14. Juni 2022
Research-Studie

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

RCM Beteiligungs AG

Antizyklische Immobilienstrategie als Erfolgsrezept

Urteil: Speculative Buy (Ersteinschätzung) | **Kurs:** 2,06 € | **Kursziel:** 2,50 € (Ersteinschätzung)

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

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis 2

Snapshot 3

Executive Summary 4

SWOT-Analyse 5

Profil 6

Marktumfeld 9

Strategie 14

Finanzen 16

Equity-Story 21

DCF-Bewertung 23

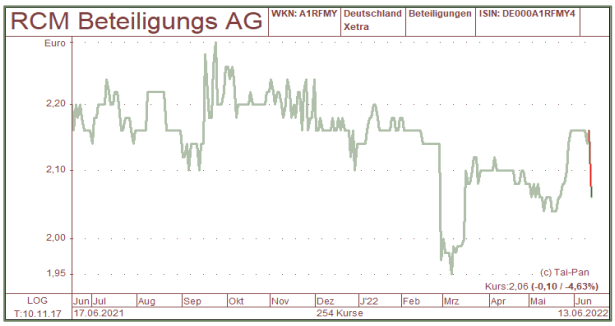
Fazit 26

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose 27

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen 28

Impressum & Disclaimer 29

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Sindelfingen
Branche:	Immobilien
Mitarbeiter:	21
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A1RFMY4
Ticker:	RCM:GR
Kurs:	2,06 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	13,1 Mio. Stück
Market-Cap:	24,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	38,4 Mio. Euro
Free Float:	ca. 30 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,34 / 1,95 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	2,4 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

Die RCM Beteiligungs AG ist die Muttergesellschaft einer Unternehmensgruppe, die seit ca. 20 Jahren im Immobilien- und Beteiligungsgeschäft tätig ist. Der regionale Schwerpunkt der Immobilienaktivitäten ist Dresden, wo RCM schon lange vor dem Immobilienboom mit dem Aufbau eines wohnwirtschaftlichen Portfolios begonnen hatte. Dem antizyklischen Ansatz folgend, wurde dieses Portfolio in den letzten Jahren schrittweise mit hohen Gewinnen abverkauft. Die damit generierten Mittel wurden für vereinzelte Reinvestitionen, Schuldenabbau und Aktienrückkäufe genutzt, größtenteils aber am Kapitalmarkt reinvestiert, woraus ebenfalls hohe Erträge erzielt wurden. Das aktuelle Umfeld aus steigenden Zinsen und Baupreisen sieht das Management nun als einen guten Zeitpunkt, um antizyklisch wieder in den Investitionsmodus zu schalten. Den Schwerpunkt will RCM zunächst auf Sondersituationen legen, die sich im aktuellen Umfeld gehäuft ergeben könnten. Während damit neue Potenziale für mittel- und langfristige Ertragszuwächse geschaffen werden sollen, stellt der Ukrainekrieg kurzfristig ein Risiko für das Wertpapierportfolio dar, weswegen im ersten Quartal eine Vorsorge in Höhe von 1,5 Mio. Euro vorgenommen wurde.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	21,12	16,83	3,55	9,28	8,17	10,76
EBIT (Mio. Euro)	4,06	6,78	3,10	2,06	0,85	1,41
Jahresüberschuss	2,64	3,59	2,49	0,47	0,58	0,78
EpS	0,19	0,27	0,19	0,04	0,05	0,06
Dividende je Aktie	0,06	0,07	0,07	0,02	0,03	0,04
Umsatzwachstum	20,0%	-20,3%	-78,9%	161,2%	-11,9%	31,6%
Gewinnwachstum	53,5%	36,3%	-30,6%	-81,3%	25,0%	33,8%
KUV	1,17	1,47	6,96	2,66	3,02	2,30
KGV	9,4	6,9	9,9	53,0	42,4	31,7
KCF	1,8	2,3	-	38,2	-	-10,9
EV / EBIT	8,7	5,2	11,3	17,1	41,3	24,9
Dividendenrendite	2,9%	3,4%	3,4%	1,0%	1,5%	1,9%

Executive Summary

- **Etablierter Spezialist für das Immobilien- und Beteiligungsgeschäft:** Die RCM Beteiligungs AG ist seit vielen Jahren im Immobilien- und Beteiligungsgeschäft aktiv, verfügt über einen überzeugenden Track-Record, einen großen Erfahrungsschatz und ein weitverzweigtes Kontakt- und Partnernetzwerk, das die Anbahnung und erfolgreiche Umsetzung von Investitionsvorhaben begünstigt. Die Positionierung als ein etablierter Marktteilnehmer und verlässlicher Geschäftspartner wird auch durch die sehr große personelle Kontinuität im Führungs- und Mitarbeiterteam unterstützt.

- **Hohe Profitabilität und exzellente Cashflows:** Die Entwicklung der letzten Jahre war von einer hohen Profitabilität und von sehr hohen Cashflow-Überschüssen geprägt. Bei einer zweistelligen Nettomarge summiert sich der Free-Cashflow der letzten fünf Jahre auf 32 Mio. Euro, mehr als 70 Prozent der aktuellen Bilanzsumme. Ermöglicht wurde dies durch den Abverkauf der Immobilienbestände, darüber hinaus wurden hohe Margen im Vermietungsgeschäft und signifikante Zuflüsse aus den Finanzanlagen erzielt.

- **Exzellente Bilanz:** Die hohen Gewinne und Cash-Überschüsse spiegeln sich in der Bilanz wider. Obwohl RCM konservativ nach HGB bilanziert und so stille Reserven vor allem im Immobilienvermögen aufbaut, wurde die Eigenkapitalquote in den letzten sechs Jahren auf 53 Prozent erhöht, trotz der aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik und umfangreicher Aktienrückkäufe.

- **Neue Investitionsphase mit neuem Schwerpunkt:** Auf Basis dieser komfortablen Bilanz will RCM nun auch im Immobilienbereich wieder in den Vorwärtsgang schalten und nach der mehrjährigen Phase, in der die zuvor günstig aufgebauten Bestände schrittweise abgebaut und die Gewinne realisiert wurden, neue Engagements eingehen. Damit will RCM erneut antizyklisch agieren und die sich derzeit abzeichnende schwierigere Marktphase, die zum Austritt anderer Player führen könnte, für Zukäufe nutzen. Anders als in der letzten Investitionsphase, in der RCM als einer der ersten Marktteilnehmer auf Wohnimmobilien gesetzt hatte, will das Unternehmen den Schwerpunkt nun auf Gewerbeimmobilien und hier insbesondre auf Logistik- und Spezialimmobilien setzen.

- **Erste lukrative Deals in 2022:** Im laufenden Jahr konnte RCM bereits ein erstes Projekt mit einer Logistikimmobilie mit einer buchwertbezogenen Marge oberhalb von 50 Prozent abschließen. Von einem noch profitableren Geschäft berichtet das Unternehmen aus dem Beteiligungsbereich, in dem ein vorbörsliches Engagement nach nur einem Jahr mit einem Gewinn von 0,6 Mio. Euro beendet werden konnte.

- **Russlands Aggression als Belastungsfaktor:** Allerdings sorgt der Krieg in der Ukraine auch bei RCM für eine hohe Unsicherheit. Als erste Reaktion hat das Unternehmen bereits im ersten Quartal Risikovorsorge in Höhe von 1,5 Mio. Euro getroffen, wovon hauptsächlich russische Wertpapiere betroffen waren. Sollte die Lage weiter eskalieren, sind weitere Wertkorrekturen nicht ausgeschlossen.

- **Erfahrenes Team als zentrales Asset:** Auf Basis der Annahme, dass es dem erfahrenen RCM-Team weiterhin gelingt, wertschöpfende Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren und umzusetzen, trauen wir der RCM-Aktie ein signifikantes Kurspotenzial bis 2,50 Euro zu. In Verbindung mit der erhöhten Schätzunsicherheit rechtfertigt dies nach unserem Urteilsschema das Votum „Speculative Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- Seit zwei Jahrzehnten etablierte Marktposition, auf deren Grundlage RCM über eine große Expertise, ein umfangreiches Kontakt- und Partnernetzwerk und über einen langen Track-Record als verlässlicher Geschäftspartner verfügt.
- Die Entwicklung der letzten Jahre war von hoher Profitabilität und sehr hohen Cash-Überschüssen geprägt.
- Eine starke Bilanz mit einer hohen Eigenkapitalquote, einem großen Wertpapierbestand und hohen stillen Reserven im Immobilienvermögen.
- Aktionäre werden am Erfolg mit hohen Dividenden und umfangreichen Aktienrückkäufen beteiligt.
- Das Unternehmen weist in der Führung und im Mitarbeiter-Team eine große Kontinuität auf.

Schwächen

- Die von Immobilienverkäufen geprägte Umsatzstruktur ist volatil, auch die Finanzerträge sind teilweise wenig vorhersehbar.
- Geschäftsmodellbedingt wenig Transparenz über den Umfang, das Potenzial und den Zeitplan der Immobilienprojekte. Auch über die Zusammensetzung des Wertpapier- und Beteiligungsportfolios ist wenig bekannt.
- Mit dem Abverkauf der letzten Jahre wurde das Potenzial des Immobilienbestandes bereits weitgehend realisiert, für neues Wachstum müssen erst wieder Investitionen getätigt werden.
- Bedingt durch die Historie sowie aktien- und steuerrechtliche Restriktionen ist die Konzernstruktur für ein Unternehmen dieser Größe kompliziert.
- Der Handel mit der RCM-Aktie ist illiquide.

Chancen

- Das verbliebene Immobilienportfolio dürfte noch stille Reserven enthalten, die in den nächsten Jahren realisiert werden können. Auch im Beteiligungsbereich und im Wertpapierbestand dürfte RCM noch über Reserven verfügen.
- Auf der Grundlage der üppigen finanziellen Ausstattung könnte RCM mit dem antizyklischen Ansatz die unsichere Marktphase für vielversprechende Neuengagements im Immobilienbereich nutzen.
- Wie der lukrative Verkauf der Logistikimmobilie in diesem Jahr verdeutlicht, kann RCM in solchen Fällen in relativ kurzer Zeit eine hohe Wertschöpfung generieren.
- Das erfahrene Management dürfte, wie schon in der Vergangenheit, auch abseits des Immobiliengeschäfts immer wieder attraktive Investitionsopportunitäten identifizieren und nutzen.

Risiken

- Große Teile des Wertpapierportfolios unterliegen dem Risiko sinkender Kurse.
- Für den signifikanten Bestand an russischen Aktien, ADRs und Anleihen besteht in Folge des Krieges ein hohes länderspezifisches Risiko, das im ungünstigen Fall in weiteren Abschreibungen münden könnte.
- Die Identifizierung und Akquisition potenzialträchtiger Immobilienprojekte könnten sich als schwieriger bzw. als langwieriger erweisen als geplant. Auch die erfolgreiche Umsetzung der Projekte ist unsicher.
- Der Erfolg des Unternehmens hängt wesentlich von wenigen Schlüsselpersonen ab, deren Ausfall schwer zu ersetzen sein könnte.
- Die Kapazitätsengpässe im Baubereich könnten die Umsetzung von Aufwertungsmaßnahmen verteuern und/oder verzögern.

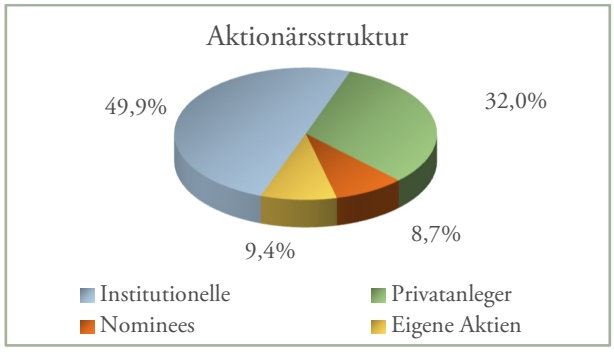
Profil

Erfahrener Immobilienspezialist

Die RCM Beteiligungs AG wurde 1999 gegründet und hat sich seitdem schwerpunkmäßig auf das Immobiliengeschäft spezialisiert. Dieses umfasst den Ankauf, die Aufwertung, die Verwaltung und den Verkauf von Immobilien, wobei sich der Schwerpunkt in den letzten Jahren von der Bestandshaltung von Wohnimmobilien in den Bereich von Gewerbe- und insbesondere Logistikimmobilien verschoben hat, in dem RCM sich vor allem auf Immobilien mit objektspezifischen Aufwertungspotenzial konzentriert und dieses durch geeignete Maßnahmen (Nutzungsoptimierung, rechtliche Optimierung, An- und Umbauten, Neuvermietung) realisiert. Darüber hinaus ist RCM im Beteiligungsgeschäft aktiv. In den letzten Jahren hat zudem die Anlage des eigenen Vermögens am Kapitalmarkt eine prägende Rolle für die Zahlen gespielt. Derzeit beschäftigt RCM inklusive des Vorstands 31 Mitarbeiter, die sich auf den Stammsitz Sindelfingen sowie auf Dresden, den regionalen Schwerpunkt des Portfolios, verteilen.

Großer Aktienbestand im Eigenbesitz

Die RCM-Aktie ist seit Juni 2005 börsennotiert und wird seit dem Frühjahr 2017 im Scale-Segment der Frankfurter Börse gehandelt. Derzeit umfasst das gezeichnete Kapital 13,1 Mio. Euro, das in ebenso viele Namensaktien eingeteilt ist. Hiervon befanden sich Ende letzten Jahres 1,2 Mio. Stück oder 9,4 Prozent im eigenen Besitz entweder bei RCM selbst oder bei zwei Tochtergesellschaften. Von den restlichen Aktien befinden sich 50 Prozent in den Händen institutioneller Investoren, 32 Prozent im Besitz von Privatanlegern und für knapp 9 Prozent werden Nominees (Banken und Zentralverwahrer) im Aktienregister geführt. Einzelne größere Anleger werden nicht genannt, auf Nachfrage beziffert das Unternehmen die vom Vorstandschef Martin Schmitt unmittelbar und mittelbar gehaltenen Anteile auf unter 25 Prozent. Dieser kauft auch laufend Aktien zu, allein im bisherigen Jahresverlauf hat er den Erwerb weiterer Aktien im Wert von rund 120 Tsd. Euro gemeldet. Der Freefloat dürfte mit dem Aktienbesitz der Privatanleger gleichzusetzen sein und damit bei etwa einem Drittel liegen.



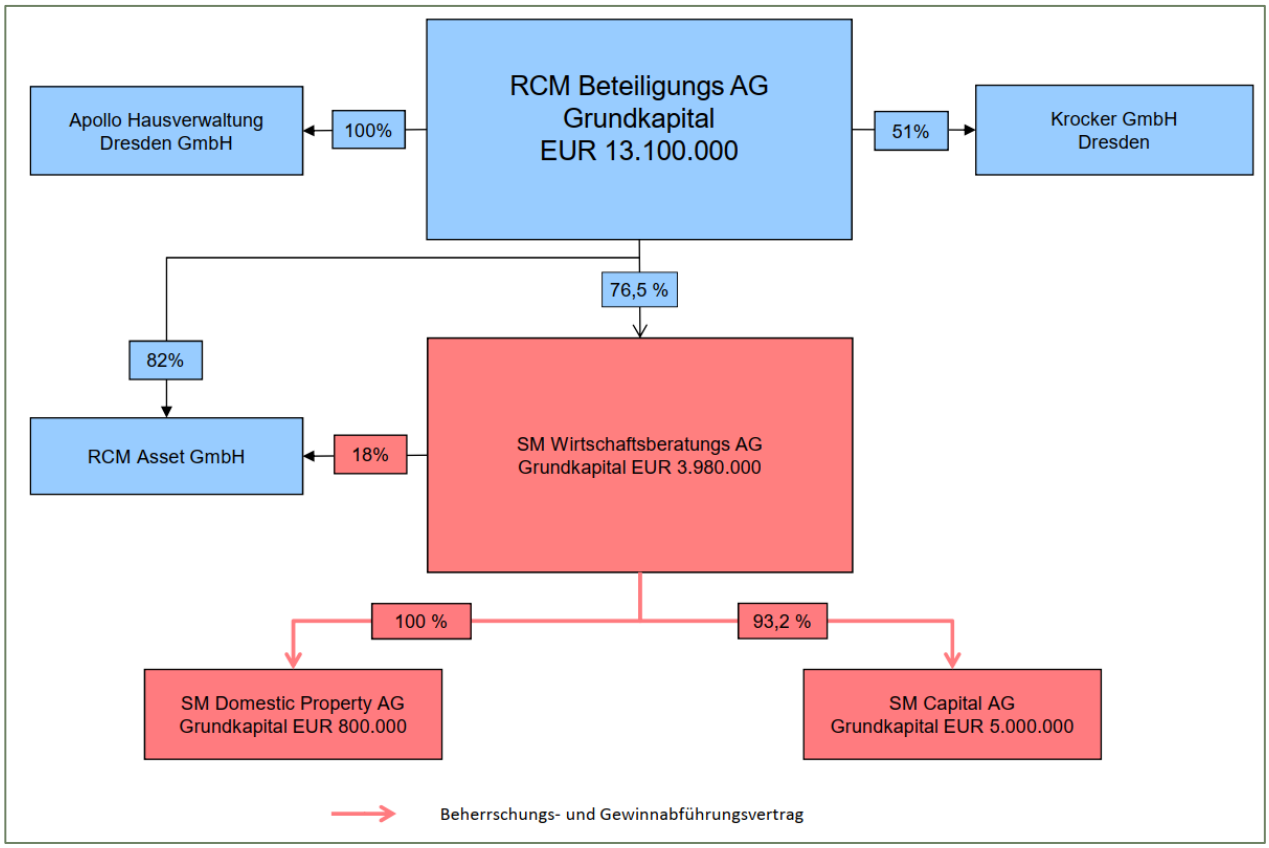
Quelle: Unternehmen

Erfahrenes Team

Geleitet wird das Unternehmen von einem zweiköpfigen Vorstand. Den Vorsitz hat Herr Martin Schmitt inne, einer der beiden Gründer der zum Konzern gehörigen, ebenfalls börsennotierten SM Wirtschaftsberatungs AG (SMW), der Keimzelle der heutigen Gruppe, die die Bereiche Konzernsteuerung, Immobilien, Finanzen, Beteiligungen und IR verantwortet. Für die Ressorts Organisation, Verwaltung, Recht, PR, Controlling und EDV zuständig ist Herr Reinhard Voss, der seit 2007 dem Vorstand angehört. Auch die anderen Schlüsselmitarbeiter weisen sehr lange Betriebszugehörigkeiten auf, auf Nachfrage beziffert der Vorstand diese im Durchschnitt der beiden Kerngesellschaften RCM und SMW auf über 15 Jahre.

Fünf operative Gesellschaften

Der RCM-Konzern besteht derzeit aus fünf operativ tätigen Tochtergesellschaften (siehe Übersicht auf der nächsten Seite). Neben der Konzernmutter, die noch etwa ein Drittel des gesamten Immobilienportfolios hält (sich aber perspektivisch aus dem direkten Immobilienbesitz zurückzieht) und zusammen mit ihren Erlösen aus dem Verkauf von Immobilien im Geschäfts-



Quelle: Unternehmen

jahr 2020 die Hälfte aller Konzernumsätze erzielt hat, spielt vor allem die SM Wirtschaftsberatungs AG eine herausgehobene Rolle. An dieser Gesellschaft, die früher zu den Gründern der RCM Beteiligungs AG gehört hatte, hält RCM eine Beteiligung von 76,5 Prozent, die in den letzten Jahren immer weiter erhöht wurde. Über SMW hält RCM Anteile an zwei Gesellschaften, die im Besitz von Teilen des Immobilienportfolios sind (bzw. – in einem Fall – bis zu diesem Frühjahr waren). Weitere aktive Konzerneinheiten sind die hundertprozentige Tochter Apollo Hausverwaltung, die nahezu alle Immobilien des Portfolios verwaltet und diese Dienstleistung auch an Dritte vermarktet, sowie die 51-prozentige Beteiligung Krocker GmbH, die ihren Geschäftsschwerpunkt im Bereich von Baudienstleistungen und in der ganzheitlichen Betreuung von Immobilienobjekten hat. Auf die Krocker GmbH entfällt auch ein Großteil (19) der Mitarbeiter des Konzerns, weitere vier Mitarbeiter sind in der Hausverwaltung (Apollo) tätig, während die Kerngesellschaften RCM und SMW mit lediglich acht Mitarbeitern (inkl. Vorstand) auskommen. Vervollständigt wird das Organigramm durch die Asset GmbH, in der aus steuerlichen Gründen Minderheitsanteile an erworbenen Immobilien gehalten werden.

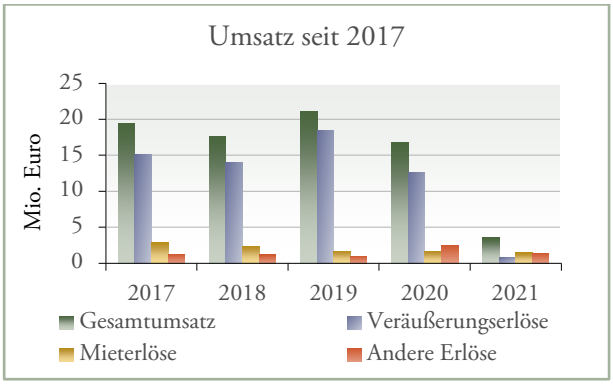
Neuer Fokus auf Gewerbeimmobilien

Viele Details zum Immobilienportfolio werden von RCM nicht veröffentlicht. Zum Ende des letzten Geschäftsjahres umfasste es Objekte mit einer Fläche von 20,85 Tsd. qm, die bei einem Leerstand von weniger als 5 Prozent zu einer Durchschnittsmiete von 6,70 Euro je qm vermietet waren. Bilanziell umfasste das Immobilienvermögen zum 31.12. einen Wert von 18,0 Mio. Euro, nahezu gleichmäßig aufgeteilt auf das Anlage- und das Umlaufvermögen. Allein 4,5 Mio. Euro davon entfielen auf eine vollvermietete Kühl- und Logistikhalle in der Nähe von Stuttgart, die im ersten Quartal 2022 für 6,65 Mio. Euro veräußert wurde. Bei den übrigen Immobilien handelt es sich überwiegend um Gewerbeimmobilien. Auf Nachfrage

spricht das Unternehmen von fünf Projekten, die das Portfolio derzeit im Wesentlichen prägen. Wohnimmobilien, die früher das Portfolio dominiert haben, sind nur noch in Restbeständen vorhanden. Unverändert liegt der regionale Fokus der Immobilienaktivitäten in Dresden bzw. im Dresdner Umland, im kleineren Ausmaß ist RCM auch in der Region Stuttgart aktiv.

Umfassende Verkäufe

Mit der aktuellen Größe erreicht das Immobilienportfolio nur noch einen Bruchteil der früheren Ausdehnung. Mitte 2008 lag die kombinierte Portfoliofläche von RCM und SMW (die erst ein Jahr später in den Konzern konsolidiert wurde) bei über 80 Tsd. qm. Angesichts des rasanten Preisanstiegs im Immobilienmarkt hat RCM aber in den letzten Jahren die Strategie verfolgt, die aufgebauten stillen Reserven schrittweise zu realisieren und die Investitionen auf opportunistische Projekte mit besonderem Wertsteigerungspotenzial zu konzentrieren. Dementsprechend waren die Abschlüsse der letzten Jahre von hohen Verkaufserlösen geprägt, die sich zwischen 2017 und 2021 auf über 61 Mio. Euro summierten. Diesen Desinvestitionsprozess hat RCM nach eigenen Angaben 2020 weitgehend abgeschlossen, weswegen im letzten Jahr nur noch einzelne Restanten veräußert wurden, so dass der Umsatzbeitrag aus Immobilienverkäufen mit 0,7 Mio. Euro stark rückläufig war.



Quelle: Unternehmen

Sinkende Mieterlöse

Durch den fortschreitenden Abverkauf der Immobilien haben sich die Mieterlöse in den letzten Jahren schrittweise reduziert. Wurden damit noch 2017 rund 3 Mio. Euro erzielt, betrug ihr Beitrag im letzten Geschäftsjahr knapp 1,5 Mio. Euro. Weitere Umsätze, die sich letztes Jahr auf knapp 1,4 Mio. Euro belaufen haben, erzielt RCM mit Dienstleistungen im Bereich der Hausverwaltung und vor allem mit der Betreuung von Immobilienprojekten durch die Tochter Krocker.

Hohe Finanzerträge

Da RCM die mit dem Verkauf der Immobilien freigesetzten Mittel teilweise in Finanzanlagen reinvestiert hat, sind die regelmäßigen Zuflüsse aus solchen Anlagen (Zinsen und Dividenden) in den letzten Jahren umgekehrt proportional zu den sinkenden Mieterlösen deutlich angestiegen. In Summe der letzten sechs Jahre wurden damit Einnahmen in Höhe von 3,7 Mio. Euro erzielt, hinzu kamen 0,6 Mio. Euro aus Beteiligungen, 0,3 Mio. Euro aus Zinserträgen sowie ein Überschuss der bei der Auflösung von Finanzanlagen realisierten Gewinne (über die realisierten Verluste) in Höhe von 4,1 Mio. Euro.

Aktien und Anleihen

Das Wertpapierportfolio, mit dem diese Erträge erzielt werden, hatte Ende letzten Jahres einen bilanziellen Wert von fast 14 Mio. Euro. Hiervon wurden 9,8 Mio. Euro als Wertpapiere des Anlagevermögens geführt, wovon rund zwei Drittel (6,5 Mio. Euro) in Anleihen und der Rest in Aktien und in außerbörslichen Beteiligungen investiert ist. Bezüglich der Aufteilung der Wertpapiere des Umlaufvermögens sind keine Details veröffentlicht, doch grundsätzlich legt RCM im Rahmen der Anlagepolitik einen Schwerpunkt auf hohe und verlässliche Rückflüsse, weswegen hochverzinsliche Unternehmensanleihen und dividendenstarke Blue Chips eine wichtige Rolle spielen. Opportunistisch werden aber auch Anteile an Nischenwerten oder vorbörsliche Beteiligungen erworben.

Marktumfeld

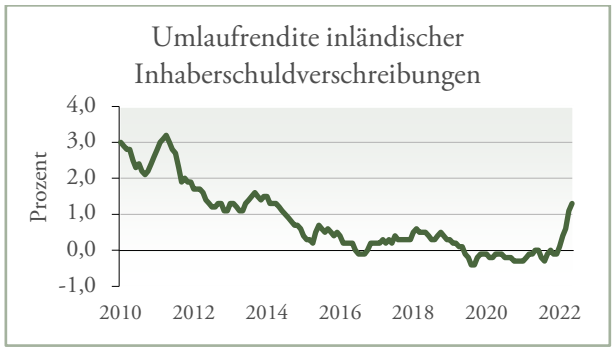
Langjähriger Boom

Der deutsche Immobilienmarkt hat in den letzten Jahren einen kräftigen Boom durchlaufen, der von einer vorteilhaften demographischen Entwicklung (Bevölkerungswachstum und vor allem steigende Zahl der Haushalte), einem robusten Wirtschaftswachstum und insbesondere von einem anhaltend sehr niedrigen Zinsniveau getrieben wurde. So lag nach Angaben der Bundesbank der Effektivzins für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Frühjahr 2021, im Tiefpunkt der Zinsentwicklung, im Durchschnitt aller Zinsbindungsfristen bei 1,22 Prozent. Zum Vergleich: Nach der Jahrtausendwende waren Zinssätze deutlich oberhalb von 5 Prozent üblich. Das Tief der Wohnungsbaukredite spiegelt das anhaltende Tief der Leitzinsen wider. So liegt der Hauptrefinanzierungszins der EZB seit März 2016 bei 0,0 Prozent, die Einlagefazilität, also der Zins, zu dem Banken Liquidität kurzfristig bei der EZB „parken" können, liegt seit 2014 im negativen Bereich und seit 2019 bei -0,5 Prozent.

Quelle: Bundesbank

Zinswende unterwegs

Angesichts der massiv erhöhten Inflation ändert sich das Zinsumfeld derzeit deutlich. Nachdem die amerikanische Zentralbank ihre geldpolitische Wende bereits vor längerer Zeit eingeleitet hat, hat die EZB nun angekündigt, im Juli die erste Zinserhöhung durchführen zu wollen und im Laufe des Jahres mindestens eine weitere folgen zu lassen. Die Marktzinsen haben bereits rascher reagiert. Der Effektivzins für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte hat sich allein zwischen dem Jahreswechsel und März um 30 Basispunkte auf 1,69 Prozent erhöht, was wegen der niedrigen Ausgangsbasis einer Verteuerung der Finanzierungskosten um über 20 Prozent entspricht. Noch deutlicher hat die Umlaufrendite reagiert. Lag sie noch im Dezember bei -0,1 Prozent, wird für Mai von der Bundesbank ein Wert von 1,3 Prozent gemeldet, das höchste Niveau seit April 2014.

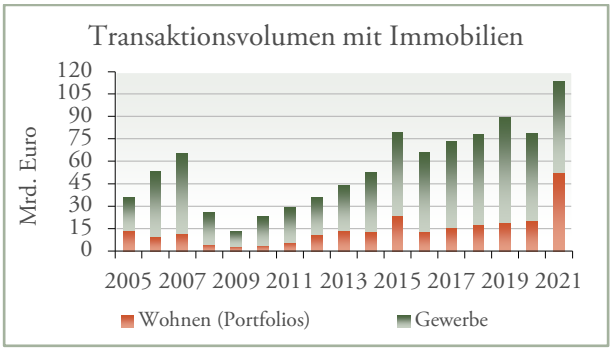


Quelle: Bundesbank

Investorennachfrage noch ungebrochen

Das anhaltende Zinstief war die zentrale Ursache des Investorenansturms auf deutsche Immobilien, gelten sie mit ihren positiven Renditen und vergleichsweise begrenzten Risiken doch als eine attraktive Anlage in einem Umfeld mit negativen Anleihenzinsen. Ein verlässlicher Indikator für das Investoreninteresse ist das Volumen der Immobilientransaktionen. Dieses hat sich nach Angaben von Ernst & Young (Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt Deutschland 2022) im Bereich der Gewerbeimmobilien seit 2009 von 10,1 Mrd. Euro auf über 70 Mrd. Euro im Jahr 2019 mehr als versiebenfacht, und auch in den letzten beiden Jahren wurden mit jeweils rund 60 Mrd. Euro hohe Transaktionsvolumina erreicht, die hauptsächlich angebotsseitig beschränkt waren. Noch stärker war die Transaktionsdynamik bei Wohnimmobilien, die von Werten unterhalb von 5 Mrd. Euro Ende der

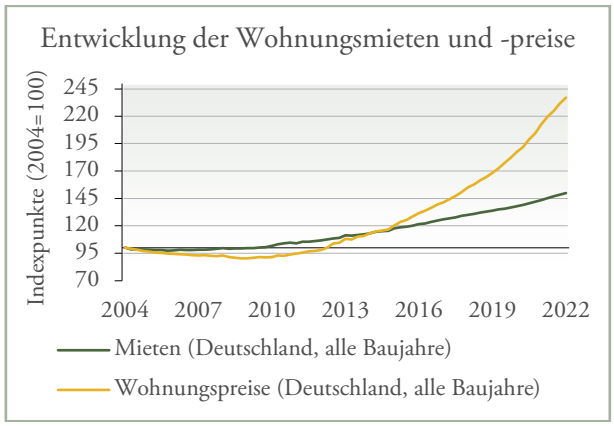
Nullerjahre bis 2020 auf 20,3 Mrd. Euro gestiegen sind. Letztes Jahr wurden wegen der Übernahme von Deutsche Wohnen durch Vonovia sogar 53 Mrd. Euro erreicht – ein Wert, der für lange Zeit unübertroffen bleiben dürfte. Doch auch korrigiert um diese Transaktion summierte sich das Transaktionsvolumen mit 29,4 Mrd. Euro auf einen neuen Rekordwert. Auch im ersten Quartal hat der Transaktionsmarkt für deutsche Immobilien trotz der starken inflationären Tendenzen, der unsicheren geopolitischen und gesamtwirtschaftlichen Lage und der sich abzeichnenden Zinswende noch keine Schwäche gezeigt. Die Marktexperten von JLL Research berichten für den Zeitraum Januar bis März von Immobilientransaktionen in Deutschland in Höhe von 23,8 Mrd. Euro, 43 Prozent mehr als vor einem Jahr und nach dem Q1 2020 (27,9 Mrd. Euro) der stärkste Jahresauftakt der letzten fünf Jahre. Allerdings war im ersten Quartal eine deutliche Anteilsverschiebung erkennbar: während das Volumen der Transaktionen mit Wohnimmobilien um 40 Prozent auf 4,5 Mrd. Euro abnahm, gab es in der Kategorie Büro einen Anstieg um 172 Prozent auf 10,9 Mrd. Euro. Kräftig zugelegt haben auch die Transaktionen mit Logistikimmobilien, die sich auf 3,9 Mrd. Euro verdoppelt haben (Quelle: JLL Research: Investmentmarktüberblick Deutschland | 1. Quartal 2022; andere Abgrenzung als bei Ernst & Young).



Quelle: Ernst & Young

Mieten steigen weiter

Die starke Nachfrage nach deutschen Immobilien gibt es aber nicht nur am Kapitalmarkt, sondern auch realwirtschaftlich. Während im Wohnimmobilienbereich vor allem demographische Faktoren wie der hohe positive Wanderungssaldo – sowohl nach Deutschland als auch innerhalb des Landes in die Großstädte – und die abnehmende durchschnittliche Haushaltsgröße für einen zusätzlichen Bedarf sorgen, war es bei den Gewerbeimmobilien die bis zum Ausbruch der Corona-Krise seit zehn Jahren solide wirtschaftliche Entwicklung. Abzulesen sind diese Trends zum Beispiel an steigenden Wohnungsmieten, die im bundesdeutschen Durchschnitt seit Anfang 2010 um 47,8 Prozent auf zuletzt 8,96 Euro pro Quadratmeter zugelegt haben (Quelle: empirica-Immobilienpreisindex I/2022). Auch bei den Wohnungsmieten und -preisen war im ersten Quartal noch keine Abflachung zu erkennen, vielmehr setzten sich die Aufwärtstrends sowohl im Vergleich mit dem ersten Quartal 2021 als auch gegenüber den letzten drei Monaten 2021 ungebremst fort: Die Wohnungsmieten erhöhten sich gegenüber dem Vorquartal um 1,1 Prozent und im Vorjahresvergleich um 4,4 Prozent, während die Kaufpreise um 2,4 bzw. um 11,5 Prozent zulegten.

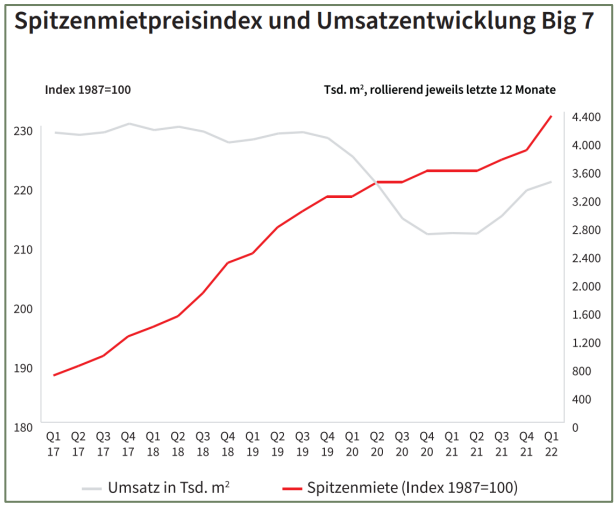


Quelle: Empirica

Starke Büronachfrage

Auch die Büromieten sind in den letzten Jahren stetig gestiegen, nach Angaben des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) beträgt der kumulierte Zuwachs zwischen 2010 und 2021 mehr als ein Drittel. Nach einer kurzen Abkühlung Mitte 2021 scheint sich der Anstieg weiter fortzusetzen, für das erste Quartal 2022 signalisiert der vdp-Index ein Wachstum der Büromieten (im Vorjahresvergleich) um 1,6 Prozent. Auch die Statistik von JLL über die Entwicklung der Spitzenmieten an den Top-7-Bürostandorten in Deutschland, die für das erste Quartal einen Anstieg um 4,2 Prozent (im Vorjahresvergleich) aus-

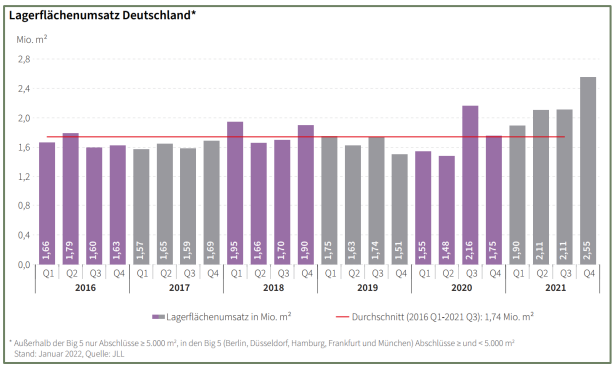
weist, deutet auf eine anhaltende Preisdynamik hin. Allerdings verweisen die Marktanalysten auf deutliche Unterschiede je nach Lage und Ausstattung der Objekte. Auch der Flächenumsatz, also die neu vermietete Bürofläche, hat die Erholung nach dem Corona-Einbruch fortgesetzt und sich in den ersten drei Monaten 2022 um 16 Prozent erhöht (Quelle: JLL Research: Büromarktüberblick, Big 7 | 1. Quartal 2022).



Quelle: JLL Research: Büromarktüberblick

Krisengewinner Logistikimmobilien

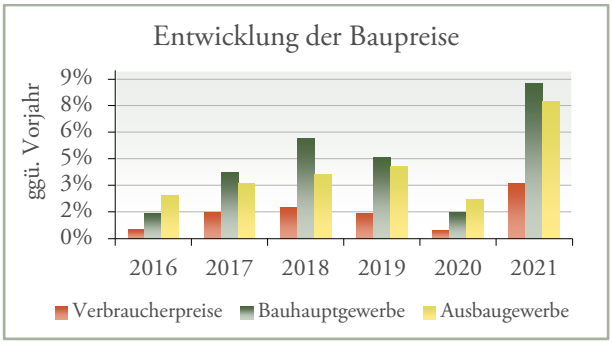
Eine Assetklasse, die von der Pandemie wie auch von der aktuellen geopolitischen Lage profitiert, sind die Logistikimmobilien. Denn einerseits hat Corona für einen kräftigen Schub beim E-Commerce gesorgt, der sich nach Angaben des Bundesverbandes Paket & Logistik 2020 in einem elfprozentigen Anstieg des Sendungsvolumens auf 4,05 Mrd. Sendungen bemerkbar gemacht hat (Quelle: KEP – Studie 2021), und andererseits haben die Störungen der internationalen Lieferketten und die anhaltenden Lieferengpässe viele Unternehmen die Themen Zwischenlager, Nearshoring oder Produktionsrückverlagerung neu bewerten lassen. Da sich diese Trends fortsetzten dürften (so wird in der KEP-Studie ein weiteres Wachstum des Sendungsvolumens bis auf 5,68 Mrd. im Jahr 2025 erwartet), steigt die Nachfrage nach geeigneten Logistikimmobilien. Diese zeigt sich sowohl im Flächenumsatz, der sich im letzten Jahr um ein Viertel auf 8,7 Mio. qm erhöht hat, als auch in dem überdurchschnittlichen Wachstum des Transaktionsvolumens mit Logistikimmobilien, das sich im ersten Quartal auf 3,7 Mrd. Euro verdoppelt hat. Eine deutliche Aufwärtsdynamik zeigen auch die Mieten, die zwar in Berlin und Köln 2021 im Vorjahresvergleich unverändert waren, in den anderen Logistik-Hotspots aber teils deutliche Zuwächse verzeichneten, die bis 9,1 Prozent in Düsseldorf reichten (Quelle: JLL Research: Logistik- und Industriemarktüberblick). Trotzdem sind die Spitzenrenditen in keiner anderen Nutzungsart im letzten Jahr so stark gesunken wie bei Logistikimmobilien, was auf eine starke Preisdynamik hinweist. Nach Angaben von JLL lag die aggregierte Nettoanfangsrendite in den Big-7-Städten im ersten Quartal bei 2,96 Prozent und damit 42 Basispunkte bzw. 12,4 Prozent tiefer als vor einem Jahr.



Quelle: JLL Research: Logistik- und Industriemarktüberblick

Baupreise mit hoher Dynamik

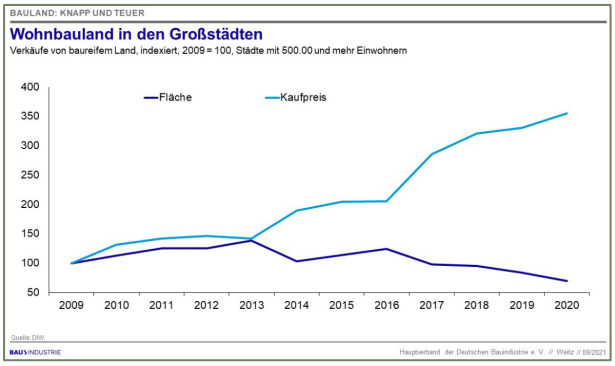
Die hohe Nachfrage nach Wohnungen, Büros etc. hat die Bauaktivitäten in Deutschland in den letzten Jahren stark beflügelt. So sind nach Angaben des Statistischen Bundesamtes die Bauinvestitionen zwischen 2015 und Ende 2021 um 42 Prozent auf 414 Mrd. Euro gewachsen. Allein letztes Jahr betrug der Zuwachs neun Prozent, was größtenteils auf Preiseffekte zurückzuführen ist. Diese haben 2021 ihren ohnehin stark steigenden Trend, der 2020 infolge der Pandemie nur kurz abgeflacht war, noch einmal deutlich beschleunigt. Für das Bauhauptgewerbe meldet das Statistische Bundesamt einen Preisanstieg um 8,8 Prozent, das Ausbaugewerbe blieb mit 7,7 Prozent nur geringfügig dahinter. Zum Vergleich: die Verbraucherpreise haben sich in Deutschland 2021 um 3,1 Prozent erhöht.



Quelle: Hauptverband der deutschen Bauindustrie

Bauland als Engpass

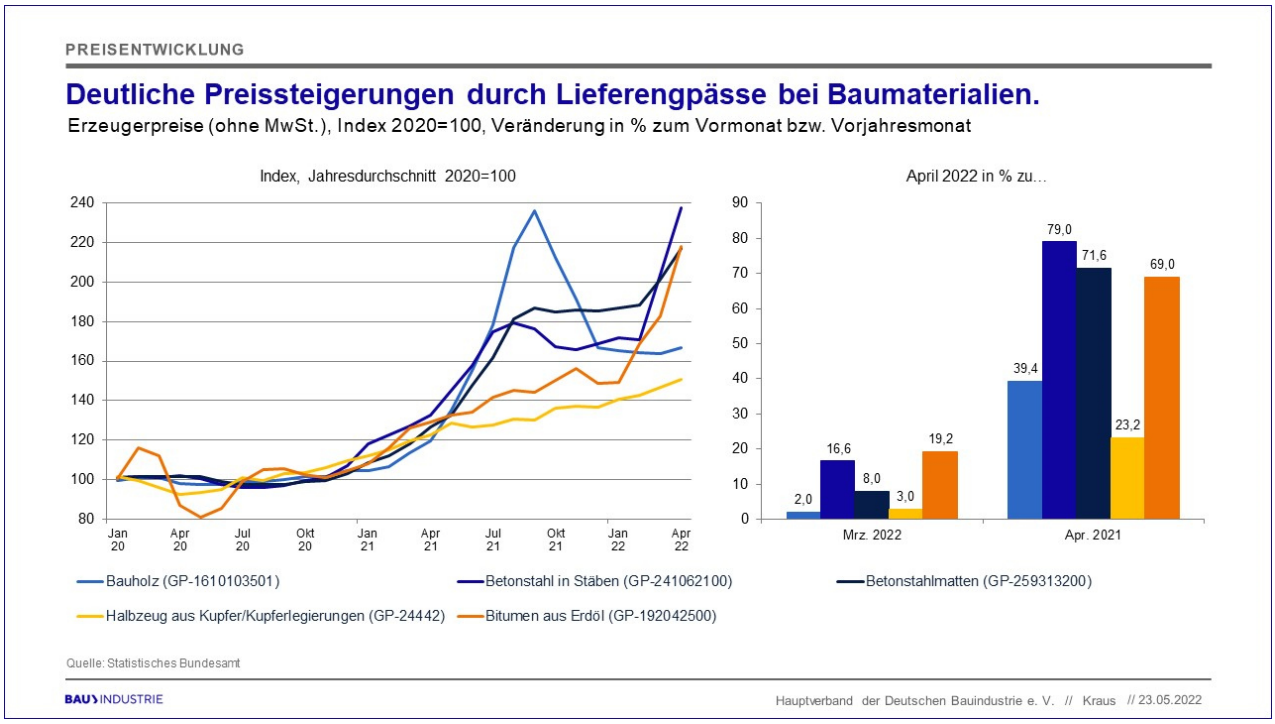
Als wichtigste Bremse und zentraler Kostentreiber gilt die Knappheit an verfügbarem Bauland, gerade in den Metropolen. Dementsprechend hat sich baureifes Bauland im Bundesdurchschnitt zwischen 2009 und 2020 um 63 Prozent auf 199 Euro pro qm verteuert, in Städten mit mehr als 500 Tsd. Einwohnern hat sich der Preis sogar mehr als verdreifacht, auf 1.213 Euro pro qm. Wie knapp die verfügbare Fläche ist, zeigt die Tatsache, dass es trotz der rasanten Preissteigerung nicht gelingt, das Angebot auch nur konstant zu halten. In den Großstädten wurden 2020 3,6 Mio. Quadratmeter Bauland verkauft, der niedrigste Wert seit Jahrzehnten und fast ein Drittel weniger als noch 2010.



Quelle: Hauptverband der deutschen Bauindustrie

Hohe Kostensteigerungen

Die steile Entwicklung der Baulandpreise ist der wichtigste, aber nicht der einzige Grund für die rasch steigenden Baupreise. Auch die Lohn- und Materialkosten zeigten in den letzten Jahren steile Aufwärtstrends: So haben sich die Arbeitskosten in der Bauwirtschaft zwischen 2015 und 2019 um knapp 18 Prozent erhöht, diesen Anstieg 2020 trotz Corona mit einem ermäßigten Tempo (0,3 Prozent) fortgesetzt und letztes Jahr wieder deutlich auf +3,5 Prozent beschleunigt



Quelle: Hauptverband der deutschen Bauindustrie

(Statistisches Bundesamt, Arbeitskostenindex, jeweils Indexwerte des vierten Quartals). Eine deutlich höhere Dynamik weisen die Materialpreise auf, die sich bereits im letzten Jahr massiv verteuert hatten und in diesem Jahr vor allem durch den Krieg in der Ukraine, aber auch durch fehlende Transport- und Produktionskapazitäten, einen erneuten Schub erfahren haben. Wichtige Vorprodukte wie Betonstahl in Stäben, Betonstahlmatten oder Bitumen kosten derzeit rund 70 Prozent mehr als vor einem Jahr, gegenüber dem Durchschnittspreis des Jahres 2020 belaufen sich die Aufschläge auf bis zu 140 Prozent (siehe Abbildung auf der vorhergehenden Seite). Nach Angaben des Hauptverbands der deutschen Bauindustrie sind durch die Kombination aus massiv steigenden Preisen und Lieferengpässen die Budgets und Zeitpläne vieler Bauprojekte gefährdet. Inzwischen häufen sich auch die Pressemeldungen über aufgeschobene oder aufgegebene Bauvorhaben, da nicht nur die Bauherren die neuen Risiken scheuen, sondern auch Bauunternehmen angesichts der kaum kalkulierbaren Materialkosten von der Abgabe von Angeboten absehen (Quelle: Hauptverband der deutschen Bauindustrie: Preissteigerungen bei Baumaterialien bekommen durch den Ukraine-Krieg einen weiteren Schub.; sowie: Baustopp für viele Projekte nicht ausgeschlossen).

Politische Einflussnahme nimmt zu

Vor allem im Bereich der Wohnimmobilien wird das Marktumfeld in den letzten Jahren zudem durch politische Interventionen gestört, mit denen die Politik versucht, auf die vor allem in den Metropolen zu beobachtende Wohnungsknappheit und Verteuerung der Mieten zu reagieren. Das prominenteste Instrument ist die Mietpreisbremse, mit der der Anstieg der Miete bei Wiedervermietung auf maximal 10 Prozent über das ortsübliche Niveau begrenzt wird. Ein weiterer Eskalationsschritt war der vom Berliner Abgeordnetenhaus beschlossene und inzwischen vor dem Bundesverfassungsgericht gescheiterte Mietendeckel, mit dem die Mieten für rund 1,5 Mio. Berliner Mietwohnungen bis 2022 auf dem Stand des 18.06.2019 eingefroren, die anschließenden Mieterhöhungen stark gedeckelt und Umlagemöglichkeiten von Modernisierungskosten begrenzt wurden. Auch wenn das Gesetz für verfassungswidrig erklärt wurde, gibt es in der Politik signifikante Bestrebungen, eine bundesweite Regelung mit ähnlichem Inhalt zu beschließen, in der Öffentlichkeit werden sogar weitergehende Maßnahmen wie die Enteignung großer Wohnungsunternehmen diskutiert. Auch die Umwandlung von Mietwohnungen in Eigentumswohnungen ist ins Visier der Politik geraten. Nach der Bestimmung sogenannter Milieuschutzgebiete (in Berlin) und der Ausdehnung der Inanspruchnahme der behördlichen Vorkaufsrechte wurde mit dem Baulandmobilisierungsgesetz die Möglichkeit geschaffen, in sogenannten Regionen mit angespannten Wohnungsmärkten die Umwandlung von Miet- in Eigentumswohnungen zeitlich begrenzt (bis 2025) deutlicher zu beschränken. Die wachsende Interventionsfreude der Politik mit zunehmend marktschädlichen Instrumenten stellt perspektivisch einen ernstzunehmenden Risikofaktor für Immobilienunternehmen dar.

Strategie

Kontinuität als Trumpf

Im Immobilien- und Beteiligungsgeschäft spielen eine fundierte Expertise und ein gutes Kontaktnetzwerk eine wichtige Rolle. Da RCM in diesem Geschäft bereits seit Jahrzehnten aktiv ist, konnte das Unternehmen einen großen Fundus an Marktkenntnis, operativer Expertise und Kontakten aufbauen. Auch intern besteht eine große Kontinuität sowohl im Vorstand als auch im Kernteam, was nicht nur die internen Abläufe vereinfacht, sondern auch für eine Verlässlichkeit nach Außen sorgt. Den letztgenannten Aspekt sieht das Unternehmen als eine zentrale Wettbewerbsstärke, die durch einen zuverlässigen und fairen Umgang mit Partnern und Kunden bewusst gepflegt wird, und die sich unter anderem in einem guten Zugang zu attraktiven Investitionsopportunitäten auszahlt.

Starker regionaler Fokus

Im Immobiliengeschäft wird der Vorteil der sehr guten Marktkenntnis durch die Konzentration auf Dresden zusätzlich verstärkt, wo RCM (bzw. SMW) bereits seit 2005 aktiv ist. Dadurch kennt das Unternehmen den dortigen Immobilienmarkt inzwischen sehr genau und kann selbst auf Mikrolagenebene die Potenziale und Risiken der Grundstücke gut einschätzen. Auch verfügt das Unternehmen dort inzwischen über eine langjährige Erfahrung in der Zusammenarbeit mit wichtigen Marktakteuren (andere Immobilienbesitzer, Wohnungsgesellschaften, Politik, Verwaltung, Handwerksbetriebe etc.), was die Akquisition, die Planung und die Umsetzung von Projekten erleichtert.

Antizyklisches Investitionsverhalten

Ein zentrales Element der RCM-Strategie ist das Bestreben, Trends und Entwicklungen frühzeitig zu erkennen und sich antizyklisch zu positionieren. So hat das Unternehmen mit dem Aufbau der Immobilienbestände in Ostdeutschland schon kurz nach der Jahrtausendwende angefangen – und damit lange, bevor der große Investorenansturm auch diese Asset-Klasse erfasste. Dementsprechend früh hat RCM mit Verweis auf die rasant steigenden Preise und die zunehmende Regulierungsdichte schon vor einigen Jahren begonnen, die im Immobilienvermögen aufgebauten stillen Reserven schrittweise zu realisieren.

Ausbau des Portfolios steht an

Durch diesen strategischen Rückzug hat RCM in den letzten Jahren eine sehr hohe Liquidität aufgebaut (die größtenteils am Kapitalmarkt angelegt wurde), mit der sich das Unternehmen sehr gut für die nächste Investitionsphase gewappnet hat, die es angesichts der nun wieder steigenden Zinsen und der spürbaren Teuerung im Baubereich nun als angebrochen sieht. Dementsprechend soll das Immobilienportfolio nach dem mehrjährigen Schrumpfungsprozess nun wieder schrittweise ausgebaut werden, wobei der Akquisitionsschwerpunkt aktuell im Bereich von Logistik- und Spezialimmobilien liegt.

Konzentration auf Sondersituationen

Allerdings sieht RCM derzeit noch nicht den Zeitpunkt für eine breit angelegte Investitionsoffensive gekommen, vielmehr will sich das Unternehmen auf attraktive Investitionsopportunitäten konzentrieren, die sich in den nächsten Monaten verstärkt aus den schwieriger werdenden Rahmenbedingungen ergeben könnten. So geht der Vorstand davon aus, dass in den nächsten Quartalen zu aggressiv geplante oder finanzierte Immobilienprojekte zunehmend in Bedrängnis geraten und in den Verkauf gelangen könnten.

Geschwindigkeit und Flexibilität

Um bei solchen Opportunitäten zum Zuge zu kommen, sind neben dem guten Marktzugang auch flexible Strukturen hilfreich, die rasche Entscheidungen und deren Umsetzung ermöglichen. Mit dem kleinen, eingespielten Team, der guten Vernetzung und der fundierten Marktkenntnis verfügt RCM über die er-

forderlichen Voraussetzungen, um die sich bietenden Chancen ergreifen zu können.

Finanzielle Unabhängigkeit

Zu diesen Voraussetzungen zählt auch die finanzielle Unabhängigkeit. Mit der hohen Eigenkapitalquote und dem komfortablen Liquiditätspolster kann RCM auch finanziell sehr flexibel agieren und auch kurzfristig Engagements eingehen.

Finanzerträge als Ergebnisreserve

Gleichzeitig versetzen die umfangreichen Finanzanlagen und die darin steckenden stillen Reserven RCM in die Lage, die eigene Ergebnisentwicklung im gewissen Umfang zu steuern und zu glätten. Dadurch wurde in den letzten Jahren einer der zentralen Nachteile des Beteiligungs- und Immobilienprojektgeschäfts, die hohe Ertragsvolatilität, zumindest reduziert. Ob dies angesichts der Turbulenzen an den Kapitalmärkten auch in Zukunft gelingt, bleibt abzuwarten, doch im bisherigen Jahresverlauf ist es RCM gelungen, die im Zuge der russischen Aggression in der Ukraine erforderlich gewordenen Wertpapierabschreibungen durch Erträge aus Immobilien- und Beteiligungsverkäufen zu kompensieren.

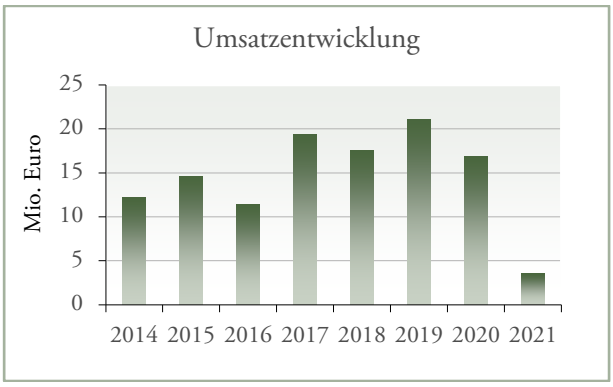
Verlässlicher Dividendenzahler

Die gute Ertragslage und die komfortable Bilanzausstattung nutzt RCM auch für die eigene Positionierung als verlässlicher Dividendenzahler. Zwischen 2017 und 2019 hat RCM eine konstante Dividende von 6 Cent je Aktie ausgezahlt, die für das sehr gewinnstarke Jahr 2020 auf 7 Cent je Aktie erhöht wurde. Auch für das letzte Geschäftsjahr wurde diese Höhe vorgeschlagen, was bezogen auf den aktuellen Aktienkurs einer Dividendenrendite von 3,4 Prozent entspricht. Darüber hinaus haben die Aktionäre in den vergangenen Jahren von umfangreichen Aktienrückkäufen profitiert, wobei die erworbenen Aktien teilweise eingezogen (zuletzt im Jahr 2020 im Volumen von 0,9 Mio. Euro) und teilweise als Gegenleistung im Rahmen der Anteilskonsolidierung im Konzern (0,5 Mio. Aktien im Jahr 2021) verwendet wurden.

Finanzen

Hohe Umsatzvolatilität

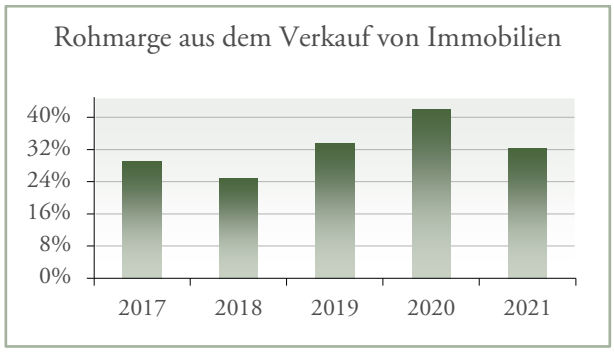
Der Umsatz von RCM hängt hochgradig von der Entwicklung der Erlöse aus dem Verkauf von Immobilien ab, deren Anteil am Gesamtumsatz im Durchschnitt der letzten acht Jahre bei 68 Prozent gelegen hat. Da diese Erlöse sehr volatil sind, ist auch die Entwicklung des gesamten Umsatzes starken Schwankungen unterworfen. Allein in den letzten drei Jahren erstreckte sich die Spanne zwischen 21,1 Mio. Euro im Jahr 2019 und 3,6 Mio. Euro im Jahr 2021. Neben den Verkaufserlösen erzielt RCM Einnahmen aus der Vermietung, die in den letzten Jahren in Folge der intensiven Verkaufsaktivitäten aus dem Portfolio kontinuierlich abgenommen haben. Wurden Mitte des letzten Jahrzehnts noch jährliche Mieterlöse von rund 3,6 Mio. Euro erzielt, waren es letztes Jahr nur noch knapp 1,5 Mio. Euro. Leicht aufwärtsgerichtet war schließlich die trendmäßige Entwicklung der Dienstleistungserlöse, die im Durchschnitt der letzten acht Jahre 1,2 Mio. Euro und im letzten Jahr knapp 1,4 Mio. Euro zum Umsatz beigetragen haben.



Quelle: Unternehmen

Hohe Verkaufsmargen

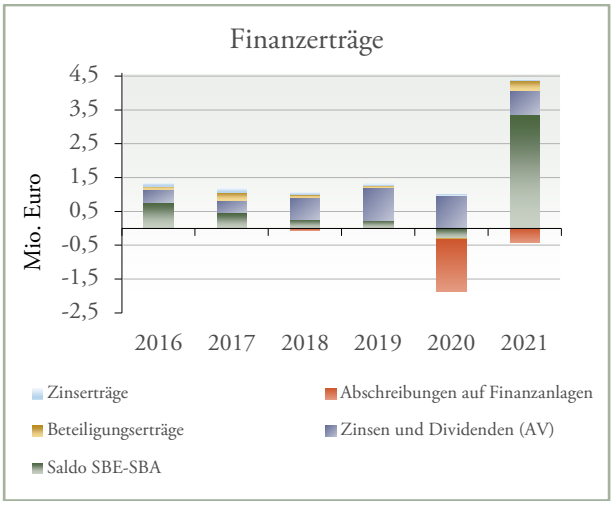
Mit den Verkaufserlösen konnte RCM in den letzten Jahren hohe Margen erwirtschaften, worin sich die Kombination der langen Verweildauer der Objekte im Portfolio, der an ihnen in dieser Zeit vorgenommenen Aufwertungsmaßnahmen und der steil aufwärtsgerichteten Preisentwicklung auf dem Immobilienmarkt bemerkbar gemacht hat. Bezogen auf den Verkaufsumsatz hat RCM in den letzten fünf Jahren eine Marge zwischen 25 und 42 Prozent erwirtschaftet, im Durchschnitt dieser Periode lag sie bei 32 Prozent. Sehr profitabel ist auch das Vermietungsgeschäft, in dem RCM in den letzten Jahren nach Abzug der direkten Bewirtschaftungskosten eine Vermietungsmarge (als Relation des Vermietungsergebnisses zu den Vermietungserlösen) von durchschnittlich 85 Prozent erzielen konnte.



Quelle: Unternehmen

Wichtige Rolle der Finanzerträge

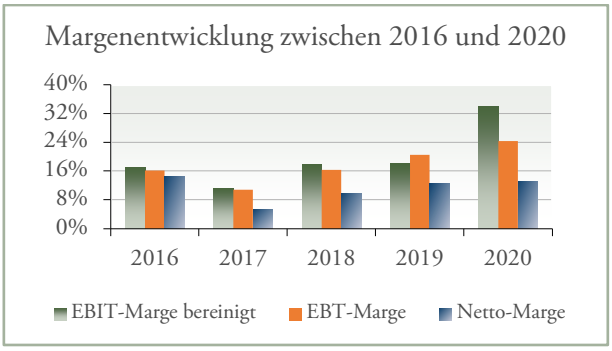
Durch die Wiederanlage der Verkaufserlöse am Kapitalmarkt hat RCM in den letzten Jahren signifikante Erträge aus Aktien und Anleihen erzielt, die mit Ausnahme des Jahres 2020, als sich eine erhöhte Risikovorsorge in hohen Abschreibungen auf die Finanzanlagen belastend ausgewirkt hatte, regelmäßig für einen positiven Ergebnisbeitrag gesorgt haben. Die Summe aus den erhaltenen Zinsen und Dividenden auf die Finanzanlagen des Anlagevermögens, dem Saldo der realisierten Gewinne und Verluste aus Finanzanlagen, die im sonstigen betrieblichen Aufwand bzw. Ertrag gebucht werden, der Zins- und Beteiligungserträge und der Abschreibungen auf Finanzanlagen schwankte zwischen 2016 und 2019 um die Marke von 1 Mio. Euro, rutschte wegen der erwähnten höheren Abschreibungen 2020 einmalig mit -0,9 Mio. Euro ins Minus, um sich im letzten Geschäftsjahr wieder auf fast 4 Mio. Euro zu erhöhen.



Quelle: Unternehmen

Hohe Profitabilität

Bei stabilen Personalkosten, die seit Jahren um 1,7 Mio. Euro schwanken, und moderaten sonstigen Kosten, die zuletzt im Gleichschritt mit dem Abbau des Portfolios sogar deutlich reduziert wurden, konnte RCM die hohen Umsatzerlöse und Finanzerträge der letzten Jahre in eine beachtliche Profitabilität ummünzen. Auf bereinigter EBIT-Ebene (ohne die SBA- und SBE-Effekte aus Finanzgeschäften) lag die Marge im Schnitt der Jahre 2016 bis 2020 (2021 war wegen der fast vollständigen Abwesenheit von Verkaufserlösen auf dieser Ebene deutlich negativ ausgefallen) bei knapp 20 Prozent. Dank der hohen Finanzerträge lag auch die EBT-Marge dieser fünf Jahre trotz der darin einfließenden Kosten für die Immobilienkredite mit 17,6 Prozent nur geringfügig darunter. Durch die fortschreitende Tilgung der Kredite hat sich die Vorsteuermarge zudem in den letzten Jahren stetig erhöht. Auf der Nettoebene profitiert die Ergebnisentwicklung schließlich von der niedrigen Steuerbelastung der Ergebnisse, die vor allem auf drei Ursachen zurückzuführen ist: Zum einen werden die Dividenden und Zinserträge lediglich mit der Zinsabschlagsteuer belastet. Außerdem verfügt der Konzern bei SMW noch über erhebliche Verlustvorträge, die noch aus der Zeit des Neuen Marktes stammen und mit denen die Steuerbelastung der Gewinne im Teilkonzern SMW deutlich reduziert werden kann. Und zu guter Letzt sind Gewinne aus Beteiligungsverkäufen weitgehend steuerfrei.



Quelle: Unternehmen

Kräftiger Umsatzrückgang in 2021

Da RCM die Phase der intensiven Immobilienverkäufe 2020 beendet hat, weicht die letzte Geschäftsperiode deutlich von dem Muster der vorangegangenen Jahre ab. Der größte Unterschied war der Rückgang der Erlöse aus dem Verkauf von Immobilien, die gegenüber 2020 um 94 Prozent auf nur noch 0,7 Mio. Euro abnahmen. Da auch die übrigen Umsatzarten rückläufig waren (Mieterlöse wegen des kleineren Portfolios und die anderen Erlöse wegen einer im Vorjahr einmalig vereinnahmten hohen Provision aus der Vermittlung einer großen Immobilientransaktion), erreichte der Umsatz 2021 mit 3,6 Mio. Euro lediglich 21 Prozent des Vorjahreswertes.

Geschäftszahlen	2020	2021	*Änderung*
Umsatz	16,83	3,55	*-78,9%*
aus Immobilienverkäufen	12,65	0,73	*-94,2%*
aus Vermietung	1,64	1,45	*-11,3%*
aus sonstigen Erlösen	2,54	1,36	*-46,4%*
EBIT	5,41	2,70	*-50,1%*
EBIT-Marge	*32,1%*	*76,0%*	
Vorsteuerergebnis	4,09	2,69	*-34,3%*
Vorsteuermarge	*24,3%*	*75,7%*	
Konzernergebnis	2,22	2,09	*-6,0%*
Nettomarge	*13,2%*	*58,8%*	
Free-Cashflow	8,90	-0,38	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

EBIT schwächer, aber deutlich positiv

Bei einem stabilen Personalaufwand und nur leicht rückläufigen Materialaufwand schlugen die fehlenden

Umsätze deutlich auf das EBIT durch, das sich auf 2,7 Mio. Euro halbierte. Dass es dennoch klar im Plus blieb, war der deutlichen Verbesserung im Saldo der SBE und SBA zu verdanken. Neben Einsparungen bei sonstigen Kosten war diese vor allem auf die massiv erhöhten Gewinne aus dem Verkauf von Finanzanlagen zurückzuführen, die im Vorjahresvergleich um rund 250 Prozent auf 3,8 Mio. Euro zugelegt haben. Maßgeblich dazu beigetragen hat der komplette Verkauf der Position an dem in London gehandelten Rohstoffunternehmen Transsiberian Gold Plc., mit dem ein Gewinn von 1,9 Mio. Euro realisiert wurde.

Zinsen und Abschreibungen niedriger

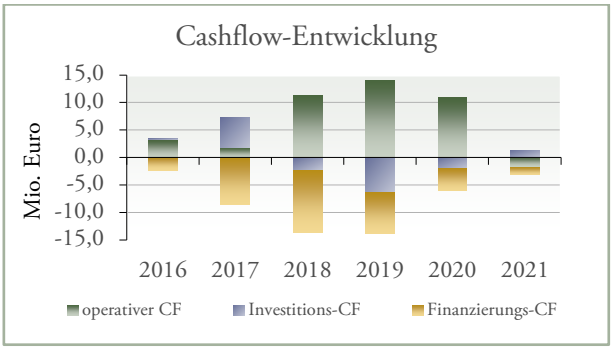
Da zudem die Abschreibungen auf Wertpapiere zur Risikovorsorge gegenüber 2020 wieder um drei Viertel auf 0,4 Mio. Euro abnahmen und der Zinsaufwand in Folge der fortgesetzten Tilgungsleistung weiter gesunken ist, konnte auf der Ebene des EBT der Ergebnisrückgang auf ein Drittel (auf 2,7 Mio. Euro) begrenzt werden.

Nettogewinn stabil

Der Gewinn nach Steuern und Minderheiten blieb sogar mit 2,1 Mio. Euro fast auf dem Vorjahresniveau von 2,2 Mio. Euro, wozu positive Effekte beim Steuerergebnis und beim Minderheitenanteil am Gewinn beigetragen haben. Der letztere hat sich im Vorjahresvergleich halbiert, weil der Ergebnisbeitrag der Tochter SMW, an der ein signifikanter Minderheitenbesitz besteht, 2021 deutlich geringer ausfiel als 2020. Die Ergebniszusammensetzung, die diesmal deutlich stärker von den steuerlich vorteilhaften Zins- und Dividendeneinnahmen und insbesondere von Beteiligungsverkäufen (vor allem Transsiberian Gold) geprägt war, sorgte auch für eine deutlich geringere Steuerbelastung. Diese betrug mit 0,2 Mio. Euro nur ein Fünftel des Volumens aus 2020 und belief sich auf lediglich 8 Prozent des Vorsteuergewinns.

Exzellente Cashflows

Ins Minus gerutscht ist 2021 hingegen der operative Cashflow, der in den drei Jahren zuvor aufgrund der Immobilienverkäufe Überschüsse im zweistelligen Millionenvolumen ausgewiesen hatte. Letztes Jahr fehlten diese größtenteils, während der Gewinn aus dem Verkauf von Finanzanlagen in den Investitions-Cashflow fiel. Zusammen mit der Zunahme von Forderungen und anderer Aktiva des Umlaufvermögens führte dies zu einem operativen Mittelabfluss in Höhe von -1,7 Mio. Euro. Demgegenüber ist der Investitions-Cashflow dank der Wertpapierverkäufe in Höhe von 10,1 Mio. Euro (denen Neuengagements in Höhe von 8,4 Mio. Euro gegenüberstanden) mit +1,4 Mio. Euro positiv ausgefallen. In Summe blieb der Free-Cashflow damit mit -0,4 Mio. Euro zum ersten Mal seit 2013 negativ. Demgegenüber hatte RCM von 2014 bis 2021 sehr hohe Free-Cashflows erwirtschaftet, die sich auf 44 Mio. Euro summierten. Diese hat das Unternehmen für Tilgungen, Zinszahlungen, Dividenden und Aktienrückkäufe genutzt, so dass die Auszahlungen für Finanzierungszwecke in diesem Zeitraum mit 42 Mio. Euro nur geringfügig unter der Summe der Free-Cashflows blieben. Auch im letzten Jahr überwogen im Finanzierungs-Cashflow die Auszahlungen (vor allem für Dividenden und Aktienrückkäufe), so dass sich die bilanzielle Liquidität 2021 insgesamt um 1,8 Mio. Euro auf 4,1 Mio. Euro reduzierte.



Quelle: Unternehmen

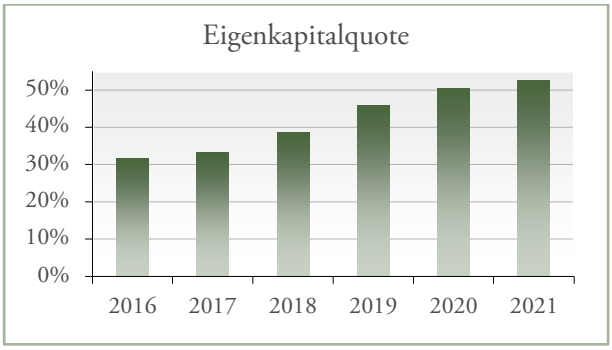
Hohe stille Reserven

Abzüglich der Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 19,7 Mio. Euro beträgt die Nettofinanzverschuldung somit 15,7 Mio. Euro, was bezogen auf das bilanzielle Immobilienvermögen in Höhe von 18,0 Mio. Euro einer LTC-Ratio (Loan to Cost) von 87 Prozent entspricht. Da RCM nach HGB bilanziert und die Immobilien nicht zu Marktwerten, sondern zu fortgeführten Anschaffungskosten ausweist und planmäßig abschreibt, überzeichnet diese Kennzahl die Kreditbe-

lastung des Immobilienportfolios deutlich. So konnte RCM im Durchschnitt der letzten sechs Jahre bei den Immobilienverkäufen Verkaufsgewinne erzielen, die sich auf 50 Prozent der jeweiligen Buchwerte beliefen. Würde man für das bestehende Portfolio vorsichtig nur eine 25-prozentige Marge auf den Buchwert ansetzen, reduziert sich die oben genannte Kennzahl auf unter 70 Prozent.

Kerngesunde Asset-Struktur

In der Gesamtbetrachtung der Bilanz stellt sich die Verschuldungssituation ohnehin sehr komfortabel dar, weil RCM mit dem hohen Wertpapierbestand über einen großen Fundus an liquiden Assets verfügt. Nach dem Immobilienvermögen stellen diese mit 13,9 Mio. Euro (davon etwa zwei Drittel im Anlage- und ein Drittel im Umlaufvermögen) die zweitgrößte Vermögensposition dar und machen 29 Prozent der Bilanzsumme von 47,4 Mio. Euro aus. Aufgrund der HGB-Bilanzierung und der positiven Kapitalmarktentwicklung der vergangenen Jahre haben auch diese Positionen zum Jahreswechsel signifikante stille Reserven enthalten, die in den ersten Monaten 2022 bereits teilweise realisiert wurden (siehe unten). Auf immaterielle Assets entfallen hingegen lediglich 14 Prozent der Bilanzsumme. Diese sind größtenteils Firmenwerte, die im Zuge der schrittweisen Anteilskonsolidierung aktiviert und über 30 Jahre abgeschrieben werden.



Quelle: Unternehmen

Wachsende EK-Quote

Kerngesund ist auch die Kapitalseite der Bilanz, die zur Hälfte vom Eigenkapital gebildet wird. Die Eigenkapitalquote belief sich Ende 2021 auf 53 Prozent und hat sich damit in den letzten sechs Jahren um 21 Prozentpunkte erhöht – trotz der jährlichen Zahlung einer Dividende, die sich für die Jahre 2016 bis 2021 (jeweils Auszahlung für die Vorperiode) auf rund 4 Mio. Euro summierte, und trotz des in diesem Zeitraum durch den Einzug zurückgekaufter Aktien in zwei Schritten von 14,7 auf 13,1 Mio. Euro herabgesetzten Grundkapitals.

Operativ guter Start ins neue Jahr

Das laufende Jahr begann mit einer Erfolgsmeldung. Und zwar konnte RCM den Verkauf einer in den letzten zwei Jahren neu positionierten Spezialimmobilie für Kühllogistik in der Nähe von Stuttgart veräußern. Bei einem Verkaufspreis von 6,65 Mio. Euro konnte damit ein Gewinn von 2,13 Mio. Euro erzielt werden. Aufgrund der bestehenden Verlustvorträge im Teilkonzern SMW, in dem diese Transaktion erfolgt ist, dürfte dieser Ergebnisbeitrag größtenteils steuerfrei vereinnahmt werden. Auch bietet sich durch den Verkauf die Möglichkeit, die Tochtergesellschaft (SM Domestic Property AG), in der diese Immobilie gehalten wurde, zum Jahresende zu liquidieren und damit die Konzernstruktur weiter zu vereinfachen. Ein weiterer Verkauf ist im Beteiligungsgeschäft gelungen. RCM spricht dabei von einer vorbörslichen Beteiligung im Internetbereich, die erst letztes Jahr erworben und nun mit einem Gewinn von 0,6 Mio. Euro veräußert worden ist. Unter der Voraussetzung der rechtzeitigen Erteilung der kartellrechtlichen Genehmigung soll dieser Gewinn noch im zweiten Quartal in die GuV einfließen.

Ukrainekrieg und Börsenschwäche spürbar

Die positive operative Entwicklung wird allerdings von den Auswirkungen der russischen Aggression in der Ukraine überschattet, die sich in teils hohen Kursverlusten im RCM-Portfolio niedergeschlagen hat. Anfang März bezifferte das Unternehmen die Kursverluste auf 3,5 Mio. Euro. Da RCM davon ausgeht, dass diese zumindest teilweise temporärer Natur sind, wurden sie im Anlagevermögen noch nicht komplett erfasst. Die Risikovorsorge im Q1-Abschluss belief sich trotzdem auf 1,5 Mio. Euro, wovon der größte

Teil (1,1 Mio. Euro) Aktien bzw. ADRs russischer Unternehmen betraf, deren Bilanzwert sich infolgedessen auf 0,6 Mio. Euro reduzierte. Keine Wertkorrekturen wurden bezüglich der russischen Staats- und Unternehmensanleihen vorgenommen, die mit rund 2,3 Mio. Euro in der Bilanz stehen. Den Verzicht auf eine Risikovorsorge begründet das Unternehmen mit den bisher unverändert erfolgenden Zinszahlungen.

Q1-Ergebnis mit schwarzer Null

Insgesamt hat RCM im ersten Quartal 7,4 Mio. Euro umgesetzt. Dank des hohen Gewinns aus dem Verkauf der Logistikimmobilie konnten die Abschreibungen auf die Wertpapiere mehr als kompensiert werden, so dass der Vorsteuergewinn mit 0,2 Mio. Euro zwar unter Vorjahr (0,3 Mio. Euro), aber doch im Plus ausgefallen ist. Nach Steuern und Minderheitsanteilen verblieb ein Quartalsgewinn von rund 80 Tsd. Euro, nach 220 Tsd. Euro im Vorjahr.

Equity-Story

Im Zielmarkt fest etabliert

RCM ist im Immobilien- und Beteiligungsgeschäft bereits seit Jahrzehnten aktiv und verfügt dementsprechend über eine umfangreiche Expertise und ein weitverzweigtes Kontakt- und Partnernetzwerk, was die Akquisition und die Umsetzung von Projekten deutlich erleichtert. Im Immobilienmarkt hat sich das Unternehmen seit vielen Jahren auf Dresden konzentriert, weswegen es dort über eine fundierte und detaillierte Marktkenntnis verfügt.

Ausgeprägte Kontinuität

Sowohl in der Unternehmensführung als auch im Mitarbeiter-Team agiert RCM mit einer großen Kontinuität. Das zeugt von guten Führungsstrukturen, sorgt für einen fortgesetzten Aufbau von Erfahrungswissen sowie für eingespielte Prozesse und erhöht die Verlässlichkeit aus Sicht von Kunden und Partnern. Große Kontinuität ist auch im Aktionariat gegeben, das von mehreren langjährigen Investoren, zu denen mit einem großen Anteil auch der Vorstandsvorsitzende gehört, geprägt ist.

Hochprofitabel

In den letzten Jahren hat RCM sehr profitabel gewirtschaftet und im Durchschnitt der Jahre 2016 bis 2020 eine Vorsteuermarge von 17,6 Prozent und eine Nettomarge nach Steuern und Minderheitsanteilen von 11,0 Prozent erwirtschaftet. Im letzten Jahr, in dem bei niedrigen Umsätzen hohe Erträge aus Finanzanlagen realisiert wurden, lag die rechnerische Nachsteuerrendite sogar bei fast 60 Prozent.

Sehr Cashflow-stark

Aufgrund der konservativen HGB-Bilanzierung handelt es sich bei den ausgewiesenen Gewinnen um keine Bucheffekte, sondern um realisierte, mit Zahlungsströmen unterlegte Erträge. Dementsprechend hoch sind die Cashflows. In den letzten fünf Jahren erreichte der Free-Cashflow im Durchschnitt ein Drittel der jeweiligen Umsätze, insgesamt wurde zwischen 2015 und 2021 ein Free-Cashflow von fast 33 Mio. Euro erwirtschaftet, mehr als 70 Prozent der letztjährigen Bilanzsumme.

Hohe Finanzerträge

Neben den sehr profitablen Umsätzen aus Immobilienverkäufen, bei denen RCM im Durchschnitt der letzten Jahre eine Marge auf den Buchwert von rund 50 Prozent erreichen konnte, und den ebenfalls ertragsstarken Mieteinnahmen, profitiert die GuV auch von signifikanten Erträgen aus Finanzanlagen in Anleihen, Aktien und Beteiligungen. Im letzten Jahr, in dem der Verkauf von Immobilien deutlich reduziert wurde, sorgten vor allem die Finanzerträge für den hohen Jahresüberschuss, der im Vorjahresvergleich trotz des deutlich niedrigeren Umsatzes fast unverändert blieb.

Großer Wertpapierbestand

Die hohen Finanzerträge erzielt RCM aus einem großen Bestand an Wertpapieren, Ausleihungen und Beteiligungen, dessen bilanzieller Wert sich Ende des letzten Jahres auf 16,3 Mio. Euro und damit ein Drittel der Bilanzsumme belief. Dieses Volumen wurde in den letzten Jahren schrittweise durch die Reinvestition der Mittel aufgebaut, die durch den Verkauf von Immobilien frei wurden.

Stille Reserven im Immobilienvermögen

Dadurch ist auf der anderen Seite das Immobilienvermögen in den letzten Jahren stetig geschrumpft. Gleichwohl war es Ende 2021 mit 18 Mio. Euro immer noch die größte Vermögensposition. Da es sich hierbei zum großen Teil um Objekte handelt, die sich in einem seit Jahren aufwärtsgerichteten Markt schon länger im RCM-Besitz befinden und in dieser Zeit zudem baulich und kaufmännisch aufgewertet wurden, dürfte das Immobilienportfolio erhebliche stille Reserven enthalten. Die hohen Margen, die in der Ver-

gangenheit mit Immobilienverkäufen erzielt wurden, stützen diese Vermutung.

Hohe, stetig steigende Eigenkapitalquote

Ungeachtet der konservativen Bilanzierung verfügt RCM über eine hohe Eigenkapitalquote von fast 53 Prozent, die in den letzten Jahren trotz der stetigen Dividendenzahlungen und der Aktienrückkäufe (siehe unten) sehr deutlich gesteigert wurde.

Antizyklische Investitionspolitik

Die sehr komfortable Bilanz ist Ausdruck der in den letzten Jahren konsequent verfolgten Desinvestitionsstrategie im Wohnimmobilienbereich, mit der RCM antizyklisch auf den rasanten Preisanstieg reagiert und die zuvor, durch sehr frühzeitige Investitionen, aufgebauten stillen Reserven im großen Umfang realisiert hat. Inzwischen sieht das Unternehmen den Markt am oberen Wendepunkt angekommen und hat die grundsätzliche Desinvestitionsphase für beendet erklärt. Stattdessen sollen im ersten Schritt nun neue Investitionsmöglichkeiten, die sich daraus ergeben könnten, dass manche bisher zu spitz kalkulierte Immobilienprojekte angesichts der sich verschlechternden Rahmenbedingungen (Zinsanstieg, Preisauftrieb bei den Baukosten) erneut auf den Markt kommen könnten, identifiziert und genutzt werden.

Opportunitätsgetriebener Ansatz

Als neuen Investitionsschwerpunkt im Immobilienbereich konzentriert sich RCM nun vor allem auf Gewerbeimmobilien mit Aufwertungspotenzial. Dieses kann in einem optimierten Nutzungskonzept, einer Neuvermietung, oder auch in baulichen Veränderungen oder Erweiterungen bestehen. Besonderes Potenzial sieht das Unternehmen aktuell im Bereich von Spezial- und Logistikimmobilien, insgesamt wird aber ein flexibler Ansatz verfolgt, bei dem nicht die Nutzungsart, sondern das konkrete Potenzial der jeweiligen Immobilie entscheidet.

Lukrative Deals

Dass diese Vorgehensweise erfolgsversprechend ist, konnte RCM gerade zu Beginn des aktuellen Jahres unter Beweis stellen, als eine Immobilie für Kühllogistik, die das Unternehmen in den letzten zwei Jahren neupositioniert hat, für 6,65 Mio. Euro, und damit um fast 50 Prozent über dem Buchwert, verkauft wurde. Auch im Beteiligungsbereich konnte zuletzt ein sehr lukrativer Deal abgeschlossen werden, in dessen Rahmen bei einem vergleichsweise moderaten Kapitaleinsatz innerhalb von nur einem Jahr ein Gewinn von 0,6 Mio. Euro erzielt wurde.

Aktionärsfreundliche Politik

RCM beteiligt seine Aktionäre am Unternehmenserfolg in Form von stabilen Dividenden, die sich seit 2017 auf mindestens 6 Cent je Aktie belaufen haben. Für 2020 wurde die Ausschüttung auf 7 Cent angehoben und auch für das letzte Geschäftsjahr ist eine Dividende in dieser Höhe geplant, was aktuell einer Dividendenrendite von 3,4 Prozent entspricht. Darüber hinaus kauft das Unternehmen kontinuierlich eigene Aktien zurück, die anschließend teils für Zukäufe genutzt, vor allem aber eingezogen werden. Seit 2017 hat sich die Aktienzahl dadurch von 14,7 auf 13,1 Mio. reduziert, von denen sich aber erneut ein signifikanter Teil im Eigenbesitz befindet. Zum Jahreswechsel waren es 9,4 Prozent (in Summe aller Konzerngesellschaften) aller Aktien, seitdem wurden fast 32 Tsd. weitere Stücke zum Durchschnittspreis von 2,10 Euro dazugekauft.

DCF-Bewertung

Erträge schwer prognostizierbar

Einen Großteil der Erträge erzielt RCM mit Immobilientransaktionen sowie mit Beteiligungs- und Wertpapierverkäufen. Damit ist die Erlösstruktur von sehr volatilen und schwer vorhersehbaren Einnahmen geprägt. Darüber hinaus wird die Prognostizierbarkeit dadurch erschwert, dass der von RCM verfolgte opportunitätsgetriebene Investitionsansatz sowohl im Immobilien- als auch im Beteiligungsbereich teilweise Verschwiegenheit und eine rasche Umsetzung erfordert. Demgegenüber ist die Basis an berechenbaren, wiederkehrenden Erlösen wie etwa Mieten nach den massiven Verkäufen der Vorjahre schmal. Um sich dem fairen Wert des Unternehmens zu nähern, haben wir deswegen mehrere vereinfachende Annahmen getroffen, wobei wir uns zur Risikoreduktion um konservative Schätzwerte bemüht haben.

Moderates Wachstum von Mieten und sonstigen Erlösen

Von den drei Umsatzarten, die RCM separat ausweist, haben wir für zwei eine moderat aufwärtsgerichtete Entwicklung unterstellt. Das betrifft zunächst die „anderen Leistungen und Lieferungen", in denen vor allem die Dienstleistungen der Tochter Apollo Hausverwaltung und der Mehrheitsbeteiligung Krocker zusammengefasst sind. Für diese haben wir, ausgehend vom letztjährigen Niveau, für die Zukunft ein stetiges Wachstum um 3 Prozent p.a. unterstellt. Dasselbe Tempo haben wir für die Mieterlöse angenommen, wobei wir das Startniveau aufgrund des diesjährigen Verkaufs der vollvermieteten Logistikimmobilie gegenüber 2021 noch einmal abgesenkt haben. Die unterstellten Zuwächse spiegeln die erwarteten Mietsteigerungen auf der Grundlage eines konstanten Bestandes an Immobilien, die dauerhaft zum Zweck der Mieterzielung gehalten werden, wider.

Wachsendes Vorratsvermögen

Damit folgen wir in den Annahmen der veränderten Strategie des Unternehmens, angesichts der sich ändernden Rahmenbedingungen künftig weniger auf die Bestandshaltung als auf den opportunistischen Ankauf, die Aufwertung und den Wiederverkauf von Gewerbeimmobilien zu setzen. Dies haben wir in einem ab 2022 wieder wachsenden Vorratsvermögen zum Ausdruck gebracht, für das wir, ausgehend von 8,9 Mio. Euro Ende 2021, für den detaillierten Prognosezeitraum einen schrittweisen Anstieg bis auf knapp 24 Mio. Euro Ende 2029 modelliert haben – wobei die stärksten Zuwächse für 2023 und 2024 unterstellt wurden. Auf der Grundlage dieses größeren Immobilienvermögens und einer unterstellten durchschnittlichen Haltedauer von 2,5 Jahren rechnen wir mit Umsätzen aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien, die sich zwischen 2022 und 2029 auf über 12 Mio. Euro fast verdoppeln. Zur Modellvereinfachung haben wir dabei von den Effekten des wachsenden Bestandes an Vorratsimmobilien auf die Mieterträge abstrahiert und damit implizit angenommen, dass die Immobilien in der Phase der Neuausrichtung unvermietet bleiben. Durch diese Annahme werden die Mieterlöse mit hoher Wahrscheinlichkeit unterschätzt, was wir aber als einen Baustein der Risikoreduktion des Schätzmodells bewusst in Kauf nehmen.

Stabiles Finanzportfolio

Für die Finanzierung des wachsenden Vorratsvermögens haben wir die Nutzung der verfügbaren Liquidität und der laufenden Cashflows sowie einen stärkeren Einsatz von Fremdkapital unterstellt, so dass ein Rückgriff auf das bestehende Finanzportfolio (Wertpapiere, Ausleihungen und Beteiligungen) nicht erforderlich war. Dieses haben wir für den gesamten Schätzzeitraum unverändert gelassen und damit angenommen, dass die Zukäufe die Summe aus Verkäufen und Abschreibungen kompensieren. Um die Finanzerträge zu schätzen, die mit diesem Portfolio erzielt werden, haben wir die im Durchschnitt der letzten Jahre erzielte Rendite ermittelt, wobei wir dies für die einzelnen GuV-Positionen (Saldo der SBE und SBA aus Finanzgeschäften, Beteiligungserträge, Erträge aus

Wertpapieren und Ausleihungen und – mit negativem Vorzeichen – die Abschreibungen auf Finanzanlagen) separat durchgeführt haben. Um das Risiko, dass die Erzielung hoher Kursgewinne am Kapitalmarkt in den nächsten Jahren etwas schwieriger werden könnte, zu berücksichtigen, haben wir auf die Vergangenheitsmargen für die Verkaufsgewinne (Saldo SBE und SBA) und Beteiligungserträge zusätzlich hohe Sicherheitsabschläge (bis zu 50 Prozent) vorgenommen.

Verkaufsmarge normalisiert

Auch sonst kalkulieren wir für die nächsten Jahre mit Margen, die teils deutlich unter dem Niveau liegen, das RCM in der Vergangenheit erzielen konnte. Der wichtigste Grund dafür ist die nun unterstellte kürzere Verweildauer der Immobilien im Portfolio, auch dürfte in Zukunft der marktweite Preisanstieg der Immobilien weniger zur Rendite beitragen als in der Vergangenheit. Stattdessen wird sich die Verkaufsrendite vor allem aus der Wertschöpfung durch die Neupositionierung der Immobilien speisen. Konkret bedeutet das, dass wir für die Jahre ab 2023 für die Immobilienverkäufe mit einer Rohmarge (bezogen auf den Buchwert) zwischen 30 und 35 Prozent kalkulieren, während sie im Schnitt der letzten Jahre bei rund 50 Prozent lag. Doch auch das nun unterstellte Niveau stellt keine Selbstverständlichkeit dar und erfordert viel Geschick im Ankauf und in der Neupositionierung der Objekte. Da RCM dies aber in der Vergangenheit zur Genüge unter Beweis gestellt hat, halten wir diese Annahme für gerechtfertigt.

Durchgehend zweistellige EBIT-Marge

Insgesamt ergibt sich aus unseren Annahmen für die nächsten acht Jahre ein modellhafter Geschäftsverlauf mit einem anfangs starken und anschließend moderaten Umsatzwachstum und einer durchgehend zweistelligen EBIT-Marge, die zwischen 2023 und 2029 um ca. 14 Prozent schwankt und zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums bei 15,2 Prozent liegt. Für das laufende Jahr haben wir zusätzliche Annahmen getroffen, in denen wir die bereits bekannten Abschreibungen und Verkäufe berücksichtigt haben. Dementsprechend erwarten wir für 2022 einen kräftigen Umsatzanstieg auf 9,3 Mio. Euro (der bereits größtenteils im ersten Quartal realisiert wurde) sowie im Vergleich mit den Annahmen für die anderen Jahre überdurchschnittlich hohe Erträge aus dem Beteiligungsbereich (der angekündigte Verkauf einer Internetbeteiligung) und Abschreibungen auf Wertpapiere, die wir über das bisher schon vorgenommene Niveau hinaus auf 2,0 Mio. Euro angehoben haben. Kumuliert ergibt sich daraus die Erwartung eines deutlichen Gewinnrückgangs von 2,49 Mio. Euro im Vorjahr auf 0,47 Mio. Euro.

Terminal Value

Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Geschäftsjahre 2022 bis 2029 zeigt die Tabelle auf der nächsten Seite (darin enthalten die Zeilen EBIT und EBIT-Marge zusätzlich die Finanzerträge), detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Zur Ermittlung des Terminal Value für den Zeitraum ab 2029 setzen wir das EBIT des Jahres 2029 an und kalkulieren auf dessen Grundlage mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir auf 5,8 Prozent (das entsprecht dem Durchschnittswert in Deutschland; Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Kombination mit einem Betafaktor von 1,3, in dem der erratische Charakter des Großteils der Erlöse zum Ausdruck kommt, einem Zielfremdkapitalanteil von 60 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 25 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 5,2 Prozent.

Kursziel: 2,50 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 5,2 Prozent) ergibt sich aus die-

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	9,28	8,17	10,76	12,84	14,62	14,94	15,21	15,43
Umsatzwachstum		-11,9%	31,6%	19,3%	13,9%	2,2%	1,8%	1,5%
EBIT-Marge*	35,0%	25,0%	24,2%	23,9%	23,6%	23,3%	23,0%	22,9%
EBIT*	**3,25**	**2,05**	**2,60**	**3,07**	**3,45**	**3,48**	**3,51**	**3,53**
Steuersatz	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,55	0,35	0,44	0,52	0,59	0,59	0,60	0,60
NOPAT	**2,70**	**1,70**	**2,16**	**2,55**	**2,86**	**2,89**	**2,91**	**2,93**
+ Abschreibungen & Amortisation	0,59	0,59	0,58	0,58	0,57	0,57	0,56	0,56
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Operativer Brutto Cashflow	3,29	2,29	2,74	3,12	3,44	3,45	3,47	3,49
- Zunahme Net Working Capital	-1,48	-4,85	-3,80	-3,27	-0,51	-0,42	-0,32	-0,22
- Investitionen AV	-1,13	-0,02	-0,04	-0,05	-0,05	-0,04	-0,03	-0,02
Free Cashflow	**0,68**	**-2,58**	**-1,10**	**-0,19**	**2,87**	**3,00**	**3,12**	**3,25**

SMC Schätzmodell
** inkl. der Finanzerträge*

sen Annahmen nach Abzug des Minderheitenanteils ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 30,4 Mio. Euro bzw. 2,53 Euro je Aktie (auf Basis von 12,0 Mio. im Umlauf befindlicher Aktien, ohne den Eigenbesitz), woraus wir das Kursziel von 2,50 Euro ableiten. Gegenüber dem aktuellen Kurs sehen wir somit ein Aufwärtspotenzial von über 20 Prozent.

Überdurchschnittliches Schätzrisiko

Dieses Potenzial geht unseres Erachtens mit einem überdurchschnittlichen Schätzrisiko einher, das wir mit fünf von sechs möglichen Risikopunkten bewerten. Denn die Erträge aus dem Verkauf von Immobilien und Finanzanlagen sind volatil und damit für einzelne Jahre schwer zu prognostizieren. Im geglätteten Mehrjahresdurchschnitt hat das RCM-Team zwar schon eindrucksvoll bewiesen, dass es in der Lage ist, dauerhaft hohe Erträge zu erwirtschaften, was die Unsicherheit bei längerfristiger Betrachtung wieder reduziert, doch aktuell befindet sich das Geschäftsmodell in einem Übergang von der Abverkaufsphase der letzten Jahre zu einer neuen Investitionsphase, die zudem mit der thematischen Fokusverlagerung von Wohn- auf Gewerbeimmobilien einhergeht. Dadurch sehen wir das Schätzrisiko aktuell doch erhöht, weswegen wir die eingangs genannte Einstufung mit fünf Punkten für angemessen halten.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 1,40 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 6,2 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 5,69 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
4,2%	5,69	4,56	3,78	3,22	2,79
4,7%	4,37	3,62	3,07	2,66	2,33
5,2%	3,46	2,93	**2,53**	2,21	1,96
5,7%	2,80	2,41	2,11	1,86	1,65
6,2%	2,30	2,00	1,76	1,57	1,40

Fazit

Die RCM Beteiligungs AG hat sich auf das Immobilien- und Beteiligungsgeschäft spezialisiert und ist auf diesen Gebieten seit mehreren Jahrzehnten aktiv. Das wichtigste Asset von RCM ist das erfahrene und seit vielen Jahren eingespielte Team, das in der Vergangenheit ein gutes Gespür gezeigt hat, um potenzialträchtige Entwicklungen und Opportunitäten zu identifizieren und zu nutzen.

Unter anderem hat RCM schon sehr früh auf das Thema Wohnimmobilien gesetzt und ein großes Portfolio aufgebaut, dessen Abverkauf mitten im Boom der letzten Jahre die Erzielung von sehr hohen Gewinnen ermöglicht hat. Dementsprechend beachtlich sehen die Margen- und Cashflow-Zahlen der letzten Jahre aus: Zwischen 2016 und 2020 hat RCM eine durchschnittliche Vorsteuermarge von 17,6 Prozent erwirtschaftet. Gleichzeitig wurde in Summe der letzten fünf Jahre ein Free-Cashflow-Überschuss von 33 Mio. Euro erzielt, mehr als 70 Prozent der aktuellen Bilanzsumme.

Allerdings sind die Erträge von RCM hochvolatil, auch wurde in den letzten Jahren ein großer Teil der zuvor aufgebauten stillen Reserven realisiert. Inwiefern die bisherige Entwicklung auch für die Zukunft erwartet werden kann, ist daher fraglich, zumal das Marktumfeld sowohl im Immobilienbereich als auch an der Börse anspruchsvoller wird.

RCM hat bereits die Strategie im Immobilienbereich angepasst und setzt den Fokus nun stärker auf die Akquisition und Neupositionierung von Gewerbeimmobilien mit Aufwertungspotenzial. Dass dieser Ansatz funktioniert, konnte bereits mit einer sehr lukrativen Transaktion dokumentiert werden. Auch sehen wir vor dem Hintergrund der umfassenden Expertise und des beeindruckenden Track-Records des Teams allen Grund zu der Annahme, dass es RCM auch in Zukunft gelingen wird, die reichlich vorhandenen Mittel mehrwertschöpfend einzusetzen.

Auf der Grundlage dieser Basisannahme sehen wir den fairen Wert der RCM-Aktie derzeit bei 2,50 Euro und damit signifikant oberhalb des aktuellen Kurses. Allerdings sind unsere Schätzungen wegen der Eigenheiten des Geschäftsmodells und der aktuellen Übergangsphase, in der sich das Unternehmen befindet, mit einem erhöhten Schätzrisiko behaftet. Aus der Kombination des deutlichen Kurspotenzials und des erhöhten Schätzrisikos ergibt sich in unserem Bewertungsschema das Urteil „Speculative Buy“, das wir zum Start der Coverage vergeben.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	28,09	27,63	27,14	26,68	26,24	25,80	25,36	24,91	24,46
1. Immat. VG	6,65	6,33	6,03	5,72	5,41	5,10	4,80	4,49	4,18
2. Sachanlagen	9,27	9,11	8,94	8,79	8,65	8,52	8,39	8,24	8,10
3. Finanzanlagen	12,18	12,18	12,18	12,18	12,18	12,18	12,18	12,18	12,18
II. UV Summe	19,32	19,48	24,56	29,78	35,03	36,10	37,06	37,93	38,70
1. Vorratsvermögen	8,87	10,38	15,25	19,08	22,37	22,91	23,35	23,69	23,94
2. Wertpapiere	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16
PASSIVA									
I. Eigenkapital	25,76	25,38	25,92	26,59	27,31	27,84	28,27	28,59	28,79
II. Rückstellungen	1,14	1,16	1,19	1,21	1,24	1,26	1,29	1,31	1,34
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
2. Kurzfristiges FK	16,05	16,09	20,13	24,19	28,25	28,33	28,40	28,48	28,55
BILANZSUMME	**47,45**	**47,13**	**51,74**	**56,49**	**61,30**	**61,93**	**62,45**	**62,87**	**63,18**

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	3,55	9,28	8,17	10,76	12,84	14,62	14,94	15,21	15,43
Gesamtleistung	3,19	9,35	8,25	10,83	12,91	14,69	15,02	15,29	15,51
Rohertrag	2,31	4,08	3,35	3,96	4,49	4,93	5,01	5,08	5,14
EBITDA	3,71	2,65	1,44	1,99	2,45	2,83	2,85	2,88	2,90
EBIT	3,10	2,06	0,85	1,41	1,88	2,26	2,29	2,31	2,34
EBT	3,09	0,65	0,94	1,25	1,44	1,51	1,38	1,25	1,12
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,87	0,54	0,78	1,04	1,20	1,25	1,14	1,04	0,93
JÜ	2,49	0,47	0,58	0,78	0,90	0,94	0,86	0,78	0,70
EPS	0,19	0,04	0,05	0,06	0,07	0,08	0,07	0,06	0,06

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	-1,74	0,65	-3,56	-2,26	-1,58	1,23	1,22	1,20	1,19
CF aus Investition	1,36	-1,13	-0,02	-0,04	-0,05	-0,05	-0,04	-0,03	-0,02
CF Finanzierung	-1,40	-0,92	3,76	3,64	3,52	-0,72	-0,72	-0,72	-0,72
Liquidität Jahresanfa.	5,85	4,07	2,67	2,84	4,18	6,07	6,53	6,98	7,43
Liquidität Jahresende	4,07	2,67	2,84	4,18	6,07	6,53	6,98	7,43	7,87

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	-78,9%	161,2%	-11,9%	31,6%	19,3%	13,9%	2,2%	1,8%	1,5%
Rohertragsmarge	65,0%	44,0%	41,0%	36,8%	34,9%	33,7%	33,5%	33,4%	33,3%
EBITDA-Marge	104,5%	28,6%	17,6%	18,5%	19,1%	19,4%	19,1%	18,9%	18,8%
EBIT-Marge	87,4%	22,2%	10,4%	13,1%	14,6%	15,4%	15,3%	15,2%	15,2%
EBT-Marge	87,1%	7,0%	11,4%	11,6%	11,2%	10,3%	9,2%	8,2%	7,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	70,2%	5,0%	7,1%	7,2%	7,0%	6,4%	5,7%	5,1%	4,5%

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.

I) 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 Studienerstellung 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 Studienerstellung 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 Studienerstellung 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 14.06.2022 um 9:40 Uhr fertiggestellt und am 14.06.2022 um 10:15 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
keine			

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 Meinungsaussagen 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 übernommenen, 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.