

NEUE STUDIE VON KIRCHHOFF CONSULT  
HAMBURG, 6. FEBRUAR 2018

# KIRCHHOFF STIMMUNGSINDIKATOR IMMOBILIEN-AKTIEN

## ANALYSTEN ERWARTEN EIN GUTES JAHR FÜR IMMOBILIEN-AKTIEN

**Grundstimmung mit 21,4 Punkten optimistischer als im Vorjahr**

**Perspektiven für Gewerbe mit 37,5 Punkten deutlich positiver als für Wohnen**

**Gewerbeimmobilien-Aktien machen weiter Boden gegenüber Wohnimmobilien-Aktien gut**

Die Hamburger Agentur für Finanz- und Unternehmenskommunikation Kirchhoff Consult AG hat deutsche Immobilienanalysten nach ihrer Einschätzung zur Kursentwicklung deutscher Immobilien-Aktien befragt. Die Untersuchung wurde zum zweiten Mal durchgeführt und umfasst die kurz- und mittelfristige Entwicklung von deutschen Immobilien-Aktien. Dabei werden die beiden Segmente „Wohnen“ und „Gewerbe“ gesondert untersucht. Die Auswertung der zwischen dem 3. Januar und 16. Januar durchgeführten Umfrage

berücksichtigt die Antworten von 14 Immobilienanalysten in Deutschland. Damit verzeichnete der „Kirchhoff Stimmungsindikator Immobilien-Aktien“ erneut eine sehr gute Resonanz.

Die befragten Analysten blicken demnach optimistisch in das neue Jahr. Die Grundstimmung erreichte 21,4 Punkte auf einer Skala von -100 bis +100 (siehe Abbildung 1). Dies ist eine deutliche Steigerung gegenüber der Erhebung von September 2017 mit 9,1 Punkten. Wie im Vorjahr zeigte sich ein großer Unterschied bei der Betrachtung der einzelnen Asset-Klassen. Zwar werden die Aussichten für Wohnen mit 12,5 Punkten besser beurteilt als bei der letzten Erhebung (2017: 4,5 Punkte), aber der Abstand zu Gewerbe bleibt groß. In diesem Segment werden die Entwicklungsaussichten mit 37,5 Punkten (2017: 29,5 Punkten) dreimal so positiv eingeschätzt.

STUDIENFAZIT: GEWERBE SCHLÄGT WOHNEN

### GEWERBEIMMOBILIEN-AKTIEN MACHEN AUCH IN Q1-2018 DAS RENNEN UND SCHNEIDEN DREIMAL BESSER AB ALS WOHNIMMOBILIEN-TITEL.

ABBILDUNG 1:  
KIRCHHOFF STIMMUNGSINDIKATOR IMMOBILIEN-AKTIEN | ALLGEMEINES STIMMUNGSBILD

Angaben in Punkten auf einer Skala von -100 bis +100



## GEWERBEIMMOBILIEN-AKTIEN AKTUELL MIT BESSERER PERFORMANCE

Die Umfrageergebnisse passen in das Bild, das sich am Kapitalmarkt bei Immobilien-AGS zeichnet. Immobilien-Aktien zeigen sowohl kurzfristig als auch langfristig eine positive Entwicklung (SIEHE TABELLE 1). In den vergangenen drei Jahren sind die Aktien der zehn größten deutschen börsennotierten Immobilienbestandshalter um durchschnittlich 59 Prozent gestiegen. Auch das Plus von 16 Prozent in den vergangenen sechs Monaten bestätigt die gute operative Entwicklung der Unternehmen. Immobilienbestandshalter profitierten in den letzten Jahren von einer starken Konjunktur, steigenden Mieteinnahmen, höheren Immobilienwerten und niedrigen Finanzierungskosten. Dabei zeigt der Gewerbeinvestment-Markt aktuell die stärkste Dynamik.

Bei einer näheren Betrachtung der Kursentwicklung zeigen sich Unterschiede bei der Entwicklung der Segmente Wohnen und Gewerbe. Während Wohnimmobilien-Aktien langfristig eine stärkere Performance aufweisen (36M: 70 Prozent vs. 43 Prozent), schneiden Gewerbeimmobilien-Aktien kurzfristig besser ab (6M: 18 Prozent vs. 15 Prozent). Diese Entwicklung zeigte sich bereits bei der Erhebung im Vorjahr. Allerdings war hier der Abstand zwischen Wohnimmobilien- und Gewerbeimmobilien-Aktien mit sechs Prozentpunkten noch doppelt so groß. Dazu passt, dass auch bei der Analystenbefragung der Abstand zwischen Wohn- und Gewerbeaktien zurückgegangen ist. Dennoch bleibt der Trend bestehen: Gewerbeimmobilien-Aktien zeigen aktuell eine bessere Performance als Wohnimmobilien-Aktien.

„AUF DEM GEWERBEIMMOBILIENMARKT ERWARTE ICH EIN LEICHTES WACHSTUM IN DEN BEREICHEN BÜRO UND LOGISTIK. DAS RETAIL-SEGMENT STEHT VOR DER HERAUSFORDERUNG DER FORTSCHREITENDEN DIGITALISIERUNG UND DER STEIGENDEN BEDEUTUNG VON E-COMMERCE. AUCH BEI GEWERBEIMMOBILIEN-AKTIEN SEHE ICH EIN LEICHTES POTENZIAL GEGENÜBER DEM VORJAHR, ABER DAS WACHSTUM DIFFERENZIERT SICH. FÜR ANLEGER KOMMT ES NOCH STÄRKER ALS IM VERGANGENEN JAHR AUF DIE AUSWAHL DER RICHTIGEN TITEL AN.“

Ellis Acklin, Immobilienanalyst, First Berlin

TABELLE 1:  
PERFORMANCE DEUTSCHER UND ÖSTERREICHISCHER IMMOBILIEN-  
AKTIENGESELLSCHAFTEN | TOP 10 NACH MARKTKAPITALISIERUNG

IMMOBILIEN UNTERNEHMEN	ASSET KLASSE	MARKET CAP.	AKTIEN- KURS <sup>1</sup>	EPRA NAV <sup>2</sup>	NAV- UPSIDE	PERFORMANCE		
						6M <sup>3</sup>	12M <sup>3</sup>	36M <sup>3</sup>
VONOVIA	WOHNEN	19,26 MRD. €	40,84 €	33,53 €	18 %	18 %	35 %	51 %
DEUTSCHE WOHNEN	WOHNEN	12,71 MRD. €	36,58 €	31,55 €	14 %	10 %	20 %	82 %
AROUNDTOWN	GEWERBE	6,18 MRD. €	6,53 €	6,20 €	5 %	35 %	59 %	76 %
LEG IMMOBILIEN	WOHNEN	5,84 MRD. €	94,40 €	74,59 €	21 %	15 %	28 %	49 %
GRAND CITY	WOHNEN	3,11 MRD. €	19,26 €	18,60 €	3 %	9 %	13 %	58 %
TAG IMMOBILIEN	WOHNEN	2,34 MRD. €	16,20 €	11,85 €	27 %	18 %	32 %	48 %
DEUTSCHE EUROSHOP	GEWERBE	1,98 MRD. €	32,64 €	43,24 €	-32 %	-7 %	-15 %	-16 %
ADO PROPERTIES	WOHNEN	1,98 MRD. €	45,46 €	39,51 €	13 %	20 %	38 %	134 %
ALSTRIA	GEWERBE	1,93 MRD. €	12,77 €	11,50 €	10 %	9 %	9 %	16 %
HAMBORNER REIT	GEWERBE	0,79 MRD. €	9,95 €	9,51 €	4 %	9 %	12 %	17 %
<b>MITTELWERT</b>	<b>GESAMT</b>				<b>9 %</b>	<b>16 %</b>	<b>26 %</b>	<b>59 %</b>
<b>MITTELWERT</b>	<b>WOHNEN</b>				<b>16 %</b>	<b>15 %</b>	<b>28 %</b>	<b>70 %</b>
<b>MITTELWERT</b>	<b>GEWERBE</b>				<b>-6 %</b>	<b>18 %</b>	<b>25 %</b>	<b>43 %</b>

<sup>1</sup> Schlusskurs zum 16. Januar 2018 | XETRA

<sup>2</sup> unverwässerter EPRA NAV je Aktie | Unternehmensangaben

<sup>3</sup> Schlusskurse | XETRA

## ANALYSTEN OPTIMISTISCH BEI DER ENTWICKLUNG DEUTSCHER IMMOBILIEN-AKTIEN

Die befragten Analysten zeigen sich optimistisch hinsichtlich der Entwicklung deutscher Immobilien-Aktien (SIEHE ABBILDUNG 2). Insgesamt überwiegen klar die positiven Faktoren, sodass die befragten Analysten bei Bestandshaltern weiter steigende Immobilienwerte und Mieterlöse erwarten, wenn auch mit verlangsamtem Tempo im Vergleich zu den beiden Vorjahren.

Das **kurzfristige Szenario** bildet die Analystenerwartungen für die nächsten drei Monate ab. Insgesamt werden die Entwicklungsperspektiven positiver eingeschätzt als im Vorjahr. Das zeigt sich auch beim Stimmungsindeksator, der sich

gegenüber dem Vorjahr auf 21,4 Punkte mehr als verdoppelt hat (2017: 9,1 Punkte). Dabei gehen 50 Prozent (2017: 36 Prozent) der befragten Analysten von leicht steigenden Kursen aus. Lediglich sieben Prozent (2017: 18 Prozent) erwarten sinkende Kurse.

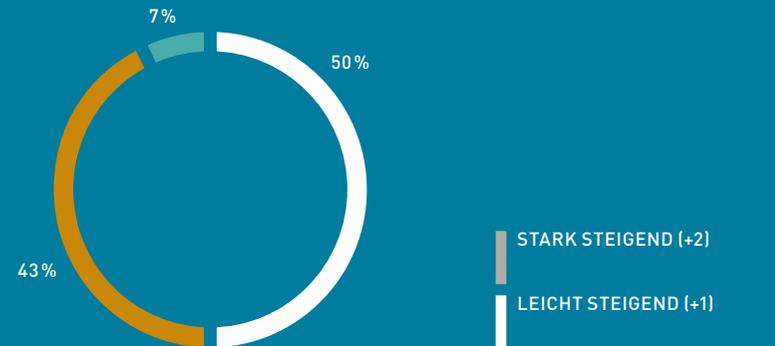
Das **mittelfristige Szenario** umfasst einen Zeitraum von zwölf Monaten. Auch hier erreicht der Stimmungsindeksator 21,4 Punkte und konnte gegenüber dem Vorjahr (2017: 9,1 Punkte) deutlich zulegen. Auffallend ist, dass sich kaum ein Unterschied zum kurzfristigen Szenario zeigt.

„WIR ERWARTEN EIN GUTES JAHR FÜR IMMOBILIEN-AKTIEN. DIE ANGEBOTSKNAPPHEIT AM HÄUSERMARKT UND DER SEHR GUTE ARBEITSMARKT BLEIBEN DIE DOMINIERENDEN PREISTREIBER. BEI WEITER STEIGENDEN KAUFPREISEN UND SINKENDEN MIETRENDITEN DÜRFTEN POTENZIELLE KÄUFER AUS DEM MARKT GEDRÄNGT WERDEN. DAS GILT VIELLEICHT SOGAR EHER IN B- UND C-STÄDTEN.“

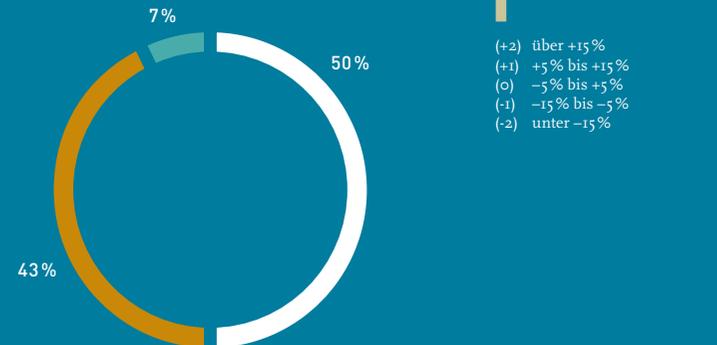
Stefan Scharff, Geschäftsführer und Immobilienanalyst bei src Research

ABBILDUNG 2:  
KIRCHHOFF STIMMUNGSINDIKATOR IMMOBILIEN-AKTIEN |  
GESAMTEINSCHÄTZUNG

### KURZFRISTIGE ENTWICKLUNG (3 MONATE)



### MITTELFRISTIGE ENTWICKLUNG (12 MONATE)



(+2) über +15%  
(+1) +5% bis +15%  
(0) -5% bis +5%  
(-1) -15% bis -5%  
(-2) unter -15%

## POSITIVER AUSBLICK BEI DEUTSCHEN WOHNIMMOBILIEN-AKTIEN

In der letzten Umfrage nahmen die befragten Analysten eine eher neutrale Position bei der Entwicklung deutscher Wohnimmobilien-Aktien ein (2017: 4,5 Punkte). Mit 12,5 Punkten sind die Einschätzungen im ersten Quartal 2018 deutlich besser ausgefallen (SIEHE ABBILDUNG 3). Ein Unsicherheitsfaktor für das kommende Jahr bleibt jedoch die Mietpreispolitik der neuen Regierung.

Im **kurzfristigen Szenario** erreichen Wohnimmobilien-Aktien 14,3 Punkte (2017: 0 Punkte). Dabei spielen sicherlich auch die überwiegend für die Monate März und April angekündigten Geschäftszahlen 2017 eine Rolle, die angesichts der positiven Branchenentwicklung überwiegend positiv ausfallen dürften. Alle befragten Analysten erwarten eine Entwicklung innerhalb der Bandbreite von –15 Prozent bis +15 Prozent, wobei die Zahl der negativen Einschätzungen gegenüber dem Vorjahr deutlich zurückgegangen ist. Im ersten Quartal erwarteten lediglich sieben Prozent der Teilnehmer eine negative Entwicklung innerhalb der

Bandbreite von –5 Prozent bis +5 Prozent (Vorjahr: 36 Prozent).

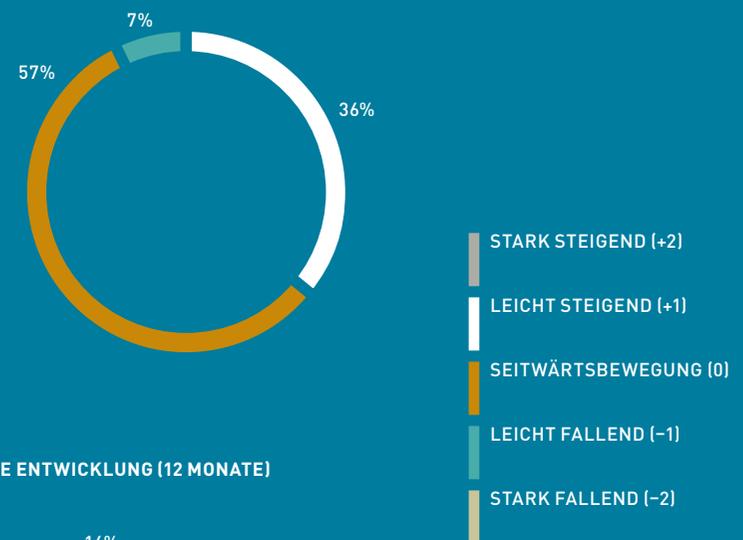
Im **mittelfristigen Szenario** schneiden Wohnimmobilien-Aktien schlechter ab. Der Stimmungskindikator erreicht im ersten Quartal 10,7 Punkte. Damit liegt der Wert leicht über dem Vorjahr von 9,1 Punkten jedoch deutlich unter dem kurzfristigen Szenario von 14,3 Punkten. Mit 50 Prozent erwartet die Mehrheit der Befragten eine Seitwärtsbewegung innerhalb eines Korridors zwischen –5 Prozent und +5 Prozent (Vorjahr: 36 Prozent).

„DIE WACHSTUMSSTORY BLEIBT AUCH BEI WOHNIMMOBILIEN-AKTIEN AUFGRUND DER GUTEN FUNDAMENTALDATEN ATTRAKTIV. ICH ERWARTE EINEN WEITEREN ANSTIEG DER MIETERLÖSE UND MIET-EINNAHMEN DER BÖRSENNOTIERTEN WOHNIMMOBILIENBESTANDSHALTER. GERADE WIRTSCHAFTSSTARKE STÄDTE WERDEN VON DEM ANHALTENDEN URBANISIERUNGSTREND PROFITIEREN.“

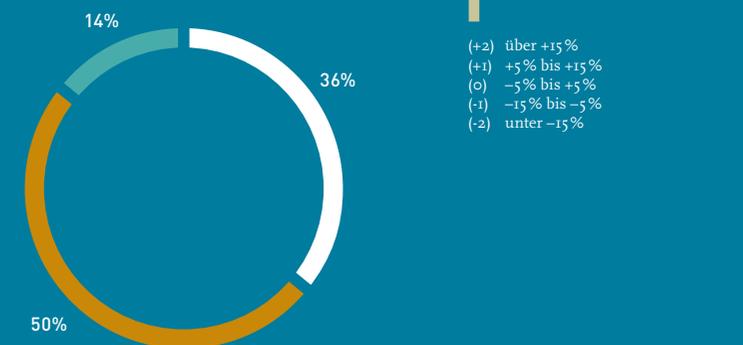
Thomas Neuhold, Immobilienanalyst, Kepler Cheuvreux

ABBILDUNG 3:  
KIRCHHOFF STIMMUNGSINDIKATOR IMMOBILIEN-AKTIEN |  
WOHNIMMOBILIEN

### KURZFRISTIGE ENTWICKLUNG (3 MONATE)



### MITTELFRISTIGE ENTWICKLUNG (12 MONATE)



(+2) über +15 %  
(+1) +5 % bis +15 %  
(0) –5 % bis +5 %  
(-1) –15 % bis –5 %  
(-2) unter –15 %

## ANALYSTEN ZEIGEN SICH OPTIMISTISCH BEI DEUTSCHEN GEWERBEIMMOBILIEN-AKTIEN

In den Top 10 der deutschen Immobilien-Aktien-gesellschaften befinden sich vier Unternehmen, die ihren Fokus auf das Gewerbe-Segment legen (SIEHE TABELLE 1). Im Mittel weisen diese Gesellschaften einen Abschlag auf den NAV auf, während Bestandshalter mit dem Fokus auf Wohnimmobilien mit einem Aufschlag von rund 16 Prozent gehandelt werden. Diese Einschätzung bestätigt der „Kirchhoff Stimmungsindikator Immobilien-Aktien“, der bei Gewerbeimmobilien-Aktien seinen starken Wert von 37,5 Punkten aufweist.

Knapp 80 Prozent der befragten Immobilien-analysten erwarten beim **kurzfristigen Szenario** steigende Immobilienkurse von +5 Prozent bis +15 Prozent. Dies entspricht einer deutlichen Steigerung gegenüber der Vorjahreserhebung, in der dieser Wert bei 55 Prozent lag. Der Stimmungsindikator stieg auf Drei-Monats-Sicht auf 35,7 Punkte (Vorjahr: 22,7 Punkte). Damit ist die Marktentwicklung bei Gewerbeimmobilien deutlich dynamischer als bei Wohnimmobilien.

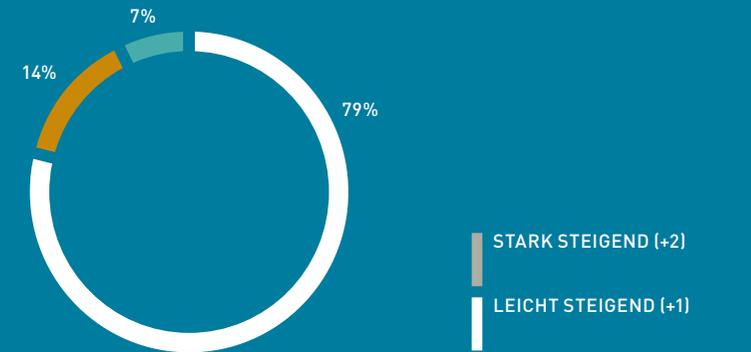
„GEWERBEIMMOBILIEN-TITEL SOLLTEN VON ANHALTEND GUTEN FUNDAMENTALDATEN PROFITIEREN. TROTZ NACHFRAGEBEDINGTER PREISSTEIGERUNGEN WAREN DIE BEWERTUNGSANPASSUNGEN DER PORTFOLIEN UND DAMIT NAV-STEIGERUNGEN MODERATER AUSGEPRÄGT ALS BEI DEN WOHNIMMOBILIEN-UNTERNEHMEN. DARAUSS ERGIBT SICH MEINES ERACHTENS AUFHOLPOTENZIAL.“

Andre Remke, Immobilienanalyst, Baader Bank

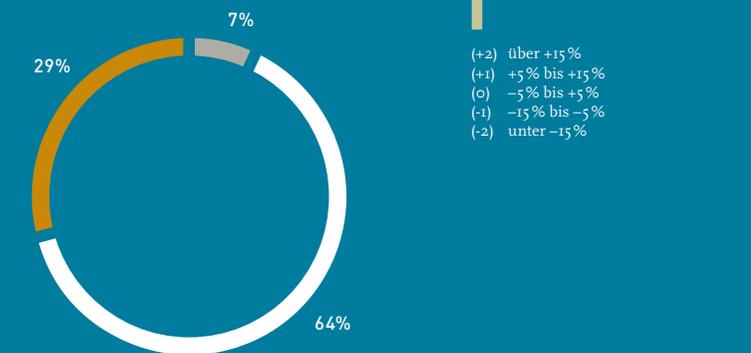
Im **mittelfristigen Szenario** von zwölf Monaten rechnen etwa zwei Drittel der befragten Immobilienanalysten mit steigenden Kursen in einer Spanne von +5 Prozent bis +15 Prozent. Damit würden Gewerbeimmobilien-Aktien ihren Wachstumskurs der vergangenen zwölf Monate weiter fortsetzen und zum hohen Bewertungsniveau von Wohnimmobilien-Aktien weiter aufschließen. Der Stimmungsindikator erreicht 39,3 Punkte und liegt damit leicht über dem starken Vorjahreswert von 36,4 Punkten.

ABBILDUNG 4:  
KIRCHHOFF STIMMUNGSINDIKATOR IMMOBILIEN-AKTIEN |  
GEWERBEIMMOBILIEN

### KURZFRISTIGE ENTWICKLUNG (3 MONATE)



### MITTELFRISTIGE ENTWICKLUNG (12 MONATE)



(+2) über +15 %  
(+1) +5 % bis +15 %  
(0) -5 % bis +5 %  
(-1) -15 % bis -5 %  
(-2) unter -15 %

THEMENSCHWERPUNKT GEWERBEIMMOBILIEN

## VIER FRAGEN AN ...



Ralf Kind, Vorstand (CEO/CFO),  
DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG

Ralf Kind, Vorstand der DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG, beschreibt in der aktuellen Ausgabe des „Kirchhoff Stimmungskindikator Immobilien-Aktien“ das Investitionsumfeld für Wohn- und Gewerbeimmobilien und berichtet über die Unterschiede von A-Standorten zu Investments an B- und C-Standorten.

### WIE NEHMEN SIE DIE AKTUELLE STIMMUNG AUF DEM WOHN- UND GEWERBEIMMOBILIEN-MARKT WAHR?

Die allgemeine Stimmung am Immobilienmarkt ist sehr positiv. Die Rahmenbedingungen sind unverändert ausgesprochen gut – sowohl für Wohnen als auch für Gewerbe. Nach meiner Beobachtung bewegt sich der Markt für Wohnimmobilien bereits auf einem sehr hohen Niveau, während der Markt für Gewerbeimmobilien insbesondere in den Sekundärlagen nach wie vor stark im Aufwind ist und weiter Aufholpotenzial hat. Gegenüber den Immobilienmärkten in den Top-7-Standorten bieten vor allem die Sekundärstandorte attraktive, höhere und zugleich stabilere Rahmenparameter.

### ANALYSTEN BEURTEILEN DIE PERSPEKTIVEN FÜR WOHNEN UND GEWERBE SEHR UNTERSCHIEDLICH. WO SEHEN SIE DIE GRÜNDE?

Beide Segmente profitieren von der positiven Wirtschaftsentwicklung und dem niedrigen Zinsumfeld. Gewerbeimmobilien haben aber ein größeres Entwicklungspotenzial gegenüber Wohnen, da die Preise für Wohnen bereits sehr hoch sind. Dies gilt sowohl für direkte Immobilieninvestments als auch für Gewerbeimmobilien-Aktien. Das zeigt sich beispielsweise

beim Vergleich wichtiger Immobilienkennzahlen wie der FFO-Rendite oder dem NAV. Auf dieses Potenzial und die Stabilität des Gewerbemarktes setzen zunehmend Aktien- und Anleiheinvestoren. Frei nach dem Motto „Commercial is the new residential“ investieren Anleger, die zuvor in Wohnen investiert haben, nun zunehmend in Gewerbeimmobilien-AGs. Die Impulse der starken Konjunktur auf die Mietmärkte sowie das stetige und stabile Wachstum belegen dabei die nachhaltige Attraktivität des deutschen Immobilienmarktes auch im internationalen Kontext.

### SIE BETONEN IN GESPRÄCHEN STETS DIE VORZÜGE VON B- UND C-STANDORTEN GEGENÜBER A-STANDORTEN. ABER IST NICHT GENAU HIER DAS RISIKO SEHR VIEL HÖHER?

Nein, im Gegenteil. Das Risiko in B- und C-Standorten ist geringer, weil sich der Miet- und Transaktionsmarkt an den A-Standorten bereits auf einem sehr hohen Preisniveau bewegt und deutlich volatil ist. Darüber hinaus sollte man als Investor stets den Blick auf das Rendite-Risiko-Verhältnis richten – und hier schneiden die Sekundärstandorte im Mehrjahresvergleich in der Regel sehr viel besser ab. Man bekommt eine deutlich höhere Rendite für ein geringeres Risiko. Wir verzeichnen in unseren B- und C-Standorten

eine sehr positive Entwicklung beim Miet- und Leerstandslevel. Natürlich bewegen wir uns auf einem niedrigeren Preisniveau als beispielsweise in A-Standorten wie Frankfurt, aber viele Mittelstädte holen auf und schließen zunehmend die Lücke zu den A-Standorten. Leipzig hat es vorge-macht. Andere Städte folgen.

### WIE SEHEN SIE DIE WEITERE ZINSENTWICKLUNG UND WELCHE AUSWIRKUNGEN ERWARTEN SIE AUF GEWERBEIMMOBILIEN?

Ich denke, dass wir mittelfristig eine Änderung in der Zinslandschaft sehen werden und das allgemeine Zinsniveau steigen wird. Das wird natürlich auch Auswirkungen auf Immobilien-Investments haben. Einhergehend mit einer steigenden Inflation sehe ich gerade in einer solchen Phase Gewerbeimmobilien-Aktien jedoch als eine gute Absicherung. Die Indexierung in den Gewerbemietverträgen führt bei einer positiven wirtschaftlichen Entwicklung mit entsprechender Inflation zu einer Steigerung der Mieterträge. Dies würde den höheren Finanzierungskosten entgegenwirken. Steigende Zinsen würden also die Attraktivität von Gewerbeimmobilien-Aktien nicht zwangsläufig schmälern. Entscheidend bleiben die Entwicklung der Mieten und die Renditedifferenz im Verhältnis zum Risiko.

# IMPRESSUM/ KONTAKT

## HERAUSGEBER

Kirchhoff Consult AG  
Borselstraße 20  
22765 Hamburg

T +49 40 609186-0  
F +49 40 609186-16

info@kirchhoff.de  
www.kirchhoff.de

## PRESSEANFRAGEN

Jan Hutterer  
Senior Consultant  
T +49 40 609186-65  
jan.hutterer@kirchhoff.de

## METHODIK DER ERHEBUNG

Der „Kirchhoff Stimmungsindikator Immobilien-Aktien“ ist das Stimmungsbarometer für den deutschen Immobilien-Aktienmarkt. Bei den wichtigsten Analysten für deutsche Immobilien-Aktien fragt Kirchhoff Consult quartalsweise ab, wie sich der Immobilien-Aktienmarkt nach ihrer Einschätzung in den kommenden drei beziehungsweise zwölf Monaten entwickeln wird. Dabei wird auch separat nach der Kursentwicklung von Gewerbe- und Wohnimmobilien-Aktien gefragt. Für die Beantwortung steht dem Analysten eine Skala von +2 (stark steigend, über +15 Prozent) bis –2 (stark fallend, unter –15 Prozent) zur Verfügung. Ein Wert von „0“ bedeutet, dass mit keinen oder nur sehr geringfügigen Veränderungen (+/–5 Prozent) gerechnet wird. Die Auswertung bildet den Durchschnitt aller Analysteneinschätzungen ab. Aus den Umfrageergebnissen wird ein Stimmungsindikator auf einer Skala von –100 bis +100 erhoben.

## ÜBER KIRCHHOFF

Die Kirchhoff Consult AG ist ein Team von Spezialisten in den Bereichen Capital Markets, Corporate Communications und Corporate Social Responsibility. Das Unternehmen ist führend in der Konzeption und Gestaltung von Geschäfts- und Nachhaltigkeitsberichten sowie bei der Begleitung von Börseneinführungen. In den Kompetenzfeldern Advisory, Design, Digital und Film entwickeln rund 60 Mitarbeiter ganzheitliche Lösungsansätze für Kunden aller Größen und Branchen. Kirchhoff Consult ist ein klimaneutrales Unternehmen mit Standorten in Hamburg, Frankfurt, München, Wien, Istanbul und Bukarest.

## DISCLAIMER

Diese Publikation ist lediglich als allgemeine, unverbindliche Information gedacht und kann daher nicht als Ersatz für eine umfassende Auskunft dienen. Obwohl sie mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt wurde, besteht kein Anspruch auf sachliche Richtigkeit, Vollständigkeit und/oder Aktualität. Eine Verwendung liegt damit in der eigenen Verantwortung des Lesers. Jegliche Haftung seitens der Kirchhoff Consult AG wird ausgeschlossen.