Die Mieterträge beliefen sich auf 1,9 Mio. Euro und lagen damit um 18 Prozent über dem Vorjahreswert. Der Anstieg spiegelt das Wachstum des Bestandsportfolios durch die Zukäufe in Fehrbellin (24 Wohneinheiten) und Berlin-Lichtenberg (22 Wohneinheiten) wider, wobei die letztgenannte Akquisition wegen des späten Konsolidierungszeitpunkts noch nicht signifi-

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	31,3	31,6	36,8	42,1	82,1	84,7
EBIT (Mio. Euro)*	6,0	9,1	3,3	4,5	8,4	9,3
Jahresüberschuss*	3,6	4,9	1,2	0,3	3,1	3,4
EpS*	0,22	0,28	0,07	0,02	0,17	0,19
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,10
Umsatzwachstum	124,3%	1,0%	16,3%	14,5%	95,2%	3,2%
Gewinnwachstum	-	36,9%	-76,3%	-75,0%	949,1%	12,1%
KUV	0,99	0,98	0,84	0,73	0,38	0,36
KGV	8,6	6,3	26,4	105,4	10,0	9,0
EV / EBIT	19,3	12,6	34,3	25,5	13,6	12,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	5,8%

* bis inkl. 2022 mit Bewertungsergebnis, ab 2023 ohne

kant zum Umsatz beigetragen hat. Darüber hinaus berichtet The Grounds von deutlichen Mieterhöhungen, die sich bei Neuvermietungen im Berliner Umland auf mehr als 30 Prozent belaufen, sowie von höheren umgelegten Betriebskosten infolge der hohen Inflation. Dämpfend auf den Vermietungsumsatz haben sich hingegen der fortgesetzte Abverkauf des Privatisierungsportfolios sowie der Verkauf von 22 Einheiten aus dem Stendal/Prignitz-Portfolio in Brandenburg ausgewirkt, wobei der letztgenannte Aspekt aufgrund des dort vorliegenden hohen Leerstands und der geringen Durchschnittsmieten nur eine begrenzte Wirkung hatte. Auf der anderen Seite sorgte der Abgang dieser Objekte für zusätzliche Erlöse aus dem Verkauf von Immobilien des Anlagevermögens in Höhe von 1,3 Mio. Euro. Die restlichen Einnahmen (0,3 Mio. Euro) hat The Grounds mit dem Betrieb der Ende 2020 verkauften Logistikimmobilie erwirtschaftet.

Solide Verkaufsmarge

Die Aufwendungen aus dem Verkauf der Vorratsimmobilien erhöhten sich um 38 Prozent auf 26,1 Mio. Euro, so dass das Verkaufsergebnis (ohne Vertriebskosten) trotz der höheren Erlöse um 30 Prozent auf 7,2 Mio. Euro zurückgegangen ist. Dies entspricht einer umsatzbezogenen Marge von 21,7 Prozent, nach 35,4 Prozent im Vorjahr. Der Rückgang ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Neben der veränderten Zusammensetzung der verkauften Objekte haben die gestiegenen Baukosten die Profitabilität der Neubaulprojekte etwa gedämpft, darüber hinaus enthielt der Verkaufsumsatz aus 2021 auch einen Ertrag in Höhe von 2,7 Mio. Euro aus der Anpassung des Bilanzwertes der verbliebenen 49 Prozent am Projekt Börde Bogen an die Bewertung, die beim damaligen Verkauf der 51 Prozent angesetzt wurde. Da diesem Ertrag kein Buchwertabgang gegenüberstanden hatte, hatte er sich eins zu eins im Ergebnis niedergeschlagen und die Marge c.p. um 6,6 Prozentpunkte positiv beeinflusst.

Geringeres Bewertungsergebnis

Zuzüglich des Vermietungsergebnisses, der sonstigen betrieblichen Erträge sowie der Bestandsänderung und abzüglich der Vertriebskosten wurde daraus ein

Rohergebnis von 6,7 Mio. Euro erzielt. Darüber hinaus verbuchte The Grounds einen Bewertungsgewinn in Höhe von 0,9 Mio. Euro, nach 2,2 Mio. Euro im Vorjahr.

Geschäftszahlen	GJ 21	GJ 22	Änderung
Umsatz	31,59	36,75	+16,3%
davon Verkäufe	26,57	33,28	+25,3%
davon Vermietung	1,59	1,89	+18,3%
Rohergebnis	11,56	6,70	-42,0%
<i>Rohmarge</i>	36,6%	18,2%	
Bewertungsergebnis	2,24	0,87	-61,4%
EBIT	9,17	3,36	-63,4%
<i>EBIT-Marge</i>	29,0%	9,1%	-
Vorsteuerergebnis	6,87	1,58	-77,0%
<i>Vorsteuermarge</i>	21,8%	4,3%	
Nettoergebnis	4,93	1,17	-76,3%
<i>Nettomarge</i>	15,6%	3,2%	
Free-Cashflow	-7,70	-16,87	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

EBIT unter Plan

Das Bewertungsergebnis blieb damit unter dem von The Grounds erwarteten und in der Prognose berücksichtigten Niveau und trug maßgeblich dazu bei, dass die Ergebnisprognose wie auch unsere Schätzungen trotz der planmäßigen Umsatzentwicklung nicht erreicht wurden. Konkret belief sich das EBIT auf 3,4 Mio. Euro und fiel damit um 63 Prozent niedriger aus als 2021 (9,2 Mio. Euro). Angekündigt worden war hingegen ein Wert zwischen 8,0 und 9,0 Mio. Euro, unsere Schätzung hatte bei 8,1 Mio. Euro gelegen. Doch auch bereinigt um die Bewertungseffekte hat sich das Ergebnis deutlich reduziert, was ausschließlich auf den geringeren Ergebnisbeitrag aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien zurückzuführen war. Denn die Entwicklung der Overhead-Kosten war 2022 im Gegensatz zu dem deutlichen Anstieg im Vorjahr in Summe abwärtsgerichtet. Der Personalaufwand hat sich zwar um 9 Prozent auf 2,1 Mio. Euro erneut erhöht, dafür sind aber die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um ein Viertel auf unter 1,9

Mio. Euro gesunken, was das Unternehmen mit geringeren Vermittlungsprovisionen und Forderungsverlusten sowie mit allgemeinen Einsparungen begründet.

Stabiler Zinsaufwand, verbessertes Finanzergebnis

Trotz der massiven Zinserhöhung an den Märkten konnte The Grounds den Zinsaufwand noch nahezu stabil bei 2,5 Mio. Euro halten. Da sich gleichzeitig die Finanzerträge aus ausgereichten Darlehen an die Joint Ventures auf 0,6 Mio. Euro vervierfacht haben, hat sich das Finanzergebnis sogar um 18 Prozent auf -1,9 Mio. Euro verbessert. Das Vorsteuerergebnis ist dennoch sehr deutlich, um 77 Prozent, auf 1,6 Mio. Euro gesunken, woraus sich nach Ertragssteuern und Minderheitsanteilen ein Konzernergebnis von 1,2 Mio. Euro ergeben hat, nach 4,9 Mio. Euro im Jahr 2021.

Free-Cashflow zeigt Portfolioausbau

Wie nach den Halbjahreszahlen, die noch einen positiven Cashflow gezeigt hatten, vermutet, ist der Free-Cashflow im Gesamtjahr doch noch negativ ausgefallen. Dies spiegelt den strategiekonformen Ausbau des Portfolios wider, der diesmal durch die Akquisition der drei Entwicklungsprojekte in Blankenfelde, Wusterhausen und Berlin Lichtenberg vor allem im Vorratsvermögen erfolgte. Dieses erhöhte sich von 38,0 Mio. Euro im Vorjahr auf 82,8 Mio. Euro, wovon ein signifikanter Teil der Veränderung aber nicht liquiditätswirksam war. Dieser resultierte nämlich aus der Aufstockung des Anteils an dem Joint Venture Börde Bogen in Magdeburg von 49 auf 51 Prozent, was zu einer Konsolidierung (und damit zur Revision der Entkonsolidierung ein Jahr vorher) führte. Insgesamt hat sich der Liquiditätsabfluss aus laufender Geschäftstätigkeit auf -12,5 Mio. Euro belaufen (Vorjahr: +7,0 Mio. Euro), während sich der Investitions-Cashflow von -14,7 auf -4,4 Mio. Euro verbessert hat. Hier waren erneut die Auszahlungen für Immobilien des Anlagevermögens (-5,8 Mio. Euro) der größte Posten, dem standen die Zuflüsse aus dem Teilverkauf des Brandenburger Portfolios (+1,3 Mio. Euro) gegenüber. Saldiert ergab sich daraus ein Free-Cashflow

von -16,9 Mio. Euro, nach -7,7 Mio. Euro im Vorjahr. Finanziert wurde der Free-Cashflow mit den Zuflüssen aus der Nettokreditaufnahme (insgesamt 19,4 Mio. Euro), die abzüglich der Zahlungen für Zinsen und Leasing zu einem Cashflow-Überschuss aus Finanzierungstätigkeit in Höhe von 16,7 Mio. Euro führte. Insgesamt blieb die bilanzielle Liquidität im letzten Geschäftsjahr dadurch bei 2,3 Mio. Euro nahezu unverändert.

Immobilienvermögen prägt die Bilanz

Durch diese Zukäufe und den Konsolidierungseffekt infolge der Wiederaufstockung des Anteils an dem Joint Venture Börde Bogen hat sich die Bilanzsumme um ein Drittel auf 138,3 Mio. Euro erhöht, wovon 87 Prozent (bzw. 120,9 Mio. Euro) auf das Immobilienvermögen entfielen, bestehend aus dem Vorratsvermögen (82,8 Mio. Euro), den als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien (35,8 Mio. Euro) und den Minderheitsanteilen an zwei Immobilienprojekten (2,3 Mio. Euro). Nicht darin enthalten sind zwei weitere Häuser mit 13 Wohnungen aus dem Stendal/Prignitz-Portfolio, die dieses Jahr veräußert werden sollen und mit 0,7 Mio. Euro als zur Veräußerung gehaltene Vermögensgegenstände ausgewiesen werden. Die größte Position abseits des Immobilienvermögens waren zum 31.12. die sonstigen Forderungen in Höhe von 6,5 Mio. Euro, die u.a. Darlehensforderungen sowie aktivierte Provisionen für Ankäufe umfassen.

Loan to Value leicht verbessert

Auf der Passivseite machen die Finanzverbindlichkeiten (Bankdarlehen und Anleihe) mit insgesamt 80,1 Mio. Euro den Großteil der Bilanzsumme aus. Gegenüber dem Vorjahr haben diese um 23 Prozent und damit schwächer als das Immobilienvermögen zugenommen, so dass sich der Verschuldungsgrad LTV im Vorjahresvergleich um 2 Prozentpunkte auf 67 Prozent verbessert hat. Demgegenüber ist die Eigenkapitalquote um einen Prozentpunkt auf 23,6 Prozent leicht gesunken, obwohl das Eigenkapital um 29 Prozent auf 32,6 Mio. Euro angewachsen ist. Neben dem Jahresgewinn hat sich hier auch die Vollkonsolidierung des Projekts Börde Bogen bemerkbar gemacht,

in deren Folge sich die Minderheitsanteile am Konzerneigenkapital von 0,6 auf 6,4 Mio. Euro deutlich erhöht haben.

Weiteres Wachstum angekündigt

Für das laufende Jahr strebt The Grounds eine Fortsetzung des Wachstumskurses an und will den Umsatz auf 40 bis 45 Mio. Euro erhöhen. Auf dieser Basis soll das EBIT auf 4 bis 5 Mio. Euro steigen, wobei etwaige Bewertungseffekte darin nicht enthalten sind. Berücksichtigt wurde hingegen ein Beitrag aus dem Besserungsschein der Ende 2020 verkauften Logistikimmobilie, für die nun in der zweiten Jahreshälfte mit der Baugenehmigung gerechnet wird, was den Zahlungsanspruch aus dem Besserungsschein aktivieren würde. Allerdings betont The Grounds, dass die Planung nur einen Teil des vertraglich möglichen Volumens von fast 10 Mio. Euro enthält.

Projekte schreiten voran

Der angesichts des schwierigen Marktumfelds überraschend positive Ausblick beruht auf mehreren Säulen. Dazu gehört insbesondere der planmäßige Fortgang der aktuell vier im Bau befindlichen Projekte. Durch die konsequente Einzelvergabe und etwas Glück beim Timing konnte The Grounds die letztjährige Spitze bei den Baupreisen vermeiden und profitiert derzeit vom Einbruch der Bauaktivitäten, was sowohl die Verfügbarkeit von Kapazitäten als auch die Kalkulation erleichtert. So gelingt es inzwischen immer wieder, Bauleistungen auch unterhalb des budgetierten Rahmens zu vergeben. Darüber hinaus verspürt The Grounds keinen dramatischen Einbruch der Nachfrage nach Wohnimmobilien in Berlin und dem Berliner Umland. Der in diesem Jahr angelaufene Vertrieb für die neuen Wohnungen, die im Rahmen des Aufstockungs- und Verdichtungsprojekts in Berlin-Lichtenberg derzeit gebaut werden, verläuft nach Unternehmensangaben sehr positiv, während die im letzten Jahr neu akquirierten Projekte in Blankenfelde und Wusterhausen genauso wie Börde Bogen in Magdeburg noch vor dem Vertriebsstart stehen. Bereits auf der Suche nach einem Käufer befindet sich The Grounds für das Bürogebäude Central Office in Magdeburg, für das Ende 2022 die Baugenehmigung erteilt wurde und dessen Bau unter der Voraussetzung

eines erfolgreichen Forward-Verkaufs in diesem Jahr starten und zum Umsatz beitragen sollte.

Refinanzierung der Wandelanleihe steht an

Schließlich sieht The Grounds auch keine größeren Herausforderungen auf der Finanzierungsseite, zumal das Unternehmen die Bauphase größtenteils mit den Anzahlungen der Käufer finanziert. Auch im Hinblick auf die im kommenden April fällige Wandelanleihe zeigt sich das Management entspannt, will die Refinanzierungsaufgabe aber trotzdem rasch lösen, um keine Verunsicherung aufkommen zu lassen.

Stabile Immobilienwerte erwartet

Entspannt zeigt sich The Grounds auch im Hinblick auf die Bewertung der Bestandsimmobilien und etwaige Abwertungsgefahren. Diesbezüglich verweist das Unternehmen vor allem auf die im Berliner Umland bei Neuvermietungen deutlich steigenden Mieten, die ein deutliches Gegengewicht zu den steigenden Zinsen und somit einen Puffer gegen Wertverluste darstellen. Diese Funktion könnte auch die strategische Festlegung, die Bestandsimmobilien langfristig doch noch im Wege der Einzelprivatisierung zu veräußern, erfüllen, weil hierbei höhere Immobilienpreise erzielbar sind und deswegen auch von externen Gutachtern höhere Bewertungsniveaus zugebilligt werden.

Vorstand ausgeschieden

Während die operative Entwicklung der letzten Quartale ungeachtet der deutlichen Verschlechterung des Marktumfelds somit im Großen und Ganzen planmäßig verlaufen ist, sorgte The Grounds Anfang Mai auf der personellen Ebene für eine große Überraschung. Und zwar hat das Unternehmen mitgeteilt, dass der Vorstand Arndt Krienen, unter dessen Ägide die erfolgreiche Ausrichtung auf das aktuelle Geschäftsmodell erfolgt ist, aus persönlichen Gründen mit sofortiger Wirkung ausgeschieden ist. Er bleibt dem Unternehmen zunächst noch als Geschäftsführer einiger Tochtergesellschaften erhalten, auf der Vorstandsebene soll aber fortan Jacopo Mingazzini die alleinige Verantwortung tragen.

Schätzungen umfassend angepasst

Wir haben in Reaktion auf die Zahlen für 2022, die verschlechterten Rahmenbedingungen und die Wiederkonsolidierung des 250-Mio. Euro-Projekts Börde Bogen unsere Schätzungen an mehreren Stellen umfassend überarbeitet. Die wichtigste Änderung besteht darin, dass wir angesichts der Marktlage auf das bisher pauschal unterstellte Wachstum des Bestandsportfolios und des Privatisierungsgeschäfts verzichten und diese beiden Standbeine fortan nur auf dem bisherigen Niveau (Bestandhaltung) fortschreiben bzw. mit dem Abverkauf des aktuellen Privatisierungsportfolios auslaufen lassen. Neue oder erweiterte Aktivitäten in diesen Bereichen werden wir erst berücksichtigen, wenn hierfür konkrete Akquisitionen erfolgen, womit wir aber nicht für 2023 rechnen.

Fokus auf Projektentwicklung ...

Stattdessen steht nun das Projektportfolio im Zentrum unseres Modells, auf dessen Fertigstellung auch The Grounds nach eigener Aussage den Fokus der kommenden Quartale legen will. Das Portfolio umfasst auf dem aktuellen Planungsstand eine Nettogeschossfläche von 138,6 Tsd. qm und einen GDV (Gross Development Value oder Marktwert bei Fertigstellung) von mehr als 500 Mio. Euro, wovon ein – kleiner – Teil durch die Verkäufe und den fortgeschrittenen Bau der Projekte Lenné Quartier, Property Garden und Terra Homes bereits realisiert worden ist. Den Rest will The Grounds überwiegend in den nächsten drei Jahren umsetzen.

...auch im Bewertungsmodell

Wir haben in unserem Modell den Zeitraum erheblich gestreckt und haben für 2026 und 2027 die höchsten Umsätze aus Projektentwicklungen (jeweils über 100 Mio. Euro) angesetzt. Anschließend kalkulieren wir mit einem konstanten Niveau von etwas über 60 Mio. Euro pro Jahr, wofür wir implizit entsprechende Ankäufe neuer Projekte im Vorratsvermögen unterstellen. Dieses sinkt in unserem Modell deswegen nur bis 2026 (auf 44 Mio. Euro) und bleibt anschließend konstant. Pauschaliert und vereinfacht sind auch unsere Margenannahmen (als Relation der erwarteten Verkaufspreise und der Entwicklungs- und

Baukosten), für die wir für das gesamte Projektportfolio einen einheitlichen Verlauf angenommen haben. Dieser sieht aufgrund der letztjährigen Kostensteigerungen im Baubereich auch für dieses Jahr einen deutlichen Rückgang auf unter 10 Prozent vor, dem aber anschließend eine schrittweise Erhöhung auf knapp 17 Prozent zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums folgt. Diesen Anstieg sehen wir darin begründet, dass The Grounds Projekte in einem früheren Planungsstadium im größeren Ausmaß schon auf Basis der aktuellen Kosten kalkulieren kann. Die gewählte Zielmarge halten wir dabei angesichts der anhaltenden und sich absehbar noch verschärfenden Wohnraumknappheit im Berliner Umland sowie der steigenden Nachfrage in Magdeburg aufgrund der angekündigten Megafabrik von Intel als ausgesprochen konservativ.

Umsatzspitze bei 105 Mio. Euro

Aus demselben Grund halten wir die Erwartung spürbar steigender Durchschnittsmieten im Bestandsportfolio für gut begründet. Aus der Kombination der dadurch im Trend steigenden Mieterlöse, der Projektumsätze und – nur noch für 2023 – der Privatisierungseinnahmen ergibt sich für den Konzern eine von 42 Mio. Euro im laufenden Jahr bis auf 105 Mio. Euro im Jahr 2027 ansteigende Umsatzschätzung, bevor sie sich im Steady State der Jahre 2028 bis 2030 unterhalb von 65 Mio. Euro einpendelt.

Deutlicher Anstieg des Zinsaufwands

Abzüglich des Materialaufwands, in den vor allem die Entwicklungs- und Baukosten einfließen, und der Overhead-Kosten, für die wir einen moderaten Aufwärtstrend modelliert haben, ergibt das durchgehend eine zweistellige EBIT-Marge zwischen 10,7 Prozent im Jahr 2023 und 14,4 Prozent am Ende des Detailprognosezeitraums. Der stetige Anstieg spiegelt die oben genannten Annahmen bezüglich steigender Rohmargen und Mieten wider (die EBIT-Schätzung enthält keinerlei positive oder negative Bewertungseffekte auf das Immobilienvermögen). Abzüglich der Zinsaufwendungen, für die wir für dieses Jahr einen deutlichen Anstieg infolge der Marktzinsentwicklung erwarten (The Grounds gibt den Durchschnittszins des aktuellen Kreditportfolios mit 6,2 Prozent an,

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	42,1	82,1	84,7	104,9	105,0	63,9	64,0	64,1
Umsatzwachstum		95,2%	3,2%	23,8%	0,1%	-39,2%	0,2%	0,1%
EBIT-Marge	10,7%	10,3%	11,0%	12,2%	13,0%	12,7%	13,6%	14,4%
EBIT*	4,5	8,4	9,3	12,8	13,6	8,1	8,7	9,2
Steuersatz	25,0%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,1	2,3	2,6	3,5	3,7	2,2	2,4	2,5
NOPAT	3,4	6,1	6,7	9,3	9,9	5,9	6,3	6,7
+ Abschreibungen & Amortisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges*	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	3,7	6,4	6,8	9,3	9,9	5,9	6,3	6,7
- Zunahme Net Working Capital	10,0	11,5	11,5	11,6	1,6	1,6	1,6	1,6
- Investitionen AV	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Free Cashflow	13,6	17,8	18,2	20,7	11,4	7,4	7,8	8,2

SMC Schätzmodell

*ohne Bewertungsergebnisse

Mitte 2022 waren es noch 3,7 Prozent), und der Steuern erwarten wir für dieses Jahr trotz eines EBIT-Anstiegs um 35 Prozent auf 4,5 Mio. Euro einen erneut rückläufigen Nettogewinn von nur noch 0,3 Mio. Euro.

Hohe Minderheitsanteile

Darüber hinaus haben sich durch die Konsolidierung des sehr großen Projekts Börde Bogen, an dem The Ground 51 Prozent der Anteile hält, auch die Minderheitsanteile am Konzerngewinn deutlich erhöht. In einzelnen Jahren des Prognosezeitraums entfallen nun fast 30 Prozent der Überschüsse auf konzernfremde Anteilseigner.

Terminal Value

Den modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, der sich aus all diesen Annahmen ergibt und den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die Tabelle oben zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen. Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir anfänglich mit dessen Zielmarge (14,4 Prozent) und,

hiervon ausgehend, mit einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a.

Diskontierungssatz kräftig erhöht

Eine für das Modellergebnis sehr spürbare Änderung haben wir beim Diskontierungszins vorgenommen. Und zwar haben wir zur Berücksichtigung des deutlichen Anstiegs der Marktzinsen den unterstellten sicheren Zins, für dessen Bestimmung wir uns an der deutschen Umlaufrendite orientieren, in allen unseren Modellen von 1,5 auf 2,5 Prozent angehoben. Dadurch haben sich bei unveränderten Werten für die Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und den Beta-Faktor (1,4) die Eigenkapitalkosten auf 10,6 Prozent erhöht. In Verbindung mit einem ebenfalls deutlich gestiegenen FK-Zins (von 4,75 auf 6,50 Prozent), einem wegen des Verzichts auf die Modellierung eines weiteren Wachstums des Bestandsportfolios reduzierten Ziel-FK-Anteil von 55,0 Prozent (zuvor: 78 Prozent) und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 27,5 Prozent resultiert daraus jetzt ein gewichteter Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 7,4 Prozent (bisher: 4,8 Prozent).

Kursziel nun 2,80 Euro

Der umfassende Umbau des Schätzmodells, die Berücksichtigung des schwieriger gewordenen Umfelds (sowohl im Diskontierungszins als auch bei den Margenannahmen) und der Roll-over-Effekt infolge der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2023 haben sich zwar teilweise gegenseitig aufgehoben, doch in Summe zu einem spürbar niedrigeren fairen Wert (nach Minderheiten) von 49,8 Mio. Euro geführt. Je Aktie entspricht das 2,80 Euro, woraus wir das gleichlautende neue Kursziel ableiten (bisher: 3,10

Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die entscheidende Änderung ging hierbei eindeutig von dem Zinsanstieg aus, ohne den sich unser Modellergebnis durch die genauere Abbildung der Neubauprojekte sogar erhöht hätte. Unverändert geblieben ist schließlich die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, für das wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) weiter vier Punkte vergeben.

Fazit

Angesichts der deutlich verschlechterten Rahmenbedingungen hat The Grounds für das letzte Jahr gute Zahlen gemeldet. Der Umsatz konnte wie angekündigt erhöht werden, mit 36,8 Mio. Euro wurde unsere Schätzung sogar punktgenau erfüllt.

Beim Ergebnis ist dies allerdings nicht gelungen. Das EBIT, das der Prognose zufolge zwischen 8 und 9 Mio. Euro liegen sollte, reduzierte sich um 63 Prozent auf 3,4 Mio. Euro. Entscheidend dafür war der geringere Beitrag des Bewertungsergebnisses (die Prognose ging von einem Anstieg aus), darüber hinaus haben sich aber auch die deutlich erhöhten Baukosten belastend auf die Profitabilität der umsatzrelevanten Projektentwicklungen ausgewirkt.

Dessen ungeachtet berichtet The Grounds aber von einer weitgehend planmäßigen Geschäftsentwicklung. Dies betrifft insbesondere den Fortgang der aktuellen Entwicklungsprojekte, von denen sich derzeit vier im Bau befinden, die damit maßgeblich den diesjährigen Umsatz prägen werden. Diesen will The Grounds auf 40 bis 45 Mio. Euro weiter erhöhen und auf dieser

Basis das EBIT, diesmal komplett ohne Bewertungseffekte, auf 4 bis 5 Mio. Euro steigern.

Wir haben unser Bewertungsmodell mit diesem Update tiefgreifend umgebaut und hierbei die Projektentwicklung viel stärker ins Zentrum unserer Schätzungen gerückt. Dies ist dem letztjährigen Ankauf weiterer großer Projekte und der Wiederkonsolidierung des sehr großen Projekts Börde Bogen geschuldet, in deren Folge das Geschäft mit dem Neubau von Wohnimmobilien die Entwicklung der nächsten Jahre noch in einem viel stärkeren Ausmaß prägen dürfte, als wir das bisher angenommen hatten.

Aus dem Modellumbau haben sich deutlich veränderte Umsatz- und Gewinnreihen ergeben, wobei wir für das laufende Jahr Werte in etwa in der Mitte der Zielspanne des Managements angesetzt haben. Sehr weitreichende Folgen hatte auch die Erhöhung des Diskontierungszinses, die entscheidend dazu beigetragen hat, dass sich unser Kursziel auf 2,80 Euro ermäßigt hat. Dieses liegt aber weiterhin sehr deutlich über dem aktuellen Kurs, weswegen wir unser Urteil „Buy“ bestätigen.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Mit der Schwerpunktlegung auf Wohnimmobilien adressiert The Grounds einen attraktiven Markt, der sich fundamental durch einen merklichen Nachfrageüberhang auszeichnet.
- Die Kombination der Geschäftsfelder Entwicklung, Bestandshaltung und Privatisierung bietet prinzipiell ein attraktives Chance-Risiko-Profil, das die Vorteile der drei Bereiche verbindet.
- Seit der Ausrichtung auf das aktuelle Geschäftsmodell wurde ein hohes und profitables Wachstum erzielt.
- Der Vorstand und sein Team verfügen über einen überzeugenden Track-Record beim Aufbau und Management großer, börsennotierter Immobilienunternehmen.

Chancen

- Das bestehende Entwicklungsportfolio bietet ein sehr großes Ertragspotenzial, das in den nächsten Jahren schrittweise realisiert werden soll.
- Die angekündigte Errichtung einer Chip-Gigafabrik in Magdeburg dürfte das Potenzial der dortigen Projektentwicklungen deutlich vergrößern.
- Aus dem Besserungsschein winkt The Grounds ein hoher Gewinn von maximal fast 10 Mio. Euro.
- Die Durchschnittsmieten im Bestandsportfolio liegen teils deutlich unter dem Marktniveau, was ein erhebliches Potenzial für steigende Mietentnahmen und für Aufwertungsgewinne bietet.
- Eine erfolgreiche Umsetzung der Wachstumspläne dürfte The Grounds rasch in eine andere Größenordnung bringen. Zusammen mit der stärkeren Kapitalmarktpräsenz sollte dadurch auch die Wahrnehmung der Aktie durch die Investoren spürbar verbessert werden.

Schwächen

- Wegen ihrer Abhängigkeit von einzelnen Projekten und Verkäufen sind die Umsätze und Erträge hoch volatil und schwer prognostizierbar.
- Aktuell und in den nächsten Jahren wird das Geschäft klar von der Projektentwicklung dominiert, was den Diversifikationseffekt der Dreisäulen-Strategie begrenzt.
- 2022 wurde das EBIT-Ziel verfehlt. Der Nettogewinn dürfte nach unserer Einschätzung auch im laufenden Jahr sinken.
- Mit dem Abschied von Herrn Krienen hat The Grounds eine prägende Figur der letzten Jahre verloren.
- Das Immobiliengeschäft ist kapitalintensiv und setzt ein stabiles Finanzierungsumfeld voraus.

Risiken

- Die Kaufnachfrage nach Immobilien ist stark zinsensibel.
- Ein Einbruch des Immobilienmarktes und/oder weiterer Zinsanstieg könnten Abwertungen im Portfolio erfordern.
- Die Immobilienentwicklung birgt vielfältige Risiken wie politische und behördliche Einflussnahme, Altlasten, Planungsfehler sowie finanzielle und/oder zeitliche Budgetüberschreitungen.
- Liefer- und Kapazitätsengpässe im Baubereich sorgten zuletzt für erhöhte Kosten- und Zeitrisiken
- Die interventionistische Wohnungspolitik könnte weiter intensiviert werden.
- Unzureichende oder zu teure Ankäufe könnten die weitere Entwicklung erschweren.
- Die Refinanzierung der nächstes Jahr fälligen Wandelanleihe stellt im aktuellen Umfeld eine Herausforderung dar.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	43,2	43,3	43,3	43,4	43,5	43,5	43,6	43,6	43,7
1. Immat. VG	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
2. Sachanlagen	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
3. Als Finanzinv. gehaltene Immobilien	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8
II. UV Summe	94,4	91,7	86,9	81,7	79,3	77,1	75,5	81,0	86,9
1. Vorratsvermögen	82,8	74,3	64,3	54,3	44,3	44,3	44,3	44,3	44,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	32,6	32,9	35,9	38,9	44,5	50,3	51,8	55,5	59,5
II. Rückstellungen	1,4	1,9	2,5	3,0	3,6	4,1	4,7	5,3	5,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	50,7	45,7	35,7	28,7	21,7	15,7	12,7	12,7	12,7
2. Kurzfristiges FK	53,6	55,1	56,7	55,1	53,7	51,2	50,5	51,8	53,2
BILANZSUMME	138,3	135,6	130,8	125,8	123,5	121,3	119,7	125,3	131,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	36,8	42,1	82,1	84,7	104,9	105,0	63,9	64,0	64,1
Rohertrag	5,8	7,9	11,7	12,7	16,3	17,1	11,6	12,1	12,7
EBITDA*	2,7	4,5	8,5	9,3	12,8	13,7	8,1	8,7	9,3
EBIT*	3,3	4,5	8,4	9,3	12,8	13,6	8,1	8,7	9,2
EBT*	1,6	0,4	4,2	5,4	9,5	11,2	6,3	7,3	8,0
JÜ (vor Ant. Dritter)*	1,2	0,3	3,1	3,9	6,9	8,1	4,6	5,3	5,8
JÜ*	1,2	0,3	3,1	3,4	5,5	4,9	3,5	4,1	5,8
EPS*	0,07	0,02	0,17	0,19	0,31	0,27	0,20	0,23	0,33

* 2022 mit Bewertungsergebnis, ab 2023 ohne

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	-12,5	10,6	14,9	15,5	18,4	9,7	6,2	6,9	7,4
CF aus Investition	-4,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
CF Finanzierung	16,7	-5,0	-10,0	-10,9	-11,3	-12,3	-8,1	-1,6	-1,8
Liquidität Jahresanfa.	2,4	2,3	7,8	12,6	17,1	24,2	21,4	19,4	24,7
Liquidität Jahresende	2,3	7,8	12,6	17,1	24,2	21,4	19,4	24,7	30,2

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	16,3%	14,5%	95,2%	3,2%	23,8%	0,1%	-39,2%	0,2%	0,1%
Rohertragsmarge	15,8%	18,8%	14,3%	15,0%	15,5%	16,3%	18,1%	19,0%	19,8%
EBITDA-Marge	7,3%	10,8%	10,3%	11,0%	12,2%	13,0%	12,7%	13,6%	14,4%
EBIT-Marge	9,1%	10,7%	10,3%	11,0%	12,2%	13,0%	12,7%	13,6%	14,4%
EBT-Marge	4,3%	1,0%	5,2%	6,4%	9,0%	10,6%	9,9%	11,4%	12,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,2%	0,7%	3,7%	4,1%	5,2%	4,6%	5,5%	6,4%	9,1%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,4%	4,37	3,96	3,62	3,34	3,10
6,9%	3,77	3,45	3,17	2,95	2,75
7,4%	3,28	3,02	2,80	2,61	2,45
7,9%	2,87	2,65	2,47	2,31	2,18
8,4%	2,51	2,34	2,19	2,05	1,94

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 23.05.2023 um 8:35 Uhr fertiggestellt und am 23.05.2023 um 9:00 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:
<http://www.smc-research.com/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
30.09.2022	Buy	3,10 Euro	1), 3), 4)
21.04.2022	Buy	3,60 Euro	1), 3)
07.02.2022	Buy	3,90 Euro	1), 3)
08.10.2021	Buy	3,60 Euro	1), 3), 4)
09.07.2021	Buy	3,60 Euro	1), 3), 4)

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