

Smart Investor

2010

Das Magazin für den kritischen Anleger

In Kooperation mit:



SPECIAL **Immobilienaktien 2010**

7. Jahrgang

MARKTÜBERBLICK:

Was jetzt für eine
Aufholjagd spricht

IN DER ANALYSE:

18 deutsche
Immobilien-AGs

HINTERGRUND:

Immobilienexperten
geben Auskunft



Deutsches Eigenkapitalforum

22. – 24. November

Herbst 2010

Frankfurt am Main

»Unternehmer treffen Investoren«

Mit dem Deutschen Eigenkapitalforum engagieren sich die Deutsche Börse und die KfW Bankengruppe seit 1996 für private Kapital suchende und mittelständische Unternehmen. Das Forum ist Deutschlands wichtigste Informations- und Netzwerkplattform im Bereich der Eigenkapitalfinanzierung.

Auf dem Forum im Herbst 2010 stellen sich 25 ausgewählte Unternehmen, die eine Expansions- oder preIPO-Finanzierung suchen, sowie mittelständische Unternehmen, die ohne unmittelbar geplante Kapitalaufnahme Visibilität im Kapitalmarkt erreichen möchten, namhaften Investoren der deutschen und internationalen Venture Capital- und Private Equity-Szene vor.

Ein attraktives Konferenz- und Seminarprogramm informiert über die neuesten Entwicklungen in den Themengebieten der Unternehmensfinanzierung. Branchenforen wie das Alternative Energies Forum, das GreenTech Forum oder das LifeScience Forum betrachten aktuelle Branchen- und Technologietrends und bieten den TOP 25 Unternehmen einen branchenspezifischen, etablierten Rahmen, ihre Leistungen und Produkte zu präsentieren.

Weitere Informationen und Anmeldung: www.eigenkapitalforum.com

Sponsoren und Partner

Co-Initiator:	Ernst & Young
Hauptsponsoren:	Close Brothers Seydler Bank AG, Credit Suisse, DZ BANK AG, equinet, FCF Corporate Finance, Jefferies, LBBW/Landesbank Baden-Württemberg, MACQUARIE, VISCARDI Investment Banking
Sponsoren:	BDO Deutsche Warentreuhand AG, BVK e.V., CMS Hasche Sigle, Commerzbank, Haubrok, Hauck & Aufhäuser, HSBC Trinkaus, KPMG, Morgan Stanley, RöfifsPartner, Taylor Wessing, UniCredit, WestLB
Partner:	bwcon, Creathor Venture, DVFA, Holland Private Equity, PvF Investor Relations, Step Award, VENTIZZ Capital Partners
Medienpartner:	AsianInvestor, Börsen-Zeitung, Börsen Radio Network, CNBC Europe, Corporate Finance, DAF Deutsches Anleger Fernsehen, dpa-AFX Wirtschaftsnachrichten, FinanceAsia, FINANCE Magazin, Frankfurter Allgemeine Zeitung, GoingPublic Magazin, Markt & Mittelstand, Institutional Investment Real Estate Magazine, International Herald Tribune, IR Magazine, mergermarket, n-tv, PhoenixCNE, Property Investor Europe, REITs in Deutschland, VDI Nachrichten, Venture Capital Magazin

Mit freundlicher Unterstützung von Klassik Radio, Nespresso und Radisson BLU

Substanz zählt – letztendlich

An dieser Stelle wurden schon des Öfteren das Betongold-Revival und das Comeback der deutschen Immobilienaktien ausgerufen. Leider machten den Anlegern bisher die Nachwirkungen des Crashes bei den Immobilienaktien sowie der Finanzkrise einen dicken Strich durch die Rechnung. Mittlerweile klafft jedoch eine baugrubengroße Lücke zwischen der Substanz vieler Unternehmen und der Bewertung durch den Kapitalmarkt.

Es mutet fast schon absurd an, Abschlüsse des Börsenkurses auf den NAV von 40, 50 oder gar 60% analysieren zu müssen. Denn solche Discounts deuten das theoretische Kurspotenzial an, über das die Aktienkurse verfügen. Da der Markt häufig auch gerne zu Übertreibungen neigt, dürfte die Mehrheit der hiesigen Immobilienaktien eine Chance auf einen glatter „Verdoppler“ sein, wie es im Fachjargon so schön heißt. Bislang, und das zeigt auch der Vergleich mit dem Smart Investor Immobilien-Special des Vorjahres, glichen die Bilanzen und Geschäftsmodelle eher Baustellen und boten enorm viel Angriffsfläche für Kritik. Zumal der Immobiliensektor in vielen westlichen Ländern bis heute teils extreme Schief lagen aufweist und das Sentiment entsprechend mau ist. Das alles belastet die Branche, obwohl der deutsche Immobilienmarkt ganz anders tickt als etwa jene im spanischen oder angelsächsischen Raum. Blasen jedenfalls hat es zwischen Flensburg und Garmisch-Partenkirchen nicht gegeben. Ganz im Gegenteil.

Jahrelang traten die Preise für Gewerbe- oder Wohnprojekte auf der Stelle, blieben Mietsteigerungsspielräume überschaubar. Und damit auch das Renditepotenzial. Wenn nun erstmals seit Jahren die Mieten bundesweit anziehen (s. hierzu auch die Kolumne auf S. 50), ist das vielleicht ein Signal. Ein Signal zum Investieren in Wohnungen, Büros und Gewerbe parks, oder aber in die Immobilienaktie. Letztere hat im Vergleich doch einige Vorteile. Sie ist Realwert par excellence, dazu jederzeit fungibel. Der Aktionär kann

sich auf das Fachwissen der Unternehmenslenker verlassen und kassiert teilweise stattliche Dividenden. Ärger mit Mietern oder ähnlichem exklusive. Auch in diesem Jahr findet die Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie (19.10.2010, Frankfurt, Hilton Hotel) statt und bietet 18 Gesellschaften abermals eine Plattform, sich zu präsentieren.

Wie es im Einzelnen bei den Gesellschaften aussieht, klärt in bewährter Form das vor Ihnen liegende diesjährige Sonderheft. Unser besonderer Dank gilt dabei einmal mehr unserem Researchpartner Bankhaus Lampe, dessen Immobilienspezialisten Frank Neumann und Sebastian Hein den in der Initiative Immobilien-Aktie organisierten Immobilien-AGs auf den Puls gefühlt haben. Ihre Urteile zu den Aussichten der Papiere fielen noch differenzierter als in den Vorjahren aus. Manche Titel triefen mittlerweile vor Unterbewertung. Da dem Gefühl nach aber Begriffe wie Betongold oder Revival doch arg überstrapaziert wurden, wünschen wir Ihnen einfach viel Spaß bei der Suche Ihrer ganz persönlichen „Mörtel-Perle“.

Eine in diesem Sinne inspirierende Lektüre wünscht
Ihr



Tobias Karow,
Smart Investor

Fokussierte Geschäftsmodelle profitieren

Seit dem vergangenen Jahr hat sich bei den Aktienkursen der deutschen Immobiliengesellschaften nicht viel getan. Wir befinden uns im Schnitt etwa wieder auf Vorjahresniveau. Nach zwei schwierigen Jahren und einem guten Jahr ist dies sicherlich nicht das, was sich Anleger erwünscht hatten.

Besonders Aktien von Unternehmen mit einem klar fokussierten Geschäftsmodell haben seit der vergangenen Ausgabe des Smart Investor Immobilien-Specials profitieren können. Dabei spielte es – anders als in den Vorjahren – keine Rolle, ob die jeweilige Gesellschaft in Wohn- oder Gewerbeimmobilien investiert.

Nachdem wir sämtlichen in diesem Heft beschriebenen Unternehmen einen Besuch abgestattet haben, kommen wir zu dem Schluss, dass das Management der meisten Gesellschaften seine Hausaufgaben in Zeiten der Krise erledigt hat und im aktuellen Umfeld mehr Chancen als Risiken sieht. Dies sollte schließlich auch wieder zu steigenden Kursen führen.

Wir hoffen, dass unsere Analysen Ihnen einen guten Überblick über deutsche Immobilienwerte geben und Ihnen die eine oder andere gute Investmentidee liefern.

Bei der Lektüre wünschen wir Ihnen viel Spaß und, falls Sie sich für eine Investition entscheiden, eine glückliche Hand bei der Aktienausswahl.



Frank Neumann,
Bankhaus Lampe

Bestandsaufnahme

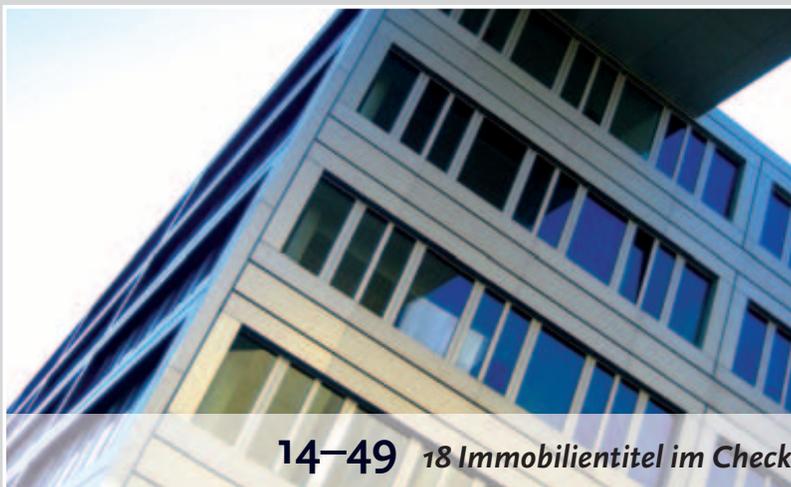
- 6** Substanz versus Ignoranz – Deutsche Immobilienaktien werden unterschätzt
- 9** Performance-Rückblick:
And the winner is ...
- 10** „Die Situation am Immobilienmarkt macht Hoffnung“; Interview mit Dr. Georg Kanders
- 12** „Wir haben stets Dividende bezahlt“; Interview mit Dr. Rüdiger Mrotzek
- 13** „Beim Leerstand sehe ich eine 11 vor dem Komma“; Interview mit Stephan Rind

Aktienanalysen

- 14** **alstria office REIT-AG:**
Mit kleinen Schritten aus der Krise
- 16** **CR Capital Real Estate AG:**
Wachstumskurs wird gehalten
- 18** **Colonia Real Estate AG:**
Hoher Abschlag auf den NAV wirkt verlockend
- 20** **Deutsche EuroShop AG:**
Ein Profiteur der Krise
- 22** **Deutsche Wohnen AG:**
Gute finanzielle Lage
- 24** **DIC Asset AG:**
Das interne Asset Management macht sich bezahlt
- 26** **ESTAVIS AG:**
Strategiewechsel zahlt sich aus
- 28** **Fair Value REIT-AG:**
Grundstock für Wachstum gelegt
- 30** **HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG:**
Asset Manager mit langjähriger Erfahrung
- 32** **Hamborner REIT AG:**
Weiteres Wachstum steht auf der Agenda
- 34** **IFM Immobilien AG:**
Entwickler mit kreativem Marketing
- 36** **InCity Immobilien AG:**
Einstieg ins Partnermodell
- 38** **IVG Immobilien AG:**
Wieder schwarze Zahlen
- 40** **Patrizia Immobilien AG:**
Blockverkäufe entscheiden über die Profitabilität
- 42** **POLIS Immobilien AG:**
Aktiver Bestandhalter punktet mit hoher Transparenz
- 44** **Prime Office AG:**
Spezialist für hochwertige Büroassets
- 46** **TAG Immobilien AG:**
Skalierung des Geschäftsmodells auf den Weg gebracht
- 48** **Vivacon AG:**
Ein Neustart und dennoch 12 Jahre Erfahrung

Zu guter Letzt

- 50** Mietpreise in Deutschland ziehen an



14–49 18 *Immobilientitel im Check*

Profile, Einsichten und Ausblicke

Kaum eine Branche wird von Anlegern so kontrovers gesehen wie der Immobiliensektor. Überwiegen nun die Chancen, nachdem drei Jahre Tristesse herrschte? Oder sind noch immer nicht alle Untiefen in den Bilanzen beseitigt? Dies und noch mehr versucht die siebte Auflage des Smart Investor Immobilien-Specials zu klären. Hierzu werden ab S. 14 die inzwischen wieder 18 in der Initiative Immobilien-Aktie zusammengefassten Immobilienwerte einer gründlichen Analyse unterzogen. Darüber hinaus versucht die Sonderbeilage Gründe zu finden, warum bei den Aktienkursen mittlerweile viel Luft nach oben vorhanden ist. Steigende Mietpreise könnten ein Katalysator sein, wie der Beitrag auf S. 50 erläutert. Dazu zeigt der Performance-Rückblick auf S. 9, wie die vergangenen zwölf Monate für das Segment gelaufen sind. Das Programm zur 10. Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie finden Sie auf S. 7.



10 *Interview*

Dr. Georg Kanders

Die Finanzkrise war für Dr. Georg Kanders der perfekte Sturm, dem kaum ein Immobilienunternehmen widerstehen konnte. Jetzt aber haben sich die Wogen geglättet. Welche Gesellschaften er favorisiert und warum die Aktie der Immobilie vorzuziehen ist, legt der Experte im Interview ab S. 10 dar.



12, 13 *Unternehmenslenker*

Mrotzek & Rind

Zwei Unternehmen, zwei Vorstände, zwei Strategien. Dr. Rüdiger Mrotzek von der Hamborner REIT AG spricht auf S. 12 über die Expansion seines Unternehmens, während Stephan Rind, Vorstand der Colonia Real Estate AG, auf S. 13 vertrauensschaffende Maßnahmen in den Vordergrund rückt.



6 Substanz vs. Ignoranz

„Mörtel-Perlen“ fordern Geduld vom Anleger

Lieber ein Häuschen am Stadtrand als eine Immobilienaktie im Depot. So in etwa könnte die Einstellung deutscher Anleger zusammengefasst werden. Stattdessen sollte das Motto aber lauten: „Wer jetzt nicht kauft, ist selber schuld.“ Warum diese Meinung schlüssig ist, erfahren Sie ab S. 6.

Impressum

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Special „Immobilienaktien 2010“

8. Jahrgang 2010, Special „Immobilienaktien 2010“

Verlag: Smart Investor Media GmbH, Hofmannstr. 7a, 81379 München, Tel.: +49 (0) 89-2000 339-0, Fax: -38, E-Mail: info@smartinvestor.de, Internet: www.smartinvestor.de

Redaktion: Ralf Flierl (Chefredakteur), Fabian Grummes, Tobias Karow

Freie Mitarbeiter: Maximilian Huber, Magdalena Lammel

Gast-Autoren: Dr. Reiner Braun

Interviewpartner: Dr. Georg Kanders, Dr. Rüdiger Mrotzek, Stephan Rind

Analysten Bankhaus Lampe: Sebastian Hein, Frank Neumann

Gestaltung: Robert Berger (Gesamtgestaltung), Tobias Karow (Bildredaktion)

Titelbild: Tobias Karow

Bilder: Bilderbox, Fotolia, Pixelia, Photodisc, Unternehmensbilder

Druck: Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

Redaktionsschluss: 8. Oktober 2010

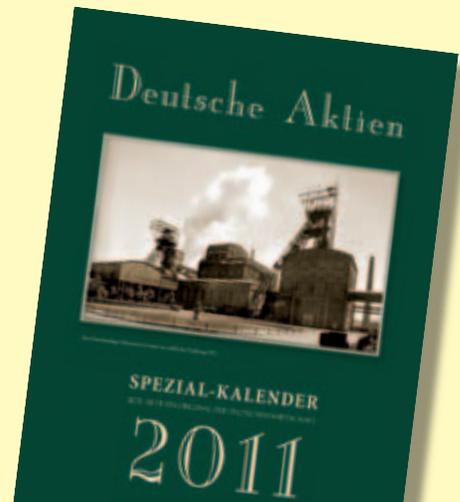
Preise: Einzelpreis 5,-EUR, Jahresabo: 48 EUR in Deutschland, 60 EUR im europäischen Ausland, 80 EUR im Rest der Welt (Zustellung im Ausland jeweils per Luftpost). Alle Preise incl. Versandkosten und 7% MwSt.

Interessenkonflikte (IK): Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Mitarbeiter, die an der Erstellung einer Aktienempfehlung beteiligt sind, haben sich verpflichtet, etwaige Interessenkonflikte offen zu legen. Alle mit der Erstellung von Aktienanalysen und -empfehlungen betrauten Parteien haben sich verpflichtet, jeweils fünf Börsentage vor und fünf Börsentage nach dem Erscheinen dieser Publikation keine Transaktionen in der betreffenden Aktie durchzuführen. Eine Glattstellung einer bisherigen Position ist nur in dem Ausnahmefall gestattet, dass sich innerhalb dieses Zeitraums von zehn Börsentagen sehr gravierende negative Entwicklungen im Aktienkurs, im Unternehmen oder im Gesamtmarkt ergeben, die in der zur Empfehlung führenden Analyse nicht berücksichtigt werden konnten. In dem Fall, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Smart Investor in einer zum Kauf oder Verkauf empfohlenen Aktie Long- oder Short-Positionen gehalten werden, wird dies im entsprechenden redaktionellen Artikel kenntlich gemacht. Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Geschäftsführung berät Dritte bei deren Anlageentscheidungen. Auch im Rahmen dessen umgesetzte Empfehlungen unterliegen den obigen Bestimmungen.

ZKZ 61978

Aktienkalender 2011

- ✓ 12 Original-Aktien
- ✓ Alle Papiere zum Entnehmen
- ✓ Monat für Monat spannende Wertpapiere mit einer interessanten Geschichte
- ✓ Versandfertig in Wellpappe-Kreuzverpackung
- ✓ Für Geschäftskunden übernehmen wir auf Wunsch die Versandabwicklung



Alle Kalender mit Original-Aktien zum Herausnehmen!

Unter anderem sind enthalten:

- ◆ Dt. Gold- und Silberscheideanstalt (Degussa)
- ◆ Essener Steinkohlenbergwerke AG, 1941
- ◆ Deutsche Erdöl-AG, Berlin, 1938
- ◆ Deutsche Bank, Berlin, 1940

Best-Nr. K017: 39,00 Euro zzgl. 5 € Versand

**Jetzt für nur 39,00 Euro unter
Telefon 0 81 06 - 24 61 86 bestellen!**

HWPH Historisches Wertpapierhaus AG

Ingelsberg 17b

85604 Zorneding

Telefon: 0 81 06 - 24 61 86

Fax: 0 81 06 - 24 61 88

E-Mail: auktion@hwph.de

Internet: www.hwph.de

Substanz versus Ignoranz

Deutsche Immobilienaktien werden unterschätzt

Angesichts der Abschläge zum Nettovermögen (entspricht dem NAV, s. auch Glossar) macht es in Deutschland mittlerweile fast mehr Sinn, in Immobilienaktien anstatt direkt in Immobilien zu investieren. So lautete das Urteil unisono vor mehr als zwei Jahren. Dies gilt heute umso mehr, jedoch müssen Anleger dazu auch die Mauer der Ignoranz erst einmal überwinden.

Positive Indizien mehren sich

Das Sentiment für deutsche Immobilienaktien wird auch durch die wabernde Vorsicht bezüglich künftiger Entwicklung am hiesigen Markt bestimmt. Noch Anfang 2010 war viel Pessimismus zu greifen, wurden doch die Transaktionsvolumina am deutschen Markt sehr skeptisch gesehen. Bisweilen stimmte dies, aber das Immobilienresearchhaus CB Richard Ellis vermerkte in seinem Bericht zum dritten Quartal 2010, dass das Investitionsvolumen in gewerbliche Immobilien im laufenden Jahr mehr als doppelt so hoch ausfiel wie im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Auch werden wieder ganze Portfolios gehandelt, nachdem dies 2009 praktisch komplett zum Erliegen gekommen war. Der deutsche Immobilienmarkt lebt, und mit ihm die Chance auf Outperformance bei den deutschen Immobilienaktien. Woran Anleger dies festmachen können? Der Abschlag auf den NAV ist eine Kenngröße, wengleich Dr. Georg Kanders die hier feststellbaren enormen Abschläge im Interview ab S. 10 relativiert. Ein anderes Indiz könnte der Abstand der Mietrenditen zur Rendite der zehnjährigen deutschen Staatsanleihen sein. In der Branche wird hit-

zig diskutiert, ob man sich an diesen großen Spread gewöhnen müsse oder ob der historisch hohe Abstand nicht eine einmalige Kaufgelegenheit darstellte. Wäre letzteres der Fall, wäre ein Run auf deutsche Immobilien nur eine Frage der Zeit, und damit im Vorfeld dessen auch auf die Aktien.

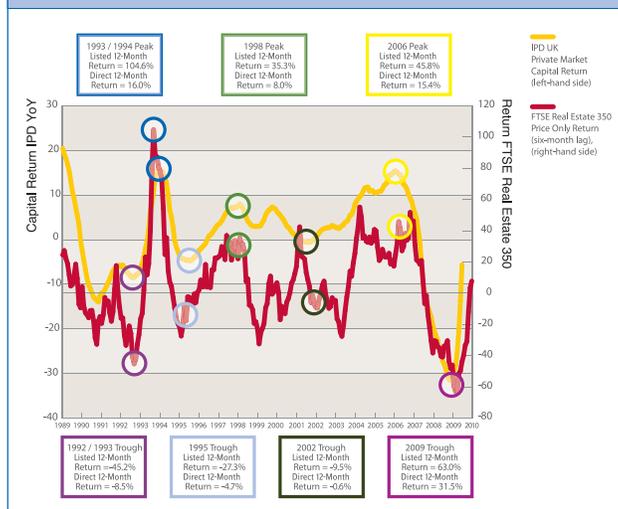
Deutsche Immobilien-Sonderkonjunktur?

Denn die Anteilscheine börsennotierter Immobilien-AGs laufen dem physischen Immobilienmarkt um durchschnittlich sechs Monate voraus. So jedenfalls heißt es in einer jüngst für die USA und Großbritannien erstellten Studie von EPRA (s. Abb. 1), einem Verband der europäischen Immobilienindustrie und Erfinder der EPRA-Immobilienaktien-Indizes. Immer sechs Monate, bevor der Häuser- oder Gewerbeimmobilienmarkt ein Tief erreichte, markierten Immobiliertitel einen Boden. Wird dieses Konzept auf Deutschland übertragen und sollte Deutschland konjunkturell seinen Sonderweg unter den G7-Staaten weiterhin auch nur annähernd fortführen, dann spräche dies dafür, dass der nächste Schub bei den Mörtel-Perlen eindeutig aufwärts gerichtet sein sollte. Denn der hiesige Immobilienmarkt hat die Talsohle durchschritten, wobei Deutschland ein sehr heterogener Immobilienmarkt ist. Das Interesse fokussiert sich hier sowohl auf Topstandorte wie München, Hamburg oder Düsseldorf als auch Medium-Standorte wie Leipzig, Trier oder Freiburg.

Viel Raum für steigende Preise

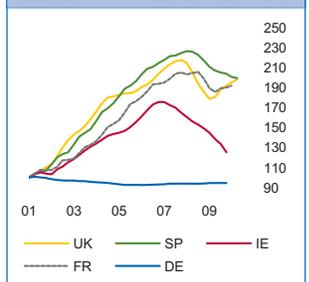
Da hier jeweils regionale Faktoren (Kaufkraft, ökonomischer Wandel) die Marktconstellation beeinflussen, kann für Deutschland eine oben skizzierte Vorlauffunktion von Immobilienaktien nur eingeschränkt gelten. Gleichwohl ist das Preisniveau etwa deutscher Häuserimmobilien im Vergleich mit anderen europäischen Immobilienmärkten im Keller (s. Abb. 2). Während Irland, Spanien, Großbritannien & Co. Exzesse und den mit dem Platzen der Blase einhergehenden Vermögensverlust verarbeiten müssen, dürfte dies hierzulande kaum eine Rolle spielen. Im Gegenteil. Die Preise zwischen Flensburg und Oberstdorf, Aachen und Görlitz haben sogar in der Breite Spielraum nach oben. Deutschland ist eben „Premium“, „Medium“ und Peripherie zugleich. Allerdings kennt man hierzulande eine Immobilienaktien-Kultur nur vom Hörensagen. Aber so wie

ABB. 1: TIEF BEI IMMOBILIENMÄRKTEN UND -AKTIEN



Quelle: IPD, FTSE EPRA/NAREIT, Cohen & Steers

ABB. 2: HAUSPREISE IN EUROPA



2001=100; Quelle: BulwenGes, INSEE, MVIV, Nationwide, BIS, DB Research

PROGRAMM „10. FACHKONFERENZ DER INITIATIVE IMMOBILIEN-AKTIE“

19. Oktober 2010, Hilton Hotel Frankfurt

08:30 – 09:00 Uhr: Registrierung

09:00 – 09:15 Uhr: Begrüßung durch Dr. Andreas Mattner, Präsident des ZIA Zentraler Immobilien Ausschuss e.V.

09:15 – 09:45 Uhr: Key Note: Dr. Michael Meister, MdB, stellv. Vorsitzender der CDU/CSU Bundestagsfraktion

09:45 – 10:00 Uhr: European Market Report 2009/2010; Fraser Hughes, EPRA

10:00 – 11:00 Uhr: Podiumsdiskussion: Wo steht der Markt?

11:00 – 11:15 Uhr: Kaffeepause

11:15 – 11:45 Uhr: ESTAVIS (Raum Liberty), Hamborner REIT (Raum Central Park)

11:45 – 12:30 Uhr: Germany – A foreigners view; Philip Charles, EPRA

12:30 – 13:00 Uhr: POLIS Immobilien (Raum Liberty), Fair Value REIT (Raum Central Park)

13:00 – 14:00 Uhr: Mittagspause

14:00 – 14:30 Uhr: InCity Immobilien (Raum Liberty), CR Capital Real Estate (Raum Central Park)

14:30 – 15:15 Uhr: Podiumsdiskussion: Finanzierung – Was ist der beste Mix?

15:00 – 15:45 Uhr: TAG Immobilien (Raum Liberty), IFM Immobilien (Raum Central Park)

15:45 – 16:30 Uhr: Podiumsdiskussion: Externes vs. Internes Portfoliomanagement – Was ist die beste Strategie aus Sicht des Kapitalmarktes?

16:30 – 17:00 Uhr: Vivacon (Raum Liberty), HAHN-Immobilien (Raum Central Park)

17:00 Uhr: Ende der Veranstaltung

Immobilien in jede Vermögenszusammenstellung gehören, gehören Immobilienaktien in jedes Aktienportfolio. Vielleicht gerade jetzt, wo von der Politik durch die immens aufgeblähten Geldmengen ein so stark monetär getriebenes Umfeld geschaffen wurde, in dem früher oder später sämtliche Realwerte einen enormen Preisauftrieb erfahren müssten. So jedenfalls war es stets in der Vergangenheit, wenn zu viel Geld um den Globus vagabundierte.

Substanz wird ersichtlich

Ebenfalls lässt sich aus der Historie lernen, dass substanzstarke Aktien nicht ewig unterbewertet bleiben. Bei Immobilienaktien ist dies fast durchweg der Fall, wie die Analysen ab Seite 14 eindrucksvoll zeigen. Natürlich sind die Nachwehen der Finanzkrise in den Bilanzen sichtbar, aber die Mehrheit der notwendigen Aufräumarbeiten wurde ganz offensichtlich bewältigt. Dies bestätigt auch ein Blick in das Zahlenwerk der 18 in der vorliegenden Aus- >>

Anzeige

CREiert Zukunft*

*Für alle, die mehr als nur Baumhäuser bauen: nachhaltige Wohnimmobilieninvestments.

Wir sorgen dafür, dass Immobilieninvestitionen erfolgreich sind. Mit einem starken Geschäftsmodell basierend auf renditeorientierten Wohnimmobilieninvestments und unserem kompetenten Dienstleistungsteam generieren wir langfristigen Erfolg. Erfolg für uns als Eigentümer und Zufriedenheit für unsere Mieter.

Colonia

REAL ESTATE AG



gabe analysierten Immobilien-Gesellschaften. Zum Zweck der Übersichtlichkeit wurden die Tabellen aufgeteilt in einen Stammdatenteil, der zusammen mit einem aktuellen Kurschart abgebildet wird, und einen Bilanzdatenteil, aus dem der Leser ersehen kann, wie es um das analysierte Immobilienunternehmen steht. Ebenfalls finden Sie nebenstehend ein kleines Glossar, mit Hilfe dessen das Lesen der Analysen sowie das Nachvollziehen der Tabellen erheblich erleichtert wird. Natürlich darf auch ein Performance-Rückblick in diesem Jahr nicht fehlen. Denn die nackten Zahlen über die Wertentwicklung der einzelnen Aktien liefern so manch überraschendes Ergebnis. Aber sehen Sie selbst auf Seite 9.

Unternehmen in der Bringschuld

Grundsätzlich dient dieses Immobilien-Special damit abermals als Nachschlagewerk, um Daten und Hintergründe zu den 18 in der Initiative Immobilien-Aktie zusammengefassten Unternehmen kurz und prägnant aufzubereiten. Freilich überwiegen bei näherer Betrachtung eindeutig die Chancen, auch weil die Erholung des Sektors erheblich hinter der des breiten Marktes zurückblieb. Das zumindest suggeriert der Chart des vom Privatbankhaus Ellwanger & Geiger seit 1988 berechneten DIMAX-Immobilienaktien-Index (s. Abb. 3). Es lässt sich trefflich spekulieren, warum Immobilienaktien derzeit auf so wenig Gegenliebe stoßen. Stephan Rind, Vorstand von Colonia Real Estate, bringt es im Interview auf S. 13 auf den Punkt: „Ich denke, wir müssen weiter nachhaltig zeigen, dass wir aus dem Kerngeschäft wieder schwarze Zahlen schreiben.“ Zu wenige Unternehmen beherzigen anscheinend diesen Satz, aber im Kern schafft nur nachhaltige Profitabilität Vertrauen bei den Anlegern. Dass Interesse an deutschen Immobilienaktien, speziell dem G-REIT, vorhanden ist, zeigt eine Aussage von Dr. Rüdiger Mrotzek, dem Chef von Hamborner: „Das Interesse an der Vorabplatzierung

ABB. 3: IMMOBILIENAKTIEN HINKEN DEM DAX HINTERHER



Quelle: Bankhaus Ellwanger & Geiger, Reuters

BEGRIFFLICHKEITEN RUND UM IMMOBILIEN-AGS

Dividenden-Rendite: Setzt die Ausschüttung (Dividende) einer Aktiengesellschaft ins Verhältnis zum Aktienkurs

EBIT = Earnings before Interest and Taxes: Gewinn vor Zinsen und Steuern, oder auch operativer Gewinn

EBIT-Marge: Maßzahl für den prozentualen Anteil des EBIT am Umsatz eines Unternehmens

EBT = Earnings before Taxes: Vorsteuergewinn

EBT-Marge: Maßzahl für den prozentualen Anteil des EBT am Umsatz eines Unternehmens

Exit-Tax: Diese Steuer ermöglicht es Unternehmen, ihren Immobilienbestand steuerbegünstigt an einen REIT zu veräußern. Voraussetzung ist, dass das Unternehmen die Immobilie länger als zehn Jahre im Bestand hatte.

Firesales: Notverkäufe, die beispielsweise infolge von Liquiditätsproblemen des Verkäufers entstehen. Diese Immobilien können zu erheblichen Discounts gehandelt werden.

FFO = Funds From Operations: Das FFO stellt ein um eventuelle Sondereffekte und Abschreibungen bereinigtes Ergebnis nach Steuern dar und ist damit eher Cashflow-basiert.

KGV = Kurs/Gewinn-Verhältnis: Kennziffer der Aktienanalyse; drückt aus, wie viele Jahre das Unternehmen braucht, um durch den Nettogewinn die Bewertung der Gesellschaft verdient zu haben

Like-for-like: auf vergleichbarer Basis; die jeweiligen Kennzahlen werden adjustiert um neu aufgenommene oder abgegebene Geschäftsfelder bzw. Immobilien.

Loan-to-value Ratio: Bezeichnet das Verhältnis aus dem Darlehensvolumen und den Marktwerten der Immobilienobjekte

NAV = Net Asset Value: Der NAV ist der Nettosubstanzwert, der sich aus dem Verkehrswert der Immobilien abzüglich der Schulden ergibt.

Nettomarge: Maßzahl für den prozentualen Anteil des Unternehmensgewinns am Umsatz eines Unternehmens, daher häufig auch als Umsatzrendite bezeichnet

NOI = Net Operating Income: Beim NOI handelt es sich im Kern um eine durch Vermietung und Verkauf erwirtschaftete Ergebnisgröße vor Steuern, also eine Ertrags- und Cashflow-getriebene Bewertungskennziffer.

Tax-Shield: Beschreibt den Wert, den Fremdkapitalzinsen, Verlustvorträge und Schulden zum Unternehmenswert beitragen, indem sie der Steuerlast gegengerechnet werden können.

im Rahmen unserer Kapitalerhöhung hat gezeigt, dass Immobilienaktien wieder gefragt sind.“ Wenn das kein gutes Omen ist ...

Fazit

Nicht nur steigende Mieten, sondern auch anziehende Transaktionsvolumina deuten auf Rückenwind für den Immobiliensektor hin. Damit wäre eine Hausse bei den Immobilienaktien vermutlich recht gut unterfüttert, wäre da nicht der Vertrauensverlust der Jahre 2007 bis 2009. Solche Umstände wiegen an der Börse meist schwerer als positive Zahlen. Die Unternehmen sind in der Bringschuld, befinden sich hier aber augenscheinlich auf einem guten Weg. Qualität dürfte dementsprechend baldigst gesucht sein. Und davon hat der deutsche Immobilienaktien-Kurszettel mittlerweile einiges zu bieten. ■

Tobias Karow

Performance-Rückblick

And the winner is ...

Ein sehr gemischtes Bild zeigten die Börsennotierungen der deutschen Immobilienaktien in den vergangenen zwölf Monaten. Mit den teils spektakulären Kurszuwächsen war es jedenfalls vorbei.

Ein Top-Performer

Der beste Performer auf Jahressicht war TAG Immobilien, die unter anderem beim Abbau der Leerstandsraten vorankamen und im August auch noch erfolgreich eine Kapitalerhöhung am Markt platzieren konnten. Die Börse goutiert offensichtlich Fortschritte im Erledigen der Hausaufgaben. Auch alstria office, IFM Immobilien und CR Capital Real Estate konnten gute zweitellige Kurszuwächse verzeichnen.

alstria auf Jahreshoch

Bei IFM und CR Capital ist jedoch auffällig, dass die Aktien seit ein paar Monaten eher dahindümpeln und die Zuwächse auf Kursavancen Ende 2009 bzw. Anfang 2010 zurückzuführen sind.

alstria dagegen notiert praktisch auf Jahreshoch. Hintergrund ist hier der sich verfestigende Eindruck einer markanten Wende bei deutschen Büroimmobilien.

Wird die Skepsis bestätigt?

Auf Jahressicht zu den größten Verlierern zählen InCity, IVG und Vivacon, wo hausgemachte Probleme die Skepsis der Marktteilnehmer nähren. Die Charts wirken auch noch nicht so, als wären sie schon final bereinigt. Beim Blick auf die Dreijahresperformance zeigt sich, dass Deutsche EuroShop, alstria office und Hamborner im Vergleich am wenigsten leiden mussten.

Fazit

Qualität setzt sich letzten Endes immer durch. Eine Tendenz, wer das bei den deutschen Immobiliertiteln am ehesten sein könnte, ist bereits heute deutlich erkennbar. ■

Tobias Karow

PERFORMANCE-RÜCKBLICK IMMOBILIENAKTIEN								
UNTERNEHMEN	WKN	KURS IN EUR		PERF. 1 JAHR	PERF. 3 JAHRE	NAV/AKTIE IN EUR	AKTIENKURS IN % D. NAV	SEITE IM HEFT
		6.10.2010	9.10.2009					
TAG IMMOBILIEN AG	830 350	5,35	3,31	61,63%	-36,46%	N.A.	N.BER.	46
ALSTRIA OFFICE REIT-AG	A0L D2U	9,98	7,90	26,33%	-21,73%	11,29	88,40%	14
IFM IMMOBILIEN AG	A0J DU9	8,00	6,6	21,21%	-31,91%	11,26	71,05%	34
CR CAPITAL REAL ESTATE *	A0W MQ5	0,95	0,86	10,47%	N.BER.	N.A.	N.BER.	16
DEUTSCHE WOHNEN AG	A0H N5C	9,00	8,39	7,27%	-52,05%	10,92	82,42%	22
DEUTSCHE EUROSHOP AG	748 020	25,85	24,15	7,04%	-3,54%	25,78	100,27%	20
HAHN-IMMOBILIEN-BET. AG	600 670	2,00	1,95	2,56%	-80,53%	N.A.	N.BER.	30
ESTAVIS AG	A0K FKB	1,87	1,91	-2,09%	-91,10%	N.A.	N.BER.	26
POLIS IMMOBILIEN AG	691 330	8,43	8,92	-5,49%	-23,36%	N.A.	N.BER.	42
COLONIA REAL ESTATE AG	633 800	4,11	4,57	-10,07%	-84,52%	8,56	48,01%	18
HAMBORNER REIT AG	601 300	7,35	8,30	-11,45%	-19,23%	9,80	75,00%	32
PATRIZIA IMMOBILIEN AG	PAT 1AG	3,30	3,75	-12,00%	-69,19%	5,43	60,77%	40
FAIR VALUE REIT AG *	A0M W97	3,77	4,76	-20,80%	N.BER.	8,23	45,81%	28
DIC ASSET AG	509 840	7,10	9,51	-25,34%	-70,72%	14,06	50,50%	24
VIVACON AG	604 891	0,61	0,88	-30,68%	-96,51%	N.A.	N.BER.	48
IVG IMMOBILIEN AG	620 570	5,23	7,72	-32,25%	-81,08%	10,45	50,05%	38
INCITY IMMOBILIEN AG	A0H NF9	5,60	9,64	-41,91%	-34,50%	N.A.	N.BER.	36
PRIME OFFICE AG **	K.A.	K.A.	K.A.	N.BER.	N.BER.	N.A.	N.BER.	44

*) Das Unternehmen war vor drei Jahren noch nicht börsennotiert; **) Das Unternehmen ist noch nicht börsennotiert.

„Die Situation am Immobilienmarkt macht Hoffnung“

Smart Investor im Gespräch mit *Dr. Georg Kanders*, Immobilienanalyst bei der WestLB, über Katalysatoren einer nachhaltigen Wende bei Immobilienaktien und seine Sektor-Favoriten.

Smart Investor: Herr Dr. Kanders, Sie bezeichneten einstmals die Subprime-Krise als den perfekten Sturm. Wie haben die deutschen Immobilien-AGs diesen nun bis heute überstanden?

Kanders: Um es auf den Punkt zu bringen: mit deutlichen Blessuren. Nur wenige, die wie Deutsche EuroShop mit einem guten Eigenkapitalpolster zu Beginn der Krise ausgestattet waren, blieben ungeschoren. Andere waren gezwungen, zu Unzeiten Immobilien und andere Assets zu verkaufen und das Geschäft zu reduzieren bzw. stark verwässernde Kapitalmaßnahmen durchzuführen. Dabei spielte auch die Refinanzierungsstruktur eine bedeutende Rolle. Einige einstige Highflyer sind nur noch ein Schatten ihrer selbst.

Smart Investor: Macht Ihnen die aktuelle Verfassung der Unternehmen Hoffnung, dass die Kurse bald wieder auf die Beine kommen?

Kanders: Es sind weniger die Unternehmen als die Situation am Immobilienmarkt selbst, die Hoffnung macht. Wegen der niedrigen Zinsen sind zumindest Core-Immobilien wieder stark gefragt. Das wird sich letztlich auch auf Immobilien mit riskanterem Risikoprofil positiv auswirken. Klar ist: Mit einer guten Eigenkapitalausstattung ist die Refinanzierung kein Problem mehr. Aber die Bereitschaft, die Unternehmen mit Eigenkapital zu versorgen, wird sich dramatisch erhöhen, spätestens wenn die Mieten allgemein (also auch im Bürobereich) wieder anziehen. Das Schlimmste haben wir aber auf jeden Fall überstanden. Vor allem hinsichtlich der Projektentwicklungspipeline, die ja doch ganz erheblich ausgetrocknet ist.

Smart Investor: Warum fallen denn deutsche Immobilienaktien im internationalen Maßstab durch den Rost?

Kanders: In erster Linie aufgrund der mangelnden Liquidität. Zudem ist der deutsche Immobilienmarkt wegen seiner Multipolarität komplexer als der englische oder französische mit klarem Fokus auf die jeweilige Hauptstadt. Für Deutschland sprechen allerdings die größere Stabilität der Mieten und jetzt insbesondere im europäischen Vergleich die besseren wirtschaftlichen Perspektiven. Ich würde sogar so weit gehen zu sagen, dass wir uns durchaus von anderen Immobilienmärkten im Positiven abkoppeln können. Leider haben wir aber in Deutschland noch keine richtige Immobilienaktienkultur.

Smart Investor: Die Abschlüsse zum NAV sind teilweise gewaltig. Irrt der Markt hier?

Dr. Georg Kanders ist Analyst im Finanzwerte-Team Banken/Real Estate bei der WestLB AG. Er studierte Volkswirtschaft in Bonn. Von 1985 bis 1990 war er wissenschaftlicher Mitarbeiter am Bankseminar der Universität Bonn und promovierte mit einer Arbeit über die Bewertung von Genussscheinen. Seit 1990 ist er Analyst für in- und ausländische Aktien in der WestLB Gruppe. Dort baute er das internationale Finanzwerte-Research auf.



Im Research fokussiert er sich auf europäische Investmentbanken sowie auf deutsche Immobilienaktien mit Schwerpunkt Gewerbeimmobilien.

Kanders: Nicht unbedingt. Vielfach relativieren sich die Abschlüsse zum NAV, wenn man Dividendenfähigkeit und Verschuldung in die Bewertung mit einbezieht. Bei den impliziten Bewertungsverlusten auf die Immobilienbestände sind die Abstände zwischen den Unternehmen nicht mehr so hoch, und hohe Abweichungen erklären sich dann zumeist über die Refinanzierungsstruktur. Wenn ein Unternehmen also nur 10% Eigenkapital hat, dann sind 50% Abschlag auf den NAV unter Risikoaspekten gar nicht so viel, weil 5% Wertverlust bei den Immobilien den Abschlag verschwinden lassen. Allerdings brauchen Immobilienunternehmen Eigenkapital, auch um zu wachsen. Jüngst sind hier die REITs alstria und Hamborner vorangeprescht. Auch die Deutsche Euroshop konnte sich bereits mehrfach Eigenkapital besorgen. Aber bei vielen anderen sieht es diesbezüglich schlechter aus, das muss ich so deutlich sagen.

Smart Investor: Was ist derzeit eigentlich in den Kursen drinnen?

Kanders: In meinen Augen enthalten die Kurse noch nicht vollständig die sich abzeichnenden Verbesserungen bei den Mieten. Schwache Refinanzierungsstrukturen und Leverage werden unseres Erachtens im Allgemeinen schon berücksichtigt. Können Unternehmen hier Verbesserungen erzielen, ergibt sich wieder deutlicheres Kurspotenzial.

Smart Investor: Welchen Geschäftsmodellen billigen Sie das meiste Kurspotenzial zu?

Kanders: Das höchste Kurspotenzial ist auch mit dem höchsten Risiko verbunden. Solide und stabile Perspektiven sehe ich ohne großartiges Risiko grundsätzlich bei den Geschäfts-

modellen in REIT- oder REIT-ähnlichen Strukturen. Größere Kurschancen ergeben sich meines Erachtens im Bürobereich, wo der Turnaround bei den Mieten noch bevorsteht. Hier gibt es allerdings noch Risiken in der Refinanzierung.

Smart Investor: Welche Unternehmen favorisieren Sie? Aus welchem Grund?

Kanders: Bei uns steht DIC Asset ganz oben auf der Liste. Hier sehen wir auf mittlere Sicht das höchste Wertsteigerungspotenzial im Immobilienbestand. Das Unternehmen konnte gegen den Markttrend die Mieteinnahmen leicht steigern. Zudem ist die Refinanzierungsstruktur passabel und DIC Asset ist in der Lage, Dividenden auszuschütten. Allerdings besteht hier bei einem Konjunkturereinbruch ein gewisses Kursrisiko. Bei den Bestandhaltern mit konservativer Refinanzierung kann man im Moment wohl nicht viel verkehrt machen. Hier stehen die Dividenden im Vordergrund. Allerdings könnten die Abschläge zum NAV bei den sich abzeichnenden Besserungstendenzen und dem niedrigen Zinsniveau auch ganz verschwinden.

Smart Investor: Was könnte ein Katalysator für einen nachhaltigen Aufschwung bei Immobilienaktien sein?

Kanders: Eindeutig die Trendwende bei den Büromieten. Im Wohnimmobilienbereich haben wir bereits anziehende Mietniveaus, und das wird sich noch verstärken. Das sehen Sie beim Blick auf die Deutsche Wohnen, die sich schon sehr positiv entwickelt, aber durchaus noch weiteres Potenzial hat. Bei Gagfah wäre es sicherlich ganz ähnlich, wären da nicht die hausgemachten Probleme vor allem auf der Passivseite.

Smart Investor: Was würde passieren im Falle eines Double-Dip-Szenarios, wenn also die Wirtschaft 2011 noch einmal abtaucht?

Kanders: Dann sind Immobilienaktien mit Fokus Büro ganz klar auf der Verliererseite. Zudem schneiden in diesem Fall die Unternehmen mit konservativer Finanzstruktur besser ab, werden aber vermutlich auch nicht ungeschoren davonkommen. Hier könnte das Risiko von den USA ausgehen und sich dann erneut ausbreiten. Mein Basisszenario ist das aber nicht.

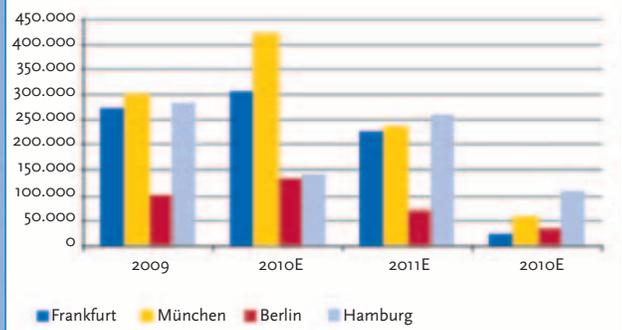
Smart Investor: Sind denn Immobilienaktien wirklich ein guter Inflationsschutz?

Kanders: In der Hyperinflation auf jeden Fall, aber wenn in einem solchen Szenario die Wirtschaft zusammenbricht, dann leiden Immobilienunternehmen auch wieder unter Leerstand. Bei gemäßigter Inflation wiederum stellt sich die Frage, ob die Mieten schnell genug nachgezogen werden können. Dafür profitieren die Unternehmen dann über die Verschuldungsseite. Aber nicht nur das, Immobilienaktien sind überhaupt eine gute Alternative zu einem Wohnungskauf. Wenn Sie sich eine Wohnung kaufen, haben Sie exakt dieses eine Asset, das Sie vermieten. Mit dem gleichen Geldbetrag könnten Sie sich aber genauso gut einen schönen Strauß an Immobilientiteln ins Portfolio legen. Die Renditen sind ordentlich, wobei vielfach noch Dividenden- und Kurssteigerungspotenzial vorhanden sind.

Smart Investor: Herr Dr. Kanders, haben Sie vielen Dank für Ihre Erläuterungen.

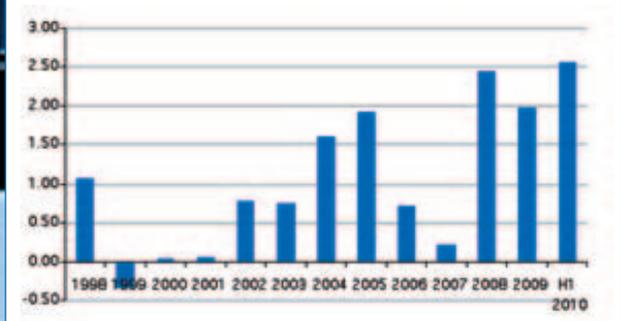
Interview: Tobias Karow

ABB. 1: STARK RÜCKLÄUFIGES NEUBAUVOLUMEN AN DEUTSCHEN TOP-STANDORTEN



Quelle: BNP Paribas Real Estate, WestLB

ABB. 2: ABSTAND ZWISCHEN IMMOBILIENRENDITE UND 10JÄHRIGER BUNDESANLEIHEN IST AUF REKORDHOCH



Quelle: BNP Paribas Real Estate, WestLB

„Wir haben stets Dividende gezahlt“

Smart Investor im Gespräch mit **Dr. Rüdiger Mrotzek**, Vorstand der Hamborner REIT AG, über die Akquisitionsstrategie, das Agieren in der Nische und das Potenzial für Mietpreissteigerungen

Smart Investor: Herr Dr. Mrotzek, wie steht es denn um den REIT in Deutschland?

Mrotzek: Nun ja, die ursprünglichen Erwartungen haben sich zunächst nicht erfüllt. Viele Gesellschaften standen in den Startlöchern, hatten ihre entsprechenden Portfolios zusammengestellt, und dann kam bekanntlich die tiefe Krise ab 2007 und die nicht funktionierenden Börsengänge. Wir waren davon nicht betroffen, denn wir wurden REIT durch reine Satzungsänderung. Bei uns macht der REIT auch unverändert Sinn. Auch im Ausland erfreut sich dieses Segment großer Beliebtheit. Aber ich bin überzeugt, dass sich diese Assetklasse mittelfristig auch in Deutschland durchsetzen wird.

Smart Investor: Ihr Unternehmen hat jüngst fleißig zugekauft. Täuscht der Eindruck, dass Sie stärker regional diversifizieren?

Mrotzek: Nein, der Eindruck täuscht nicht. Wir wollen das Portfolio insbesondere im Süden bzw. Südwesten Deutschlands erweitern. Unser jüngstes Investment, ein Bürogebäude in Ingolstadt, zeigt in diese Richtung. Für uns ist es angesichts der demografischen und ökonomischen Prognosen nach wie vor attraktiv, uns im Süden zu engagieren.

Smart Investor: Wie empfinden Sie denn derzeit die Einkaufssituation?

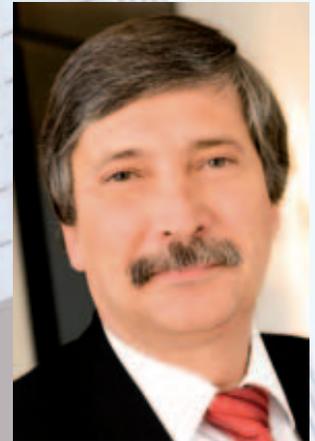
Mrotzek: Die Preisniveaus sind in meinen Augen fair. Die Gesellschaft konzentriert sich auf Städte mittlerer Größe, wie Erlangen oder Ingolstadt, da dort die Marktpreise nach den Erfahrungen der Gesellschaft geringere Volatilitäten und höhere Renditen als in den Ballungszentren aufweisen. Diese Standorte sind gesund, zeigen stabile Renditen, etwa im Einzelhandelsbereich von über 7%. Also genau auf Höhe unserer Zielrenditen. Die großen Investoren kaufen zudem Objekte mit einem Volumen von 50 Mio. EUR aufwärts, wir fühlen uns dagegen mit einem Investitionsvolumen zwischen 5 und 30 Mio. EUR sehr wohl. Diese Nische gewährleistet, stabile Renditen in den skizzierten Märkten erzielen zu können.



Ein typisches Hamborner-Objekt in Herford; Foto: Hamborner REIT

Smart Investor: Sie finanzieren Ihre Immobilien aktuell mit einem Fremdkapitalanteil von 60%. Bleibt das so?

Mrotzek: Solange unser Eigenkapital bei mehr als 50% liegt, wir also bei diesem Kriterium oberhalb der Vorgabe des REIT-Gesetzes von 45% liegen, finanzieren wir Zukäufe zu 60% mit Fremdkapital. Wenn nun durch die Zukäufe die REIT-Eigenkapitalquote auf 50% sinkt, würden wir das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital auf 50 zu 50 korrigieren.



Dr. Rüdiger Mrotzek

Smart Investor: Inwiefern verfügen Sie über Mietsteigerungspotenzial?

Mrotzek: Mir ist schon bewusst, dass die Spielräume hier in Zeiten niedriger Inflation eher gering sind. Bei einigen Objekten mit auslaufenden Mietverträgen waren Neuvermietungen leider nur zu geringeren Konditionen möglich. Das ist sicherlich auch der Wirtschaftskrise geschuldet. Aber das muss nicht so bleiben. Steigt die Teuerung, dann verfügen wir auch wieder über ordentliches Potenzial für Mietpreiserhöhungen.

Smart Investor: Eine letzte Frage noch zum Schluss. Bei deutschen Immobilienaktien müssten Anleger doch so langsam merken, dass diese günstig sind. Was meinen Sie dazu?

Mrotzek: Wie gesagt, legt man ein Inflationsszenario zugrunde, dann schlägt nicht nur die Substanz der Immobilie voll durch, sondern auch das Potenzial für wachsende Erträge. Ich gehe zudem davon aus, dass bei zunehmender wirtschaftlicher Prosperität Immobilien ebenfalls überproportional profitieren sollten. In den letzten Jahren stand natürlich das Thema Sicherheit auch immer wieder im Vordergrund sowie die Stabilität der ausgeschütteten Dividenden. Hamborner hat stets Dividenden gezahlt, darüber hinaus verlässliche Zahlen geliefert. Schauen Investoren hier wieder verstärkt auf Inflationsschutz und laufende Dividende, dann braucht man sich um die Immobilienaktien eigentlich keine Sorgen zu machen. Das Interesse an der Vorabplatzierung im Rahmen unserer Kapitalerhöhung hat gezeigt, dass Immobilienaktien wieder gefragt sind.

Smart Investor: Darauf hoffen wir auch. Haben Sie vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Tobias Karow

„Beim Leerstand sehe ich eine 11 vor dem Komma“

Smart Investor im Gespräch mit **Stephan Rind**, Vorstand der Colonia Real Estate AG, über den Umbau seines Unternehmens, steigende Mietpreise und weiteres Wachstum.

Smart Investor: Herr Rind, Colonia Real Estate ist ja heute ein anderes Unternehmen als noch vor drei Jahren. Woran lässt sich das festmachen?

Rind: Wir haben uns noch mehr auf das fokussiert, was wir am besten können. Das ist einmal der Wohnimmobilienbereich, wo wir als aktiver Bestandhalter agieren. Außerdem sind wir einer der führenden Servicedienstleister rund um Immobilien in Deutschland mit einer integrierten Service-Plattform. Daneben haben wir unsere Struktur erheblich verschlankt, unsere Kostenstruktur liegt mittlerweile 50% unter dem Stand von vor zwei Jahren.

Smart Investor: Wie steht es nun um die Profitabilität?

Rind: Mit unserer jetzigen Aufstellung sind wir in der Lage, unseren Wohnungsbestand nachhaltig in Richtung Profitabilität zu entwickeln. Ziel ist es, aus den Mietüberschüssen durchweg positive Erträge zu erzielen. Und mittlerweile können wir auch im Servicebereich zumindest eine schwarze Null „zeigen“.

Smart Investor: Inwiefern tragen die Leerstandsdaten dazu bei?

Rind: Beim Leerstand kommen wir von 13,6% Ende vergangenen Jahres und liegen derzeit bei 12,4%. Ende 2010 werden wir bei dieser Kennzahl vermutlich eine 11 vor dem Komma haben. Wenn 2012 unser Investitionsprogramm sowie unsere Maßnahmen zur Aktivierung des Portfolios auslaufen, haben wir uns 7% Leerstand als Ziel gesetzt. Das eröffnet uns natürlich Spielraum auf der Einnahmenseite, denn die Leerstandskosten und die Mehreinnahmen an Nettomieten spülen uns dann geschätzt 5 bis 7 Mio. EUR mehr in die Kasse.

Smart Investor: Welche Spielräume sehen Sie denn bei den Nettomieten?

Rind: Aktuell liegen die Nettomieten durchschnittlich bei 4,61 EUR. Dort wo wir in den letzten Jahren saniert haben, können wir Neuvermietungen leerer Wohnungen zu wesentlich höheren Quadratmeterpreisen vornehmen, in Hamburg beispielsweise im Durchschnitt zu 5,33 EUR je m². Diesen Effekt werden wir in den kommenden Jahren auch bei den Durchschnittsmieten sehen.

Smart Investor: Gibt es denn eine Zielgröße für die Zahl an Wohnungen, die Sie verwalten wollen?



Colonia-Wohnungsliegenschaft in der Goethestraße in Geilenkirchen;
Foto: Colonia Real Estate

Rind: Durch den Umbau des Unternehmens haben wir jetzt eine Kostenstruktur geschaffen, mit der wir ohne Probleme das aktuelle Wohnungsportfolio verdoppeln könnten. Wir wollen wieder moderat wachsen, die Skaleneffekte nutzen und schauen uns bereits Portfolien zwischen 500 und 2.000 Einheiten an.

Smart Investor: Ist denn die Zeit für Zukäufe günstig?

Rind: Das muss man differenziert sehen. Es ist erkennbar, dass am Markt für höherpreisige Immobilien kaum mehr etwas zu finden ist. Wir konzentrieren uns auf Portfolien, die über einen gewissen Restrukturierungsbedarf verfügen und deren Eigentümer beispielsweise mit der Verwaltung der Liegenschaft Probleme haben. Im Zuge anstehender Refinanzierungen werden da zwischen 2012 und 2014 bestimmt einige Portfolien auf den Markt kommen.

Smart Investor: Wie steht es denn um Ihren Finanzierungsbedarf?

Rind: Bei einigen Objekten, wo wir mit der Wertschöpfung am Ende angekommen sind, wollen wir durchaus auch einmal verkaufen, damit wir in andere Portfolien mit Potenzial investieren können. Mittlerweile hat aber auch der Kapitalmarkt wieder offene Ohren für größere Transaktionen. Bei neuen Akquisitionen wollen wir nicht über 70% Fremdkapital gehen, einfach um den Leverage in Grenzen zu halten.

Smart Investor: Warum nun wird Ihre Aktie fast schon schändlich links liegen gelassen?

Rind: Mit rund 60% Discount zu unserem per 30.6.2010 errechneten Nettobuchwert (NAV) sind wir europaweit eine der günstigsten Immobilienaktien. Ich denke, wir müssen weiter nachhaltig zeigen, dass wir aus dem Kerngeschäft wieder schwarze Zahlen schreiben. Zusätzlich gilt es, dem Markt zu zeigen, dass wir zukünftige Refinanzierungen, wie bereits in den vergangenen zwei Jahren gezeigt, aus eigener Kraft meistern werden. Weitere kleinere Verkäufe zum Buchwert oder darüber werden dann das notwendige Vertrauen schaffen und in meinen Augen zu einer deutlichen Neubewertung der Gesellschaft führen.

Smart Investor: Herr Rind, haben Sie vielen Dank für das interessante Gespräch.

Interview: Tobias Karow

alstria office REIT-AG

Mit kleinen Schritten aus der Krise und in neues Wachstum



Unternehmensprofil

alstria ist ein Bestandshalter von Büroimmobilien. Das Portfolio hat eine Größe von 1,4 Mrd. EUR, es befinden sich darin 70 Objekte. Das Unternehmen investiert nur in Deutschland mit dem Schwerpunkt Hamburg (ca. die Hälfte der Assets). Aus unserer Sicht ist das Unternehmen konservativ aufgestellt. So beträgt die durchschnittliche Laufzeit der Mietverträge 9,0 Jahre, so dass die Mieteinnahmen langfristig planbar sind. Der Leerstand beträgt trotz der Wirtschaftskrise 7,7%, von denen drei Prozentpunkte durch Refurbishment von Bestandsimmobilien bedingt sind. Das organische Wachstum wird durch das sukzessive Refurbishment und die Neuvermietung der Bestände vorangetrieben. Jährliche Wachstumsraten (ohne Zukäufe) der Mieteinnahmen von 3% sind aus unserer Sicht möglich. Aktuell befinden sich sechs Objekte in der Projektpipeline mit einem Investitionsvolumen von 80 Mio. EUR bei 8 Mio. EUR zusätzlichen Mieteinnahmen. Herausragend ist unseres Erachtens auch die Qualität der Mieter, zu denen unter anderem die Stadt Hamburg (35% der Mieteinnahmen), Daimler (17%) oder Bilfinger Berger (7,4%) gehören. Die Top-5-Mieter sind für 70,5% der Mieteinnahmen verantwortlich.

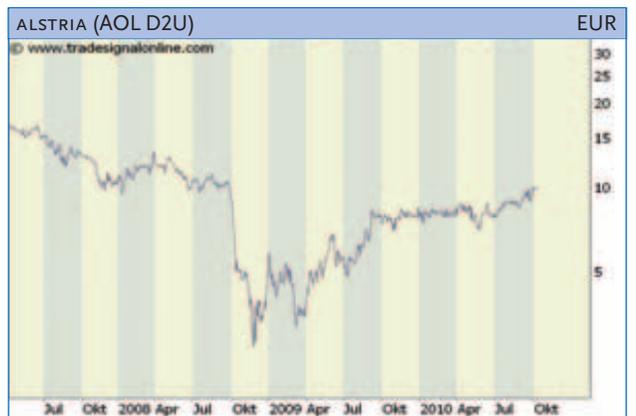
Operative Entwicklung

Die Halbjahreszahlen (Umsatz: 45,2 Mio. EUR, FFO 15,7 Mio. EUR) waren operativ im Rahmen der Erwartungen. Der Leerstand stieg bedingt durch die Projektentwicklungen auf 7,7% (Ende 2009: 6,5%). Neben den operativen Zahlen ist aus unserer Sicht die Finanzierungsstruktur zu erwähnen. Im Juli konnte das Unternehmen weitere Kredite refinanzieren. Hierdurch wird im zweiten Halbjahr eine einmalige eigenkapitalneutrale Aufwendung in Höhe von 29,0 Mio. EUR durch die Gewinn- und Verlustrechnung gebucht werden. Insgesamt muss alstria bis 2015 kei-

alstria office REIT AG

Internetadresse	www.alstria.de
ISIN	DE000A0LD2U1
Wertpapierkennnummer (WKN)	AOL D2U
Bloombergkürzel	AOX
Kurs (06.10.2010;10:32 ETR) in EUR	9,98
Aktienanzahl in Mio.	56,0
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	558,9
Free Float	39,0%
NAV je Aktie (in EUR; BHL Ende 2010)	11,29
Abschlag des Kurses zum NAV	11,6%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	9,75
52-Wochen-Tief (in EUR)	6,92
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	46.259
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	23,9%
Absolute Performance (ggü. Vj)	17,9%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	10.11

Quelle: alstria office REIT AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	102,1	102,5	88,3	87,6	91,4
- Veränderung ggü. Vj	---	0,4%	-13,9%	-0,8%	4,4%
EBIT	-2,7	-3,9	51,7	72,7	76,5
- Veränderung ggü. Vj	---	41,3%	---	40,5%	5,3%
- EBIT-Marge	---	-3,8%	58,6%	83,0%	83,7%
Jahresüberschuss	-56,0	-79,7	-3,5	27,4	31,6
- Veränderung ggü. Vj	---	42,2%	-95,6%	---	15,3%
- Nettomarge	---	-77,7%	-4,0%	31,3%	34,6%
Ergebnis je Aktie	-1,02	-1,44	-0,06	0,49	0,57
- Veränderung ggü. Vj	---	40,7%	-95,7%	---	15,3%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	neg.	20,4	17,7
Dividende je Aktie	0,52	0,50	0,40	0,40	0,40
- Dividendenrendite	---	---	4,0%	4,0%	4,0%

Quelle: alstria office REIT AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD

ne weiteren wesentlichen (ein kleinerer Kredit wird 2014 fällig) Kredite refinanzieren, was die Visibilität merklich erhöht. Bereits in die zweite Jahreshälfte fällt der Verkauf von vier in Hamburg gelegenen Immobilien zu 81,7 Mio. EUR, was 5% über dem Buchwert liegt. Unter Einbezug dieser Verkäufe gelingt es dem Unternehmen, die REIT-Eigenkapitalquote auf über 45% zu bringen. Zur Erinnerung, bei alstria lag diese Quote in den vergangenen beiden Jahresabschlüssen darunter, so dass Ende 2010 eine Quote von größer 45% erreicht werden muss, um den REIT-Status zu behalten. Zudem erhöhte die Gesellschaft Mitte September ihr Aktienkapital um 10%. Im Zuge dieser Transaktion flossen dem Unternehmen brutto 49 Mio. EUR zu.

Chancen und Risiken

Mit dem Erreichen der mindestens 45% REIT-Eigenkapitalquote wird das Unternehmen wieder auf Wachstum umschalten. So plant das Management neben weiteren Sale-and-lease-back-Transaktionen auch opportunistisch in Non-Core-Assets (beispielsweise nur kurzfristige Mietverträge) zu investieren. In diesem Bereich gibt es aktuell nur einen begrenzten Transaktionsmarkt, da die Preisvorstellungen zwischen Käufer und Verkäufer noch zu unterschiedlich sind. Auf absehbare Zeit sollte dieser Transaktionsmarkt bei diesen Immobilien durch Fire-Sales (Notverkäufe) an Fahrt gewinnen. Dies wird unseres Erachtens ab 2011 wahrscheinlich sein. Um die Eigenkapitalquote dennoch weiter zu verbessern und Finanzierungsrisiken zu senken, wird der Ausbau des Immobilienbestandes mit der oben genannten Kapitalerhöhung finanziert. Wir gehen davon aus, dass das Management das Geld in den nächsten fünf bis sechs Monaten in eine neue Immobilie anlegen wird. Unter dem Strich wird dann das geringere finanzielle Risiko mit einem höheren operativen Risiko ersetzt werden. Im Rahmen der Kapitalerhöhungen wurde der NAV leicht verwässert. Das Dividendenniveau soll trotz der Kapitalerhöhung durch das Investment in neue Assets stabil gehalten werden.

Ausblick

Für 2010 erwartet alstria Umsätze in Höhe von 89 Mio. EUR bei einem FFO von 27 Mio. EUR. Bei den Halbjahreszahlen befand

sich das Unternehmen im Plan. Ergebnisseitig sollten vor allem die oben beschriebenen Zinshedges (bedingt durch die neue Finanzierungsstruktur) belasten. Für das kommende Jahr sehen wir aktuell mehr Visibilität und gehen davon aus, dass es – bis auf den Abverkauf von Projekten – keine Veräußerungen mehr geben wird, so dass eine stabile Mietentwicklung zu erwarten ist (ohne Zukäufe). Das Unternehmen steht aktuell operativ wie auch finanziell auf soliden Füßen. Zum einen besteht der Mieterpool aus solventen Mietern und zum anderen ist die Finanzierung langfristig sicher gestellt. So hat alstria mit 42,2% Eigenkapitalquote bzw. >45% REIT-EK-Quote eine konservative Finanzierungsstruktur (BHLe für 2010), und erst 2015 werden mit etwas weniger als 700 Mio. EUR wieder größere Kredite zu refinanzieren sein. Durch einmalige Aufwendungen wird die Eigenkapitalverzinsung 2010 leicht negativ ausfallen. In den kommenden Jahren sollte diese bei 4,3% bzw. 4,9% liegen. Die Verzinsung des Eigenkapitals wird durch die Bewirtschaftung des Bestandes verdient. 2010 wird es aus unserer Sicht keine weiteren Wertberichtigungen auf das Immobilienportfolio geben. Der Wert des Portfolios wurde durch die Verkaufserlöse von Immobilien zuletzt indikativ bestätigt.

Der Wert des Portfolios wurde durch die Verkaufserlöse von Immobilien zuletzt indikativ bestätigt.

Fazit

Die Aktie des Unternehmens ist ein solides Investment. Nach der guten operativen Entwicklung sowie dem Aktienkursverlauf ist aus unserer Sicht die Anzahl der Kurstreiber kurzfristig begrenzt. Ab 2011 werden der erneute Ausbau des Portfolios und die durch Kapitalerhöhung getriebene bessere Finanzierungsstruktur ein Kurstreiber sein. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe



alstria-Objekte in Köln (oben) und Essen



CR Capital Real Estate AG

Wachstumskurs wird gehalten



Unternehmensprofil

Die CR Capital Real Estate AG, im Mai 2008 gegründet, fokussiert sich auf das Management von Wohn- und Gewerbeimmobilien im Ballungsraum Berlin. Das Immobilienportfolio der CR Capital Real Estate AG setzt sich aktuell aus acht Immobilien mit einer gesamten vermietbaren Fläche von rund 19.000 m² zusammen. Dies ist nochmals eine deutliche Erhöhung nach rund 4.600 m² im Vergleich zum 30.06. des Vorjahres sowie ca. 10.000 m² zum Jahresende 2009. Zwei Immobilien des Portfolios sind Stadtvillen und liegen in Berlin-Grunewald. Die vermietbare Fläche summiert sich hier auf insgesamt 1.768 m². Mittlerweile besitzt die Gesellschaft zudem drei Gewerbeimmobilien in Schönefeld/Waltersdorf in der Nähe des künftigen Großflughafens (vermietbare Fläche von insgesamt 5.401 m²) und zwei zu entwickelnde Wohnimmobilien am Standort Prenzlauer Berg (3.922 m²). Im Juli 2010 wurden 3.750 m² Wohn- und Gewerbefläche in Berlin-Zehlendorf erworben. Der sogenannte Claytower beinhaltet 86 Apartments und hat eine Vermietungsquote von 100%. Der jüngste Zukauf erfolgte wiederum in Berlin-Grunewald. Das Gewerbeobjekt ist ebenfalls vollständig vermietet und weist eine Gewerbefläche von 3.665 m² auf.

Der Wohnimmobilienanteil im Portfolio liegt aktuell bei rund 42%. Dieser soll weiter gesteigert werden, um von der geringen Volatilität der Cashflows aus Wohnmieten zu profitieren. Aufgrund der stabilen Mittelzuflüsse sollen aber voll vermietete Gewerbeimmobilien in der Wachstumsphase des Unternehmens Teil des Portfolios bleiben. Um weiteres Eigenkapital für Wachstum zu generieren, sollen die Villen in Grunewald veräußert werden. Die Immobilie in der Lassenstraße ist bereits zu 50% verkauft. Seit Januar 2009 besitzt die CR Capital Real Estate den Vor-REIT-Status, wobei das Immobilienportfolio bereits aus REIT-fähigen Objekten besteht. Die Gesellschaft hat das Ziel, der erste deutsche Wohn-REIT zu werden, und richtet alle Zukäufe an den Vorgaben des REIT-Gesetzes aus. Läuft der weitere Portfolioausbau planmäßig, ist das Erreichen des REIT-Status Ende 2011 realistisch. Das Kerngeschäft des Unternehmens ist der Bestandsaufbau und die langfristige Vermietung von Immobilien. Im Rahmen der REIT-Anforderungen wird der Immobilienhandel eingeschränkt getätigt. Zukünftig sollen vermehrt sowohl der Neubau von Mehrfamilienhäusern als auch die Revitalisierung von Wohnungs-Altbauten verfolgt werden. Seit vergangem Jahr wurde die Struktur des Konzerns optimiert. Die Gewerbeimmobilien am Flughafen Schönefeld wurden in der Tochtergesellschaft CR Capital Airport GmbH & Co. KG gebündelt, während die im Januar 2010 gegründete CR

Capital Properties GmbH & Co. KG Projektentwicklungen und Bestandsmanagement der Wohnimmobilien übernimmt.

Operative Entwicklung

Die Halbjahresergebnisse 2010 wurden wesentlich durch das vergrößerte Portfolio bestimmt. Die Mieterlöse stiegen von 220.000 EUR

CR Capital Real Estate AG	
Internetadresse	www.crr realestate.de
ISIN	DE000A0WMQ53
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0W MQ5
Bloombergkürzel	CRZ
Kurs (06.10.2010;10:00 ETR) in EUR	0,95
Aktienanzahl in Mio.	15,0
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	14,3
Free Float	90,0%
NAV je Aktie (in EUR; BHL Ende 2010)	n.a.
Abschlag des Kurses zum NAV	n.a.
52-Wochen-Hoch (in EUR)	2,35
52-Wochen-Tief (in EUR)	0,80
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	9.273
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-9,9%
Absolute Performance (ggü. Vj)	11,1%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	11.11

Quelle: CR Capital Real Estate AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	0,0	5,7	4,5	6,8	6,9
- Veränderung ggü. Vj	---	151248,9%	-21,5%	52,4%	1,8%
EBIT	3,2	0,9	1,8	4,6	5,5
- Veränderung ggü. Vj	---	-72,7%	105,4%	157,0%	19,6%
- EBIT-Marge	---	15,4%	40,2%	67,8%	79,7%
Jahresüberschuss	3,3	0,6	1,2	3,1	3,7
- Veränderung ggü. Vj	---	-81,4%	98,3%	152,9%	19,3%
- Nettomarge	---	10,8%	27,4%	45,4%	53,3%
Ergebnis je Aktie	0,28	0,04	0,08	0,21	0,25
- Veränderung ggü. Vj	---	-85,7%	100,0%	162,5%	16,7%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	11,9	4,5	3,9
Dividende je Aktie	0,10	0,06	0,06	0,19	0,22
- Dividendenrendite	---	---	6,3%	20,0%	23,2%

Quelle: CR Capital Real Estate AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD

auf 395.000 EUR. Aus dem Verkauf von Grundstücken wurden weitere 1,1 Mio. EUR erwirtschaftet, so dass insgesamt Umsatzerlöse von 1,49 Mio. EUR realisiert wurden. Die Gesellschaft hat zum Halbjahr ein EBIT von -158.000 EUR und ein Nachsteuerergebnis von -154.000 EUR ausgewiesen. Im Vorjahr wurde mit 106.000 EUR ein positives EBIT ausgewiesen, welches allerdings einen Sondereffekt von rund 240.000 EUR enthielt. Zu beachten ist, dass die Ergebniszahlen zum Halbjahr durch die Modernisierungsmaßnahmen in den Gewerbeimmobilien sowie durch Erwerbs- und Baukosten für die Projektentwicklungen negativ beeinflusst wurden. Zum 30.6.2010 lag die Eigenkapitalquote bei komfortablen 77%. Im Zuge weiterer Immobilienankäufe soll vermehrt Fremdkapital aufgenommen werden, wobei die Marke von 50% nicht unterschritten werden soll. Für 2009 wurde eine Dividende von 0,06 EUR (Vorjahr: 0,10 EUR) je Aktie gezahlt.

Chancen und Risiken

Zukäufe sind in attraktiven Lagen in Berlin und Potsdam zu erwarten, was das Portfolio auch für kommende Marktkrisen stabil aufstellt. Der Standort Berlin weist aktuell interessante Kaufopportunitäten auf und bietet durch die positive wirtschaftliche und demografische Entwicklung Perspektiven auf höhere Marktwerte gut gelegener Immobilien. Auch im Umkreis des neuen Großflughafens Schönefeld sollten Marktwertsteigerungen möglich sein, an denen die Gesellschaft durch die frühe Positionierung an dem Standort partizipieren sollte. Ein wachsendes Portfolio sollte darüber hinaus ebenso wie das Erreichen des REIT-Status die Wahrnehmung der noch jungen Gesellschaft am Kapitalmarkt erhöhen. Aktuell ist das noch kleine Portfolio mit entsprechenden Einzelrisiken der jeweiligen Immobilien versehen. Jeder Wachstumsschritt verringert dieses Risiko.

Ausblick

Die CR Capital Real Estate AG strebt eine Verdoppelung der vermietbaren Fläche auf ca. 20.000 m² an. Mit aktuell rund 19.000 m² wurde diese Vorgabe bereits nahezu erreicht. Im zweiten Halbjahr 2010 rechnet der Vorstand mit einer Steigerung der Jahresergebnisse gegenüber 2009, getrieben durch Immobilienverkäufe. Für 2011 werden steigende Umsätze durch den Ausbau des Portfolios und den Verkauf von Wohnungen am Standort Prenzlauer Berg erwartet. Der geographische Schwerpunkt soll auch langfristig die Region Berlin/Potsdam sein. Das Management geht davon aus, dass der Immobilienstandort Berlin insbesondere aufgrund des zu erwartenden Mietpreisanstiegs attraktiv bleiben wird.

Fazit

Die noch junge Gesellschaft hat einen ersten Track Record aufgebaut und beweist aus unserer Sicht, dass Wachstum und unverändert hohe Renditen vereinbar sind. Wir gehen davon aus, dass die Wachstumsziele erreicht und Ergebnissteigerungen erzielt werden. Die Strategie bietet klare Perspektiven, ist aber gleichzeitig in der Wachstumsphase auch in hohem Maße opportunistisch. Die Marktkapitalisierung ist aktuell noch gering. Wir empfehlen, die Aktie auf die Watchlist zu nehmen. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe



Vor allem in Berlin ist CR Capital Real Estate aktiv: Im Bild eine Villa in der Hubertusallee im Berliner Grunewald (Oben), unten ein Gewerbeobjekt in der Nähe des neuen Berliner Großflughafens Schönefeld





Colonia REAL ESTATE AG

Colonia Real Estate AG

Hoher Abschlag auf den NAV wirkt verlockend

Unternehmensprofil

Colonia (IK, s. S. 5) hat zwei Geschäftsbereiche, Investments und Service. Der Bereich Investments fasst den Eigenbestand an Wohnimmobilien (ca. 19.000 Wohneinheiten; ca. 814 Mio. EUR Marktwert) und Co-Investments (anteiliger Wert: 14,5 Mio. EUR) zusammen. Die Schwerpunkte des Wohnimmobilienportfolios sind Salzgitter (8.700) und Berlin (4.600). Der durchschnittliche Leerstand des Portfolios beträgt derzeit 12,4%. Der Service-Bereich inklusive des Asset Managements, das im ersten Halbjahr nicht profitabel war, ist sukzessive gestrafft worden. Ziel ist es, auch ohne zyklische Immobilientransaktionen profitabel zu arbeiten. Es befinden sich 2,1 Mrd. EUR Assets unter Management. Diese werden für den Eigenbedarf sowie für Dritte gemangt. Das Dienstleistungsangebot reicht von Market Screening, Dienstleistungen bei Transaktionen, Optimierung der jeweiligen Immobilienportfolios, Development bis hin zu projektbezogenen Dienstleistungen. Auch die Veräußerung von Immobilien für Dritte (GSW ist einer der größten Kunden) wird angeboten.



Das City-Hochhaus in Leipzig gehört zu den Vorzeigeobjekten von Colonia Real Estate. Gleiches gilt für das Wohnobjekt „Am Brinke“ im Salzgitter.

Operative Entwicklung

Im zweiten Quartal ist die Gesellschaft in die Verlustzone gerutscht. Hintergrund ist zum einen das geringere Nettomietergebnis als im ersten Quartal (Netto: 6,0 Mio. EUR; Q1 2010: 10,4 Mio. EUR). Das Unternehmen begründet diesen Rückgang mit Ausgaben im eigenen Bestand von mehr als 4 Mio. EUR im zweiten Quartal. Diese wurden zum Großteil nicht aktiviert. Dabei konnte der Leerstand auf 12,4% (-1,2 Prozentpunkte zu Q4

Colonia Real Estate AG

Internetadresse	www.cre.ag
ISIN	DE0006338007
Wertpapierkennnummer (WKN)	633 800
Bloombergkürzel	KBU
Kurs (06.10.2010;10:28 ETR) in EUR	4,11
Aktienanzahl in Mio.	28,5
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	117,0
Free Float	76,6%
NAV je Aktie (in EUR; BHL Ende 2010)	10,45
Abschlag des Kurses zum NAV	60,7%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	5,00
52-Wochen-Tief (in EUR)	3,81
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	110.633
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-8,0%
Absolute Performance (ggü. Vj)	8,4%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	10.11

Quelle: Colonia Real Estate AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	101,3	97,3	93,0	89,7	88,6
- Veränderung ggü. Vj	---	-3,9%	-4,4%	-3,5%	-1,2%
EBIT	-58,5	35,4	32,4	35,2	36,1
- Veränderung ggü. Vj	---	---	-8,7%	8,9%	2,5%
- EBIT-Marge	---	36,4%	34,8%	39,3%	40,8%
Jahresüberschuss	-82,6	9,4	1,6	6,0	7,3
- Veränderung ggü. Vj	---	---	-83,4%	285,2%	22,0%
- Nettomarge	---	9,6%	1,7%	6,7%	8,3%
Ergebnis je Aktie	-3,62	0,35	0,05	0,21	0,26
- Veränderung ggü. Vj	---	---	-84,2%	285,2%	22,0%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	75,0	19,5	16,0
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Dividendenrendite	---	---	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Colonia Real Estate AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD

2009) gesenkt und die durchschnittliche Quadratmetermiete (4,59 EUR/m²; Q1 2010: 4,60 EUR/m²) stabilisiert werden. Zum anderen fiel das Nettoergebnis aus dem Asset Management, bedingt durch Einmaleffekte von 0,3 Mio. EUR (Neubesetzung der Geschäftsführung), negativ aus (-0,2 Mio. EUR; Q1 2010: 0,1 Mio. EUR). Die Strukturen in diesem Geschäftsbereich sind nun so aufgestellt, dass auch ohne zyklische Immobilienverkäufe Gewinne ausgewiesen werden können. Bereits im Gesamtjahr 2010 soll ein Gewinn in diesem Bereich erzielt werden.

Chancen und Risiken

Ein weiterer Abverkauf des Immobilienbestandes, vor allem im süddeutschen Raum, soll auch in der zweiten Jahreshälfte vorangetrieben werden. Die Verkäufe sollen in diesem Jahr zwischen 20 und 30 Mio. EUR liegen. Gleichzeitig ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass weitere Bestände im Norden von Deutschland gekauft werden. Das Unternehmen plant, mittelfristig wieder auf einen Bestand von 20.000 Wohneinheiten zu kommen. Die Übernahme eines Portfolios soll nur erfolgen, wenn es von Anfang an zusätzliche Netto-Cashflows generiert. Es ist vorstellbar, dass eine Finanzierung zum Teil über eine Sachkapitalerhöhung (max. 10% des Aktienkapitals) erfolgt. Zusätzliches Chancenpotenzial ergibt sich durch den Abbau des Leerstands des Immobilienportfolios. Bis zum Jahresende wurde eine Verringerung auf 11 bis 12% (aktuell 12,4%) in Aussicht gestellt.

Risiken lauern aus unserer Sicht vor allem finanzierungsseitig. Ende 2011 ist eine Wandelanleihe (ca. 61 Mio. EUR) zu refinanzieren (Verzinsung: 1,875%). Zur Finanzierung stehen hier verschiedene Optionen offen: a) eine neue Wandelanleihe, wobei hierfür bei der nächsten ordentlichen Hauptversammlung genügend Bedingtes Kapital geschaffen werden muss; b) eine Kapitalerhöhung (ungünstig durch den aktuell hohen Abschlag auf den NAV); c) unbesicherte Bankkredite (mit voraussichtlich 8 bis 10% Verzinsung scheint dies unattraktiv) oder d) eine Kombination aus verschiedenen Maßnahmen, die u.a. eine teilweise Ablösung der Anleihe aus geplanten Verkaufserlösen umfassen könnten. Zudem stehen 2013 mit etwas mehr als 200 Mio. EUR die nächsten größeren Beträge zur Refinanzierung an. Das Unternehmen ist zuversichtlich, diese Kredite refinanzieren zu können. Eine Refinanzierung noch vor der Fälligkeit scheint unseres Erachtens das wahrscheinlichste Szenario. Aus unserer Sicht sollte eine Refinanzierung zu günstigen Konditionen möglich sein. Bei einem Anstieg der Eigenkapitalquote (aktuell 27,1%) sollte dies leichter zu bewerkstelligen sein.

Ausblick

Das Unternehmen hat keine quantitative Guidance gegeben, sondern eine Übersicht über verschiedene Ziele. Das Management plant, die (vergleichbaren) Mieteinnahmen gegenüber dem Vorjahr zu erhöhen. Zudem steht die Rückführung des Asset Managements in die Gewinnzone im Mittelpunkt. Die Eigenkapitalquote soll zwischen 25 und 35% liegen. In der zweiten Jahreshälfte ist mit weiteren Aufwendungen (ca. 3 Mio. EUR) zu rechnen. Die Eigenkapitalverzinsung sollte 0,5% für 2010 betragen (implizierte Verzinsung durch den Abschlag zum NAV: 1,2%). Diese wird komplett durch die Bewirtschaftung der Immobilien sowie durch die Gewinne des Dienstleistungsgeschäftes verdient (keine Bewertungsgewinne). Durch die Erhöhung der Miet- und der Asset-Management-Cashflows sollte die Verzinsung in den kommenden Jahren auf 2,2% (implizierte Verzinsung: 5,1%) bzw. 2,7% (6,3%) ansteigen.

Fazit

Kurstreiber könnte unseres Erachtens der Kauf weiterer Wohnimmobilien sein, die das bisherige Portfolio ergänzen. Belastend wirken hingegen die Fragen rund um die Wandelanleihe. Eine Lösung bietet wiederum Aufwärtspotenzial für die Aktie. Bei einem Abschlag des Aktienkurses von NAV von 60,7% ist vieles in die Aktie eingepreist. Unseres Erachtens ist der Wert fair bewertet. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Innenansicht eines Gewerbeobjektes aus dem ARGO-Portfolio im Hannoveraner Pelikanviertel

Deutsche EuroShop AG

Ein Profiteur der Krise



Hier kauft Klagenfurt ein: In den City-Arkaden

Unternehmensprofil

Die Deutsche EuroShop AG (IK, s. S. 5) investiert in Shoppingcenter in erstklassiger Lage. Zurzeit verfügt die Deutsche EuroShop AG über 17 Center in Deutschland, Österreich, Polen und Ungarn (das 18. Center wird im Januar 2011 hinzukommen). Die Shoppingcenter haben eine vermietbare Fläche von jeweils mindestens 20.000 m². Das Unternehmen strebt jeweils einen Anteil von mindestens 50% an. Jedes der Center hat mindestens 80 Mieter, davon zwei bis drei sogenannte Magnet-Mieter. Durch diese Vielfalt wird die Abhängigkeit gegenüber einzelnen Mietern verringert. Investitionen in neue Objekte sollten mit einer Nettoanfangsrendite von 5,5 bis 6% verbunden sein. Der Portfolio-Ausbau ist meist mit einer Kapitalerhöhung verbunden.

Operative Entwicklung

Die Ergebnisse zum ersten Halbjahr wurden durch zwei wichtige Aspekte geprägt. Zum einen durch das Umsatzwachstum, vor allem bedingt durch das Anfang 2010 übernommene „A10“-Center bei Berlin, und zum anderen durch das hohe ergebnisseitige Wachstum durch das operative Geschäft und durch den Wegfall von Bewertungsgewinnen (im 1. Hj. 2009 hatte der Konzern Bewertungsgewinne von 10,8 Mio. EUR). Jüngst kaufte die Deutsche EuroShop das 18. Center. Dieses ist in Hamburg gelegen. Die Nettoanfangsrendite beträgt 6,0%. Unseres Erachtens ist nicht auszuschließen, dass in deren Zuge eine Kapitalerhöhung stattfinden wird. Hintergrund ist hier die konservative Finanzierung des Unternehmens mit einem Eigenkapitalanteil von ca. 50%. Wann die Kapitalerhöhung erfolgen wird, bleibt abzu-

Deutsche EuroShop AG

Internetadresse	www.deutsche-euroshop.de
ISIN	DE0007480204
Wertpapierkennnummer (WKN)	748 020
Bloombergkürzel	DEQ
Kurs (06.10.2010;10:33 ETR) in EUR	25,85
Aktienanzahl in Mio.	45,9
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	1.186,4
Free Float	74,1%
NAV je Aktie (in EUR; BHLe Ende 2010)	25,78
Abschlag des Kurses zum NAV	-0,3%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	25,55
52-Wochen-Tief (in EUR)	21,72
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	104.635
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	9,3%
Absolute Performance (ggü. Vj)	9,2%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	11.11

Quelle: Deutsche EuroShop AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	115,3	127,6	141,1	123,4	127,2
- Veränderung ggü. Vj	---	10,6%	10,7%	-12,6%	3,1%
EBIT	98,1	110,7	120,5	106,7	110,1
- Veränderung ggü. Vj	---	12,8%	8,8%	-11,5%	3,2%
- EBIT-Marge	---	86,8%	85,4%	86,5%	86,5%
Jahresüberschuss	68,9	34,4	51,1	79,5	81,9
- Veränderung ggü. Vj	---	-50,1%	48,7%	55,5%	3,1%
- Nettomarge	---	26,9%	36,2%	64,4%	64,4%
Ergebnis je Aktie	2,00	0,93	1,14	1,62	1,67
- Veränderung ggü. Vj	---	-53,4%	21,6%	43,1%	3,1%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	22,8	15,9	15,4
Dividende je Aktie	1,05	1,05	1,05	1,10	1,10
- Dividendenrendite	---	---	4,1%	4,3%	4,3%

Quelle: Deutsche EuroShop AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD

warten. Das Unternehmen befindet sich aktuell in Gesprächen für den Kauf eines weiteren Centers. Nach Abschluss der Gespräche wird feststehen, ob ein oder zwei Center zu refinanzieren sind. Das Unternehmen ist weiterhin gut aufgestellt, um seine Guidance zu erreichen. Bei der Deutsche EuroShop stehen aktuell keine Center zum Verkauf. Ein Verkauf würde aus unserer Sicht für die Aktionäre aktuell kaum einen Mehrwert bedeuten.

Chancen und Risiken

Da sich die Deutsche EuroShop als reiner Finanzinvestor versteht, ist das Centermanagement aller Shoppingcenter an die ECE ausgelagert. Die ECE ist ein europaweit tätiger Centermanager in etwa 130 Shoppingcentern. Auf der einen Seite besteht dadurch eine gewisse Abhängigkeit der Deutsche EuroShop von der ECE, gleichzeitig ermöglicht diese Kooperation eine schlanke Unternehmensstruktur der Deutsche EuroShop. Gleichzeitig profitiert man von den Möglichkeiten des europäischen Marktführers. Nicht nur im eigentlichen Centermanagement gibt es dabei Vorteile, auch in den Mietverhandlungen mit großen Einzelhandelsketten kann die Deutsche EuroShop durch ihren Partner ECE auf Augenhöhe verhandeln. Durch diese Struktur ist das Unternehmen sehr geradlinig und schlank (nur sechs

Mitarbeiter) aufgestellt. Mittlerweile hat die Deutsche EuroShop 18 Center, wodurch das Klumpenrisiko jedes einzelnen Projekts begrenzt ist.

Ausblick

Beim Ausblick bestätigte das Management die bisherige Guidance: Umsatz 139–142 Mio. EUR; EBIT: 118–121 Mio. EUR; EBT (ohne Bewertung): 58–60 Mio. EUR; FFO: 1,33–1,38 EUR. Diese Ziele sollten aus unserer Sicht erreichbar sein. Im weiteren Jahresverlauf könnte der Anteil an den Bestandscentern weiter erhöht werden. Die Platzierung einer Kapitalerhöhung, zur Finanzierung der Zukäufe, sollte unserer Einschätzung nach für das Unternehmen kein Problem darstellen. Bereits in der Vergangenheit war die Deutsche EuroShop in der Lage, frisches Kapital an der Börse aufzunehmen. Im Juli 2010 ist das Unternehmen zudem eine strategische Partnerschaft mit der Hamburger Vermögensverwaltungsgesellschaft KG CURA (Muttergesellschaft der ECE-Gruppe) eingegangen. In deren Rahmen verpflichtet sich die KG CURA, bei Bezugsrechtskapitalerhöhungen jeweils 20% des Emissionsvolumens zu zeichnen (max. 150 Mio. EUR). Zudem wird die Kooperation mit der ECE-Gruppe unterstrichen, indem die Centermanagementverträge der Bestandscenter der Deutsche EuroShop bis zum 30.6.2020 jeweils um zehn Jahre zu marktüblichen Konditionen verlängert werden. Die Dividende für 2010 sollte 1,05 EUR je Aktie betragen. Wie bisher wird das Bewertungsergebnis auf den Immobilienbestand nicht geguidet. Für das Bewertungsergebnis auf Immobilien erwarten wir für das Jahr 2010 ein positives Ergebnis von 2,5 Mio. EUR. Dabei rechnen wir mit einer Abwertung auf das Bestandsportfolio von knapp 1%, was durch die Zuschreibung auf das neue „A10“-Center überkompensiert werden sollte.

Fazit

Aus unserer Sicht gehört die Deutsche EuroShop in Bezug auf Kontinuität, klares Geschäftsmodell und konservative Finanzierung zu den Standardinvestments der deutschen Immobilienaktien. Zudem sichert die Kooperation mit CURA das zukünftige Wachstum der Deutschen EuroShop ab. Auch wenn das Upside-Potenzial bei anderen Aktien höher ist, so ist das Unternehmen visibel aufgestellt, was sich auch in der zukünftigen Aktienkursentwicklung widerspiegeln sollte. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Innen- und Außenansicht: Das Rhein Neckar-Zentrum in Viernheim (links) sowie die Altstadtgalerie in Dresden





Hier lässt sich's leben: Die Siemensstadt in Berlin gehört zum Portfolio der Deutsche Wohnen.

Deutsche Wohnen AG

Gute finanzielle Lage



Unternehmensprofil

Die im SDAX gelistete Deutsche Wohnen ist der zweitgrößte deutsche börsennotierte Wohnimmobilienbestandhalter. Das Gesamtportfolio enthält 48.000 Wohneinheiten. Das Unternehmen verfolgt im Rahmen der Geschäftsstrategie eine Fokussierung auf attraktive Wohnimmobilien, vor allem in den Regionen Berlin (21.400) und Rhein-Main (7.400). Die Geschäftstätigkeit ist in die Bereiche Wohnungsbewirtschaftung und Verkauf (Blockverkäufe und Einzelprivatisierung von Wohnungen) aufgeteilt. Strategisches Ziel im Bereich Wohnungsbewirtschaftung ist das Heben von Wertpotenzialen durch aktives Mietmanagement (u.a. Mietoptimierung und Leerstandsreduzierung, Modernisierung und Sanierung).

Das Geschäftsmodell wird durch Immobilienveräußerungen abgerundet. Der zum Verkauf stehende Wohnungsbestand gliedert sich in die Bereiche Einzelverkauf und Blockverkauf. Im Rahmen des Einzelverkaufs wird angestrebt, Wohnungen vorwiegend an Selbstnutzer zu über den in der Bilanz ausgewiesenen Werten zu veräußern. Im Blockverkaufsbestand werden Wohnungen erfasst, die nicht mehr der Ausrichtung der Geschäftsstrategie der Gesellschaft entsprechen und sich in Randlagen befinden.

Operative Entwicklung

Die Umsätze aus der Wohnungsbewirtschaftung (129,9 Mio. EUR, 1. Hj 2009: 130,7 Mio. EUR) konnten im Kernportfolio durch höhere Durchschnittsmieten (5,40 EUR/m²; 1. Hj 2009: 5,26 EUR/m²) und einen geringeren Leerstand (3,0%; 1. Hj 2009: 3,6%) stabilisiert werden, obwohl der Bestand um ca. 2.000 Wohneinheiten (4%) zurückging. Der Gewinnanstieg des Unternehmens hat dagegen folgende drei Gründe: Erstens gingen die Zinszahlungen um 5,6 Mio. EUR (ca. 10%) durch geringere Finanzverbindlichkeiten (1,8 Mrd. EUR; 1. Hj 2009: 2,0 Mrd. EUR) zurück. Vor allem die Kapitalerhöhung im Herbst letzten Jahres wirkte hier entlastend. Zweitens gewinnt der Abverkauf von Wohnimmobilien an Schwung. Es wurden 55,7 Mio. EUR an Assets

Deutsche Wohnen AG	
Internetadresse	www.deutsche-wohnen.de
ISIN	DE000A0HN5C6
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0H N5C
Bloombergkürzel	DWNI
Kurs (06.10.2010;10:32 ETR) in EUR	9,00
Aktienanzahl in Mio.	81,6
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	734,4
Free Float	75,8%
NAV je Aktie (in EUR; BHLe Ende 2010)	10,92
Abschlag des Kurses zum NAV	17,6%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	8,45
52-Wochen-Tief (in EUR)	6,13
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	171.144
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	19,1%
Absolute Performance (ggü. Vj)	1,0%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	29.11

Quelle: Deutsche Wohnen AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	315,5	306,3	290,9	301,4	321,1
- Veränderung ggü. Vj	---	-2,9%	-5,0%	3,6%	6,5%
EBIT	-171,9	122,9	139,4	153,8	165,3
- Veränderung ggü. Vj	---	---	13,4%	10,3%	7,5%
- EBIT-Marge	---	40,1%	47,9%	51,0%	51,5%
Jahresüberschuss	-256,0	-13,3	17,2	29,8	32,3
- Veränderung ggü. Vj	---	-94,8%	---	73,1%	8,3%
- Nettomarge	---	-4,3%	5,9%	9,9%	10,0%
Ergebnis je Aktie	-9,70	-0,33	0,21	0,36	0,39
- Veränderung ggü. Vj	---	-96,6%	---	73,1%	8,3%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	42,8	24,7	22,8
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,10	0,20	0,25
- Dividendenrendite	---	---	1,1%	2,2%	2,8%

Quelle: Deutsche Wohnen AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD

(1. Hj 2009: 18,7 Mio. EUR) verkauft. Drittens verbesserte sich durch den Wegfall der Restrukturierungsaufwendungen des Vorjahres das Ergebnis um 5 Mio. EUR.

Chancen und Risiken

Die Fokussierung des Wohnimmobilienbestands geht weiter. Das Unternehmen wird hierfür bis zu 8.300 Wohneinheiten abverkaufen. Ein Abverkauf der Pflegeheime (ein Randgeschäft des Unternehmens) steht wegen unterschiedlicher Preisvorstellungen zwischen Deutsche Wohnen und den potenziellen Käufern aktuell nicht zur Disposition. Das Tochterunternehmen liefert positive EBITDA-Beiträge (ca. 9 Mio. EUR), so dass die Deutsche Wohnen hier keinen Verkaufsdruck verspürt. Zudem wird aus unserer Sicht der Immobilienbestand des Unternehmens durch Zukäufe wieder anwachsen. Einerseits könnte dies durch den Zukauf weiterer kleinerer Portfolios geschehen. Dabei können max. 350 Mio. EUR ohne eine Kapitalerhöhung finanziert werden. Dies wird Skaleneffekte bei der Immobilienverwaltung heben. So liegen beispielsweise die Grenzkosten je neu gemanagter Wohnung bei 150 EUR; im Schnitt liegt diese Zahl bei 370 EUR bei den Bestandsimmobilien.

Andererseits ist eine strategische Akquisition nicht auszuschließen. Momentan gibt es im Markt einige interessante Assets. Sollte ein derartiger Deal erfolgen, würde dieser mit einer Kapitalerhöhung einhergehen müssen. Aus unserer Sicht ist daher der Zukauf eines kleinen Portfolios wahrscheinlich. Grund-

Am Löwensteinring in Berlin (links) und am Frankfurter Hortensienring hält Deutsche Wohnen ebenfalls Bestände.



sätzlich müssen Zukäufe aus dem Blickwinkel des Managements im ersten Jahr unter dem Strich eine Verbesserung der Cashflows bedeuten. Finanzierungsseitig hat das Management noch einige Aufgaben vor der Brust. Im Jahr 2012 werden 431,5 Mio. EUR an Krediten fällig, darin enthalten ist ein Kredit über 360 Mio. EUR. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen in diesem Jahr hierzu noch eine akzeptable Lösung anbieten wird.

Ausblick

Nach den guten Halbjahreszahlen erhöhte das Management die FFO-Guidance auf 0,54 EUR je Aktie (+10% gegenüber der bisherigen Guidance; 2009: 0,43 EUR). Der Abverkauf von Immobilien soll weiter vorangebracht werden. Alleine bei der Privatisierung sollen 500 bis 550 Wohneinheiten veräußert werden. Der Cashflow soll u.a. zur Ablösung der Wandelanleihe (27,2 Mio. EUR) und Erhöhung der DB-Fonds-Anteile (27,4 Mio. EUR) sowie für weitere EK02-Zahlungen (20,9 Mio. EUR) genutzt werden. Für das laufende Jahr könnte zum ersten Mal seit einiger Zeit wieder eine Dividende gezahlt werden. Dies ist unseres Erachtens sehr wahrscheinlich und sollte zudem der Einstieg in eine kontinuierliche Dividendenpolitik sein.

Die Eigenkapitalverzinsung wird 2010 unseres Erachtens bei 2,0% liegen. Für die kommenden Jahre gehen wir von einer Steigerung der Verzinsung aus. Bis zum Jahr 2012 erwarten wir einen Anstieg der Verzinsung auf 3,5% (implizierte Verzinsung: 5,0%). Für 2010 sollte ein Großteil der Gewinne aus der Vermietung stammen. Dessen Anteil wird sich in den kommenden Jahren noch erhöhen. Hintergrund sind steigende Mieten, eine klarere Fokussierung auf die bestehenden Standorte sowie der Zukauf weiterer Immobilien in den Kernregionen. Ein kleinerer Teil entstammt dem Abverkauf von Immobilien und dem Segment Pflege und Betreutes Wohnen.

Fazit

In unseren Augen dürfte die Deutsche Wohnen in den kommenden Quartalen mit positivem Newsflow aufwarten. Dazu sollten die Verlängerung der Finanzierung, der Zukauf von weiteren Wohnimmobilien und der Beginn von Dividendenzahlungen zählen. Aktuell beträgt der Abschlag auf den NAV etwas mehr als 20%, was verglichen mit anderen Unternehmen gering ist. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe



DIC Asset AG

DIC · ASSET
AKTIENGESELLSCHAFT

Das interne Asset Management macht sich bezahlt

Unternehmensprofil

Die DIC Asset ist ein auf Deutschland fokussierter Bestandhalter und Asset Manager für Gewerbeimmobilien (Schwerpunkt Büro mit 70%; Einzelhandel und andere 30%). Aktuell verwaltet das Unternehmen deutschlandweit ein Immobilienportfolio von rund 2,2 Mrd. EUR (Stand Juni 2010). Die regionalen Schwerpunkte des Unternehmens liegen im Rhein-Main-Gebiet, im Südwesten sowie im Rheinland und Bayern. Ein weiteres Drittel des Bestandes befindet sich im Norden des Landes (Fokus Hamburg, Westfalen und Berlin). Mit der DIC ONSITE verfügt der Konzern zudem über ein eigenes Asset- und Property-Management-Unternehmen, das in sechs Niederlassungen nah an den Investitionszentren vertreten ist.

Das Immobilienportfolio der DIC Asset AG gliedert sich in die drei Segmente Core plus (ca. 46% des Portfolios), Value Added (ca. 42%) und opportunistische Co-Investments (ca. 12%). Im Core-plus-Segment handelt es sich um Objekte mit lang laufenden Mietverträgen und niedrigen Leerstandsquoten. In den beiden anderen Teilportfolien wird in Immobilien mit einem höheren Wertsteigerungspotenzial investiert, was sich unter anderem in deren vergleichsweise hohem Leerstand widerspiegelt. Hier sind

Das Agrippinawerft-Silo (oben) sowie das Forum am Anger in Erfurt gehören zum Portfolio von DIC Asset

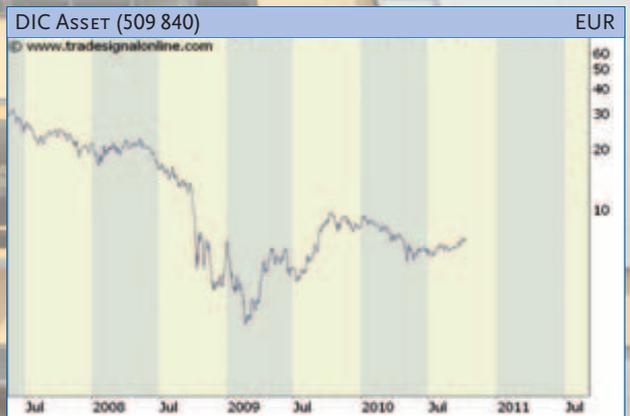
kurz- bis mittelfristig realisierbare Wertsteigerungspotenziale durch Leerstandsabbau, Refurbishments und Optimierung der Mieterstruktur möglich. An den opportunistischen Co-Investments beteiligt sich das Unternehmen mit 20% als Investor.

Chancen und Risiken

Folgende drei Sachverhalte bieten unseres Erachtens Aufwärtsspielraum: Erstens gewinnen die Transaktionsmärkte für Immo-

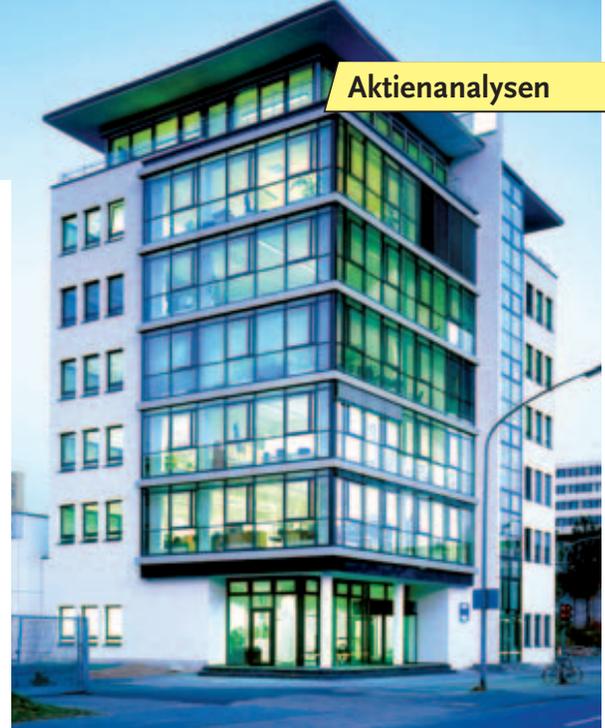
DIC Asset AG	
Internetadresse	www.dic-asset.de
ISIN	DE0005098404
Wertpapierkennnummer (WKN)	509 840
Bloombergkürzel	DAZ
Kurs (06.10.2010;10:32 ETR) in EUR	7,10
Aktienanzahl in Mio.	39,2
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	278,2
Free Float	47,2%
NAV je Aktie (in EUR; BHL Ende 2010)	14,06
Abschlag des Kurses zum NAV	49,5%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	9,10
52-Wochen-Tief (in EUR)	5,30
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	57.405
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-15,4%
Absolute Performance (ggü. Vj)	-17,5%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	9.11

Quelle: DIC Asset AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	207,2	170,6	230,2	222,2	261,2
- Veränderung ggü. Vj	---	-17,7%	35,0%	-3,5%	17,5%
EBIT	96,0	80,3	80,7	90,7	102,8
- Veränderung ggü. Vj	---	-16,3%	0,5%	12,4%	13,3%
- EBIT-Marge	---	47,1%	35,1%	40,8%	39,4%
Jahresüberschuss	25,1	16,2	16,4	18,2	19,2
- Veränderung ggü. Vj	---	-35,4%	1,3%	10,8%	5,9%
- Nettomarge	---	9,5%	7,1%	8,2%	7,4%
Ergebnis je Aktie	0,80	0,52	0,45	0,46	0,49
- Veränderung ggü. Vj	---	-35,4%	-13,2%	3,4%	5,9%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	15,8	15,3	14,5
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,30	0,30	0,40
- Dividendenrendite	---	---	4,2%	4,2%	5,6%

Quelle: DIC Asset AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Auch die VdS-Hauptverwaltung sitzt in einem DIC-Gebäude

bilien wieder an Schwung. Wie früher bereits gesehen, könnte in den kommenden Jahren wieder ein größerer Teil des Portfolios „gedreht“ werden, was für weitere Erträge sorgt. Anteile von ca. 5 bis 10% (wie in der Vergangenheit) sollten mittelfristig erreichbar sein. Zweitens sollte eine nachhaltige Besserung der durchschnittlichen Mieteinnahmen Ende 2011/Anfang 2012 eintreten. Dann werden die Cashflows aus der Vermietung unseres Erachtens wieder anspringen. Drittens, was nur begrenzt Upside-Potenzial bietet, soll bis zum Jahresende ein Immobilienfonds im Volumen von rund 210 Mio. EUR platziert und mit fünf Immobilien aus dem Core-plus-Segment ausgestattet werden. Die DIC Asset wird mit 20% daran beteiligt bleiben. Mit diesem Fonds erschließt sich das Unternehmen eine neue Kundengruppe. Ein Ausbau des Fonds-Geschäfts auf mittelfristig bis zu 1 Mrd. EUR ist laut Management möglich. Aus unserer Sicht bleibt dies auf absehbare Zeit noch ein Ergänzungsgeschäft für das Unternehmen.

Zusätzlich profitiert das Unternehmen vom geringen Zinsniveau, so sind bei 17% des Kreditvolumens die Zinsen nur kurzfristig gesichert. Finanzierungsseitig werden in den kommenden zwei Jahren nur 11% der Kredite fällig. Erst in zwei bis drei Jahren steht mit 31% wieder ein größerer Anteil von Kreditprolongationen an. Diese setzen sich aus mehreren kleinen und mittelgroßen Krediten zusammen und sind über unterschiedliche Kreditgeber finanziert, so dass aus unserer Sicht nur wenig Risiko damit einhergeht. Zudem sollte in Kürze ein großer Teil durch die Fondsplatzierung und eine Umfinanzierung abgebaut werden.

Operative Entwicklung

Das Unternehmen ist in der Lage, im Vermietungsgeschäft weiterhin einen Gross-Yield von 6,6% zu erwirtschaften. Der NOI-Yield (ohne Abschreibungen) sollte bei 6,3% liegen. Die Leerstandsquote blieb mit 14% (Vj.: 12,4%) stabil. Diese variiert aber in den einzelnen Portfoliosegmenten zwischen 7,6% und 18,0%. Die Mietverträge laufen im Schnitt noch 5,4 Jahre, was dem Unternehmen eine gute Visibilität für die kommenden Miet-Cashflows beschert. Die Like-for-like-Mieten sind im Core-plus- sowie auch im Value-added-Portfolio mit -0,2% bzw. -0,7%

leicht rückläufig. Nur im Segment Co-Investments gab es einen geringen Anstieg von 0,8%. Neben der eigentlichen Vermietung sind für das Unternehmen und dessen Profitabilität Verkäufe von Immobilien ein wichtiges Standbein. Hierbei konnte DIC Asset in diesem Jahr bereits Immobilien im Wert von 70 Mio. EUR (Vj: 36 Mio. EUR) veräußern. Nur ein Teil davon wurde noch im ersten Halbjahr verbucht.

Die Finanzierung ist relativ hoch geleveraged. Die Eigenkapitalquote liegt bei 25,2%. Im kommenden Jahr werden nur 86 Mio. EUR Kredite fällig. Eine vorzeitige Prolongation wird unseres Erachtens nur erfolgen, wenn es sich anbietet. DIC Asset profitiert aktuell vom geringen Zinsniveau, da die Zinsen zu 83% langfristig abgesichert sind. Der durchschnittliche Zinssatz beträgt 4,56% und die durchschnittliche Restlaufzeit vier Jahre.

Ausblick

Die Guidance für dieses Jahr hat das Management nach oben angepasst. Für den FFO werden nun 41 bis 43 Mio. EUR erwartet. Dies wird nicht nur durch das robuste Vermietungsgeschäft getrieben, sondern auch durch einen stärkeren Abverkauf (mindestens 80 Mio. EUR). Zudem soll der erste Fonds in Höhe von rund 210 Mio. EUR platziert werden. DIC Asset wird weiterhin 20% der Anteile an den Fondsimmobilien halten. Die Vermietungsquote soll bei 86 bis 87% stabil gehalten werden. Aus unserer Sicht sollte die Gesellschaft die selbst gesteckten Ziele erreichen. Auch weitere Zukäufe sind aus Unternehmenssicht möglich. Vor allem Objekte mit einem Wert zwischen 20 und 50 Mio. EUR könnten für die DIC von Interesse sein.

Fazit

Die Gesellschaft hat aus unserer Sicht ein geradliniges und nachvollziehbares Geschäftsmodell. Die Höhe der zukünftigen Einnahmen und des Cashflows ist stabil. Refinanzierungsseitig besteht aus unserer Sicht allerdings noch Unsicherheit. Unter dem Strich sollte die Unsicherheit bereits in den Aktienkurs eingepreist sein. Die Aktie ist auf dem aktuellen Kursniveau ein interessanter Wert. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

ESTAVIS AG

Strategiewechsel zahlt sich aus



ESTAVIS AG
THE REAL ESTATE INVESTMENT GROUP

Unternehmensprofil

ESTAVIS fokussiert sich auf den Erwerb, die Optimierung bzw. Modernisierung und den Verkauf von Wohnimmobilien in Deutschland. Die gesamte Wertschöpfungskette ist auf den Exit und dessen Vorbereitung ausgerichtet. Das Geschäft des ESTAVIS-Konzerns gliedert sich in die Segmente Retailhandel sowie sonstige Aktivitäten. Im abgelaufenen Geschäftsjahr (endete am 30.06.2010) hat der ESTAVIS-Konzern einen Strategiewechsel vollzogen. Das Geschäftsmodell beruht nunmehr im Wesentlichen auf dem Einzelwohnungsverkauf. Das frühere Portfoliogeschäft mit institutionellen Investoren wurde eingestellt.

Das Segment Retailhandel beinhaltet den Verkauf von Eigentumswohnungen an private Kapitalanleger, wobei der Fokus auf dem Kauf, der Modernisierung und dem Verkauf denkmalgeschützter Immobilien liegt. Für diese Immobilien können private Kapitalanleger besondere Steuervorteile nutzen. Der Vertrieb der Immobilien erfolgt bundesweit durch externe Vertriebspartner. Die sonstigen Aktivitäten umfassen im Wesentlichen die Verwertung von Vorratsimmobilien außerhalb des Retailgeschäfts. Es werden Mieteinnahmen aus Wohnimmobilienbeständen, die zum Zwecke der zukünftigen Veräußerung gehalten werden, erzielt. Des Weiteren sind in dem Segment geringfügige gewerbliche Development-Aktivitäten enthalten.

Im Rahmen eines Restrukturierungsprogramms hat der ESTAVIS-Konzern seit dem Geschäftsjahr 2008/09 verschiedene defizitäre Unternehmensbeteiligungen veräußert und die Konzernstruktur verschlankt. Wichtigster Baustein war der Verkauf der Mehrheitsbeteiligung (80,4%) an der Hamburgische Immobilien Invest SUCV AG (HAG-Konzern). Größter Aktionär der ESTAVIS ist die TAG Immobilien mit einem Anteil von 20%. Eine Komplettübernahme durch die TAG halten wir aktuell nicht für realistisch, da dies nur bedingt in das Geschäftsmodell der TAG passt. Zuletzt wurde zudem bekannt, dass ESTAVIS einen Wohnungsbestand mit 214 Wohnungen in Leipzig zum Kaufpreis von 6,9 Mio. EUR erworben hat. Das Portfolio umfasst eine Gesamtfläche von 12.443 m². Der Vermietungsstand beträgt derzeit rund 73%.

Operative Entwicklung

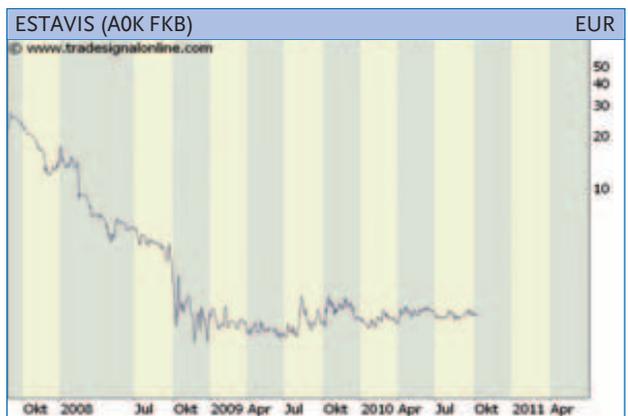
ESTAVIS hat zuletzt die Zahlen für das Geschäftsjahr 2009/2010 vorgelegt. Der Konzernumsatz lag mit 71,3 Mio. EUR um 0,9% über dem Vorjahr (70,7 Mio. EUR). Im Segment Retailhandel ging der Umsatz von 62,1 Mio. EUR im Vorjahr auf 56,3 Mio. EUR zurück. Im Geschäftsbereich „Sonstige Aktivitäten“ stieg der Umsatz von 8,6 Mio. EUR im Vorjahr auf 15,1 Mio. EUR. Der Umsatzanstieg ist im Wesentlichen auf den Verkauf eines Immobilien-



Hier ist Estavis aktiv: Heimgartenstr. 77-79 in Chemnitz (großes Bild). Darüber hinaus die Illustration, wie das Projekt in der Belziger Str. in Berlin Schöneberg eines Tages aussehen wird.

Estavis AG	
Internetadresse	www.estavis.de
ISIN	DE000A0KFKB3
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0K FKB
Bloombergkürzel	E7S
Kurs (06.10.2010;10:24 ETR) in EUR	1,87
Aktienanzahl in Mio.	9,5
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	17,9
Free Float	44,6%
NAV je Aktie (in EUR; BHL Ende 2010)	n.a.
Abschlag des Kurses zum NAV	n.a.
52-Wochen-Hoch (in EUR)	2,40
52-Wochen-Tief (in EUR)	1,55
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	47.077
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	14,1%
Absolute Performance (ggü. Vj)	17,4%
Geschäftsjahr	30.6.
Nächster Termin	12.11

Quelle: Estavis AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
nach IFRS	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Umsatz	120,2	70,7	71,3	73,0	79,0
- Veränderung ggü. Vj	---	-41,2%	0,9%	2,3%	8,2%
EBIT	-4,4	-23,4	4,7	5,3	5,9
- Veränderung ggü. Vj	---	427,9%	---	12,2%	11,3%
- EBIT-Marge	---	-33,1%	6,6%	7,3%	7,5%
Jahresüberschuss	-3,6	-27,9	0,6	1,5	2,0
- Veränderung ggü. Vj	---	674,1%	---	126,4%	35,6%
- Nettomarge	---	-39,5%	0,9%	2,0%	2,5%
Ergebnis je Aktie	-0,68	-4,67	0,13	0,15	0,21
- Veränderung ggü. Vj	---	586,8%	---	15,4%	40,0%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	14,4	12,5	8,9
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Dividendenrendite	---	---	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Estavis AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWG

pakets in Höhe von 10,3 Mio. EUR zurückzuführen. Das Segmentergebnis (EBIT) erhöhte sich auf 3,1 Mio. EUR (Vorjahr: -25,8 Mio. EUR). Wesentliche Ursachen für die Ergebnisentwicklung im Segment waren Wertaufholungen bei Vorräten und Forderungen in Höhe von 3,6 Mio. EUR im Vergleich zu Abwertungen auf Vorratsimmobilien in Höhe von 15,0 Mio. EUR in der Vorperiode. Das Konzernergebnis stieg in der Berichtsperiode auf 0,6 Mio. EUR (Vorjahr: -27,9 Mio. EUR). Die positive Entwicklung liegt an folgenden Punkten: Verbesserung der sonstigen betrieblichen Erträge, geringerer Materialaufwand, Senkung von Personalkosten, Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen und verbessertes Finanzergebnis.

Chancen/Risiken

Das veränderte Geschäftsmodell sollte zu einer erhöhten Stabilität der operativen Performance führen. Der deutsche Wohn-

immobilienmarkt ist ein interessantes Marktsegment, da die Neubautätigkeit hinter dem Bedarf zurückbleibt. ESTAVIS strebt an, die Range an Produkten auszuweiten und vor allem im höherwertigen Segment zu expandieren. Hieraus sollten höhere Verkaufspreise und Ertragsmargen resultieren. Durch die Verlängerung einer umfangreichen Immobilienfinanzierung konnte zudem die Planungssicherheit auf der Finanzierungsseite erhöht werden. Ende 2011 steht allerdings die erneute Prolongation an. Die Eigenkapitalquote konnte von 24% Ende Juni 2009 auf 34% erhöht werden, was die ESTAVIS insgesamt solider aufstellt.

Ausblick

Der Vorstand erwartet langfristig höhere durchschnittliche Verkaufspreise und Ertragsmargen beim Einzelverkauf von Eigentumswohnungen. Weitere Wertschöpfungspotenziale sollen aus der Akquisition von Beständen, deren Optimierung und Veräußerung entstehen. In den kommenden beiden Jahren soll das Produktangebot zusätzlich um Immobilien für Eigennutzer ergänzt werden. Der Vorstand sieht hier organische Wachstumsmöglichkeiten, die mit den bestehenden organisatorischen Strukturen und finanziellen Rahmenbedingungen erschlossen werden sollen. Für das Geschäftsjahr 2010/11 geht ESTAVIS von einem Anstieg bei Umsatz und Konzernergebnis vor Steuern aus. Im operativen Fokus steht bei der Gesellschaft derzeit die Entwicklung der Denkmalprojekte „Glanzfilmfabrik“ (230 Wohnungen und ein Umsatzvolumen von 65 Mio. EUR) sowie der „Kastaniengärten“ (41 hochwertige Wohnungen bzw. Lofts).

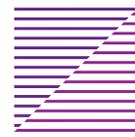
Fazit

ESTAVIS ist es gelungen, in die Gewinnzone zurückzukehren. Es gilt, die operative Aufwärtsentwicklung zu bestätigen und die Strategie weiter zu schärfen, so dass wir zunächst abwarten, ob die Entwicklung nachhaltig ist. Es ist weiterhin erforderlich, die veränderte Ausrichtung der ESTAVIS am Kapitalmarkt zu etablieren. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

Ein aktuelles Denkmalprojekt in der Illustration:
Die Glanzfilmfabrik in Berlin Köpenick





Fair Value REIT-AG

Grundstock für weiteres Wachstum wird gelegt



Zum Portfolio von Fair Value gehören sowohl ein Büroobjekt in Berlin Teltow (links) als auch das Gebäude der Sparkasse Ütersen

Unternehmensprofil

Die Fair Value REIT-AG ist auf den Einkauf und die Bewirtschaftung hochwertiger Gewerbeimmobilien spezialisiert. Die Gesellschaft legt die Schwerpunkte ihrer Investitionstätigkeit aktuell auf Büro- und Einzelhandelsimmobilien in Regionalzentren mit mehr als 100.000 Einwohnern. Darüber hinaus kommen Investitionen in den Metropolregionen Berlin, Düsseldorf/Köln, Frankfurt, Hamburg, München und Stuttgart in Frage. Es wird sowohl direkt in Immobilien als auch indirekt über den Erwerb von Beteiligungen an Immobilienpersonengesellschaften investiert. Aktuell besteht das Portfolio aus direkten Investments in 32 Immobilien und aus indirekten Investments in 44 Immobilien, welche über 13 geschlossene Immobilienfonds abgebildet werden. Die Fair Value REIT-AG hält jeweils Anteile von rund 25% bis 75%.

Das Portfolio, das zu 94,1% vermietet ist, setzt derzeit regionale Schwerpunkte in Schleswig-Holstein (22%), Mecklenburg-Vorpommern (14%) und Nordrhein-Westfalen (14%). Insgesamt weist es eine vermietbare Fläche von etwa 444.000 m² auf. Der Marktwert des Gesamtportfolios betrug zum Jahresende 516,6 Mio. EUR, wobei der Anteil der Fair Value bei 231,6 Mio. EUR lag. Größter Einzelmietler ist die Sparkasse Südholstein mit einem Anteil von 14,8%. Weitere große Mieter sind die Metro Group und der Edeka-Konzern mit jeweils rund 10% Anteil an den Mieten. Alles in allem ist das Portfolio sowohl regional als auch sektoral breit diversifiziert. Die Bereiche Rechnungswesen und Property Management sind an die IC Immobilien Gruppe ausgelagert. Dies ermöglicht der Gesellschaft eine schlanke und kosteneffiziente Struktur.

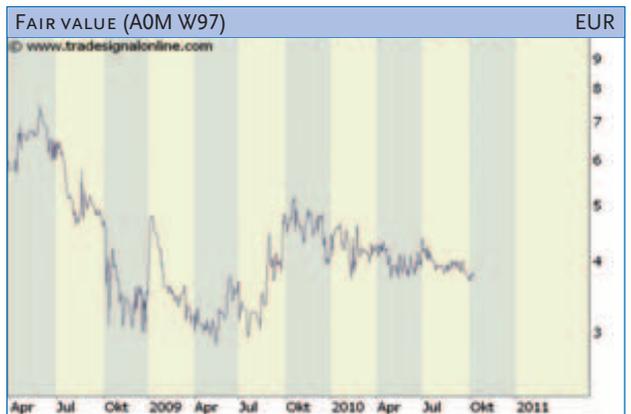
Operative Entwicklung

Alle wesentlichen Ertragszahlen zum ersten Halbjahr 2010 lagen über denen des Vorjahres. Das Nettovermietungsergebnis konnte von 4,0 Mio. EUR auf 4,5 Mio. EUR gesteigert werden. Das Betriebsergebnis lag mit 3,4 Mio. EUR um rund 0,7 Mio. EUR über dem Vorjahreswert. Die positiven Abweichungen dieser Kennzahlen gegenüber den Vorjahreswerten resultieren im We-

Fair Value REIT-AG

Internetadresse	www.fvreit.de
ISIN	DE000A0MW975
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0M W97
Bloombergkürzel	FVI
Kurs (06.10.2010;09:02 ETR) in EUR	3,77
Aktienanzahl in Mio.	9,4
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	35,5
Free Float	41,6%
NAV je Aktie (in EUR; BHL Ende 2010)	8,23
Abschlag des Kurses zum NAV	54,2%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	5,30
52-Wochen-Tief (in EUR)	3,81
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	2.507
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-13,0%
Absolute Performance (ggü. Vj)	0,3%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	15.11

Quelle: Fair Value REIT-AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	12,4	10,5	12,2	13,0	13,8
- Veränderung ggü. Vj	---	-15,6%	16,6%	6,6%	6,2%
EBIT	-1,8	-0,7	6,2	7,5	7,8
- Veränderung ggü. Vj	---	-58,6%	---	21,0%	4,0%
- EBIT-Marge	---	-7,0%	50,8%	57,7%	56,5%
Jahresüberschuss	-13,3	-2,9	4,1	5,4	6,1
- Veränderung ggü. Vj	---	-78,2%	---	30,4%	13,0%
- Nettomarge	---	-27,8%	33,9%	41,5%	44,2%
Ergebnis je Aktie	-1,41	-0,31	0,44	0,58	0,65
- Veränderung ggü. Vj	---	-78,0%	---	31,8%	12,1%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	8,6	6,5	5,8
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,10	0,15	0,20
- Dividendenrendite	---	---	2,7%	4,0%	5,3%

Quelle: Fair Value REIT-AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD

sentlichen aus der erstmaligen Erfassung der Umsatzerlöse des Tochterunternehmens IC 13. Diese wurden im Vorjahr noch „at equity“ erfasst. Like-for-like lag das Betriebsergebnis 12% unter dem Vorjahr, bedingt durch Umbaukosten. Positiv wirkte sich die Verringerung der Allgemeinen Verwaltungskosten um 21% auf vergleichbarer Basis aus. Die Gesellschaft erzielte einen Konzernüberschuss von 2,3 Mio. EUR (Ergebnis je Aktie von 0,25 EUR, Vorjahr: 0,18 EUR). Der NAV je Aktie lag zum Stichtag bei 9,01 EUR (31. Dezember 2009: 8,72 EUR). In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres steigerte die Gesellschaft den FFO von 2,1 Mio. EUR auf 2,4 Mio. EUR, was einem FFO je Aktie von 0,25 EUR entspricht. Die Eigenkapitalquote gemäß REIT-Gesetz lag bei 47,9%.

Chancen und Risiken

Das Portfolio der Fair Value REIT-AG zeichnet sich durch eine hohe Stabilität der Mieterträge und einen hohen Diversifikationsgrad aus. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge liegt bei 6,2 Jahren (23% der Mietverträge laufen bis 2019 und länger) bei einem Vermietungsstand von 94,1%. Das Portfolio erzielt eine Mietrendite von 8,2%. Insgesamt ist eine hohe Planbarkeit der Mieterträge gegeben. Durch die breite Branchendiversifikation verbunden mit regionaler Streuung ist das Risiko zudem begrenzt. Die Finanzverbindlichkeiten haben

eine Restlaufzeit pro forma von 4,1 Jahren bei einem gewogenen Zinssatz von 5,1%. Das Management sieht Optimierungspotenziale bei den Zinsaufwendungen, bedingt durch möglicherweise bessere Konditionen bei zur Verlängerung anstehenden Krediten. Zusammen genommen sind 89% der Verbindlichkeiten langfristig (> 1 Jahr) fällig, 38% der Verbindlichkeiten sind über 2015 hinaus befristet.

Ausblick

Der Vorstand hat zum Halbjahr die Prognose für das Gesamtjahr 2010 bestätigt. Demnach soll ein bereinigtes IFRS-Konzernergebnis (EPRA-Ergebnis) für 2010 von 4,2 Mio. EUR (0,45 EUR je Aktie) erzielt werden. Die FFO sollen bei 2,7 Mio. EUR liegen, was 0,29 EUR je Aktie entspricht. Der Vorstand strebt zudem einen handelsrechtlichen Überschuss an, der eine Dividende von 0,10 EUR je Aktie im Jahr 2011 ermöglicht. Im Geschäftsbericht 2009 wird zudem ein Ausblick auf 2011 gegeben. Das Nettovermietungsergebnis soll von 8,2 Mio. EUR 2010 auf 9,5 Mio. EUR steigen und das Konzernergebnis (EPRA) auf 5,5 Mio. EUR.

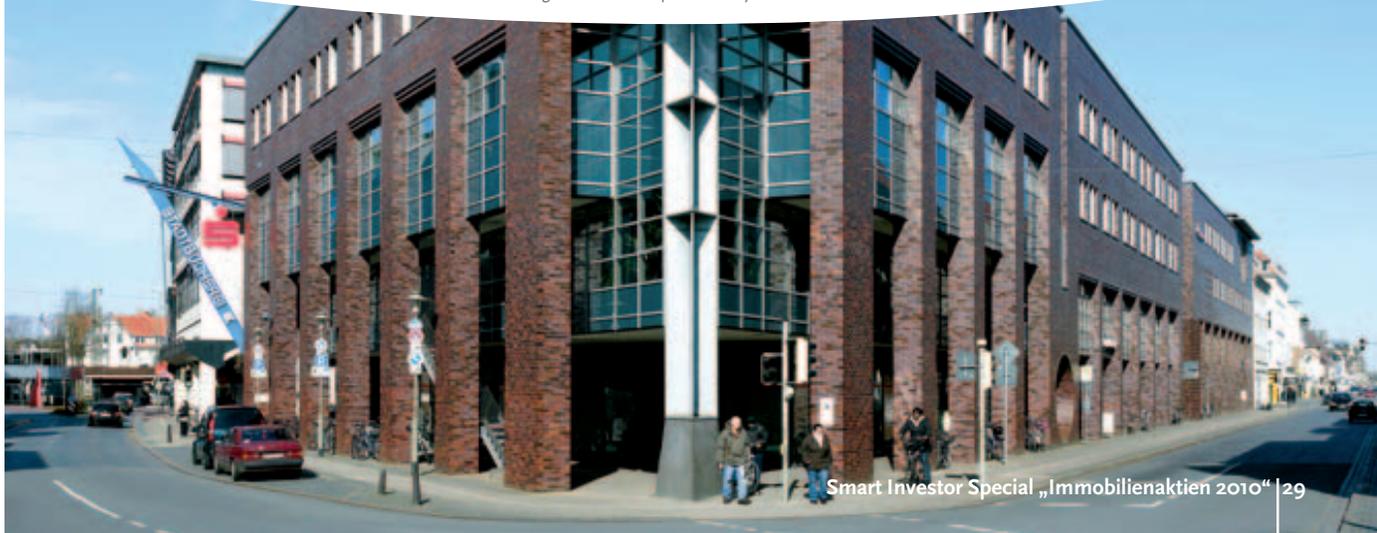
Für die FFO werden 4,3 Mio. EUR avisiert. Das Management hat erklärt, das Portfolio verstärkt auf Büro- und Logistikimmobilien auszurichten und den Anteil der Einzelhandelsimmobilien zu reduzieren. Bereits 2009 wurden drei Einzelhandelsimmobilien in Hamm, Passau und Seligenstadt sowie eine Büroimmobilie in Aachen für einen Verkaufspreis von insgesamt 8,2 Mio. EUR veräußert. Die Einzelinvestments sollen künftig ein Investitionsvolumen in der Bandbreite von 5 Mio. EUR bis 30 Mio. EUR Kaufpreis pro Immobilie aufweisen. Mittelfristig wird eine Portfoliostruktur angestrebt, deren Mieterträge zu etwa 50% aus Büroimmobilien sowie zu jeweils 25% aus Logistik- und Einzelhandelsimmobilien generiert werden. Das Management plant zudem, das Portfolio insbesondere in den südlichen Regionen Deutschlands zu erweitern. Ein weiteres Wachstum der Gesellschaft hat sehr hohe Priorität. Allerdings soll zunächst über Dividendenkontinuität der Track Record für eine höhere Marktkapitalisierung und Liquidität der Aktie erzielt werden.

Fazit

Das Unternehmen legt derzeit den Grundstock für nachhaltiges Wachstum. Der Aktionär profitiert von hoher Transparenz und Stabilität der Gesellschaft. Wir erwarten, dass sich mittelfristig der Discount zum NAV verringert. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

In Neumünster gehört dieses imposante Objekt zum Bestand



HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG

Asset Manager mit langjähriger Erfahrung



Der Kaiserwiesen-Einkaufspark zählt zu den Perlen im HAHN-Portfolio



Unternehmensprofil

Die Hahn Gruppe ist seit über 25 Jahren ein führender Spezialist für großflächige Einzelhandelsimmobilien. Hahn versteht sich als Asset Manager und Co-Investor mit einem Full-Service-Angebot. Die Gesellschaft hat eine verwaltete Mietfläche von über 1,3 Mio. m² an knapp 150 Standorten und betreut ein Vermögen von über 2 Mrd. EUR. Man ist mit dem Geschäftsbereich Trading einer der größten Initiatoren und Manager von geschlossenen Immobilienfonds mit über 150 aufgelegten Fonds. Die Hahn Gruppe bietet Asset-, Fonds- und Property Management für private und institutionelle Investoren an (Geschäftsbereich Management) und betätigt sich darüber hinaus im Geschäftsbereich Investment als Investor. Großaktionär der HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG ist die HAHN-Holding GmbH von Andrea und Michael Hahn. Im Rahmen des im Januar 2010 vereinbarten Kooperationsvertrages mit der UNIMO Group wurde Dr. Michael Nave zum Vorstand der HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG berufen. Dr. Nave wird in den kommenden Jahren 2,3 Mio. Aktien zu einem Preis von 5,50 EUR zeichnen, wodurch der Hahn Gruppe mindestens 12,5 Mio. EUR zufließen. Michael Hahn und die UNIMO Group bzw. Dr. Nave haben vereinbart, in den kommenden drei bis fünf Jahren gleiche Beteiligungsverhältnisse herzustellen.

Chancen und Risiken

Regional ist die Hahn Gruppe diversifiziert aufgestellt, wobei der Schwerpunkt der Aktivität (44% des Investitionsvolumens) in Nordrhein-Westfalen liegt. Der Branchenfokus liegt historisch begründet auf Verbrauchermärkten und SB-Warenhäusern (53% Anteil an den Mieterträgen). Weitere 25% entfallen auf Baumärkte und 17% auf die Branche Fachmärkte/Einzelhandel/Dienstleistungen. Die wichtigsten Mieter (Ankermieter)

Hahn-Immobilien-Beteiligungs AG

Internetadresse	www.hahnag.de
ISIN	DE0006006703
Wertpapierkennnummer (WKN)	600 670
Bloombergkürzel	H4I
Kurs (06.10.2010;10:36 ETR) in EUR	2,00
Aktienanzahl in Mio.	12,0
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	24,0
Free Float	17,6%
NAV je Aktie (in EUR; BHL Ende 2010)	n.a.
Abschlag des Kurses zum NAV	n.a.
52-Wochen-Hoch (in EUR)	2,85
52-Wochen-Tief (in EUR)	1,78
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	2.467
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-2,6%
Absolute Performance (ggü. Vj)	-4,5%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	12.11

Quelle: Hahn-Immobilien-Beteiligungs AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	428,1	92,4	94,8	98,2	104,0
- Veränderung ggü. Vj	---	-78,4%	2,6%	3,6%	5,9%
EBIT	13,6	-3,3	2,0	4,4	9,8
- Veränderung ggü. Vj	---	---	---	114,3%	124,6%
- EBIT-Marge	---	-3,5%	2,1%	4,4%	9,4%
Jahresüberschuss	-12,5	-4,3	0,3	1,5	4,4
- Veränderung ggü. Vj	---	-65,6%	---	420,7%	190,1%
- Nettomarge	---	-4,6%	0,3%	1,5%	4,2%
Ergebnis je Aktie	-0,82	-0,51	0,02	0,13	0,37
- Veränderung ggü. Vj	---	-37,8%	---	550,0%	184,6%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	100,0	15,4	5,4
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10
- Dividendenrendite	---	---	0,0%	0,0%	5,0%

Quelle: Hahn-Immobilien-Beteiligungs AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD

sind die großen Einzelhandelskonzerne Metro, Edeka, REWE, Tengelmann und die Schwarz Gruppe (Lidl). Zum Jahresende 2009 weist Hahn für die Immobilien eine Vermietungsquote von 97,6% aus. Die Top-5-Mieter machen 70% der Mietfläche, aber nur 23% der Mietverträge aus. Stabilität ergibt sich aus der Langfristigkeit der Mietverträge für großflächige Einzelhandelsimmobilien. Die festen Laufzeiten von 10 bis 15 Jahren führen zu einer hohen Planbarkeit der Cashflows. Die Eigentümer werden durch die aktuelle Gesetzeslage geschützt, indem die Entwicklung neuer großflächiger Immobilien reglementiert wird. Der Gesetzgeber verfolgt dabei das Ziel, den Kaufkraftabflüssen aus der Innenstadt entgegenzusteuern.

Die Hahn Gruppe hat den strategischen Fokus erweitert und plant auch Investments im Bereich High-Street-Immobilien zu tätigen. Erste Akquisitionen sind für Ende 2010 geplant. Zudem soll ein High-Street-Fonds aufgelegt werden. Der HAHN FCP-German Retail Fund, der erste institutionelle Fonds der Hahn Gruppe, hat zum Stichtag 30.6.2010 ein Portfolio mit 14 Objekten mit einem Investitionsvolumen von rund 279 Mio. EUR. Zuletzt wurde in ein 15.000 m² großes Baumarktobjekt (Mieter OBI) investiert. Zentrale Baustelle der Hahn Gruppe ist die Verbesserung der Bilanzkennzahlen im Rahmen der Konsolidierung. Die EK-Quote konnte zwar von 16,3% zum Jahresende auf rund 17,5% zum Halbjahr verbessert werden, womit die EK-Ausstattung aus unserer Sicht aber noch nicht ausreichend komfortabel ist. Durch die avisierten Kapitalerhöhungen sollte die Zielmarke der Gesellschaft (>20%) aber deutlich überschritten werden.

Das Bodensee Zentrum in Friedrichshafen wird von Besuchern sehr gut angenommen

Operative Entwicklung

Hahn hat zum Halbjahr steigende Umsatzerlöse in Höhe von 29,31 Mio. EUR ausgewiesen (+3,5% im Vergleich zum Vorjahr), getrieben von deutlich höheren Provisionserträgen. Der Geschäftsbereich Trading konnte die Umsätze im ersten Halbjahr am deutlichsten steigern (+15,4%). Das EBIT lag bei 0,99 Mio. EUR, nachdem im Vorjahr 1,83 Mio. EUR ausgewiesen wurden. Diese Entwicklung ist durch geringere Mieterlöse infolge des Abbaus des Anlagevermögens begründet. Gleichzeitig führte dies zu einem verbesserten Finanzergebnis (rückläufige Finanzverbindlichkeiten), so dass das Ergebnis vor und nach Steuern verbessert wurde und nach roten Zahlen im Vorjahr jeweils im Plusbereich lag. Das EBT betrug 0,15 Mio. EUR (Vj.: -2,61 Mio. EUR), das Ergebnis nach Steuern 0,22 Mio. EUR (Vj.: -1,78 Mio. EUR). Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie in Höhe von 0,02 Euro, nach -0,15 EUR im Vorjahr.

Ausblick

Im Segment Trading rechnet die Gesellschaft für 2010 im privaten Fondsgeschäft mit einem Vertriebsvolumen von rund 90 Mio. EUR. Im institutionellen Fondsgeschäft soll der Zeichnungsstand beim HAHN FCP auf über 200 Mio. EUR Eigenkapital (aktuell 175 Mio. EUR) erhöht werden. Infolge des Ausbaus des betreuten Immobilienvermögens rechnet Hahn mit einer Erhöhung der Managementgebühren im Segment Management. Auch für Einmalprovisionen aus Asset Management und Vertrieb ist laut Gesellschaft mit einem Anstieg zu rechnen. Das Segment Investment soll wachsende Beteiligungserträge aus den eingegangenen Co-Investments ausweisen. Da nahezu alle als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien im Geschäftsjahr 2009 veräußert wurden, werden 2010 keine Mieteinkünfte mehr in diesem Segment erzielt werden. Das Hahn-Management stellt unter dem Strich ein leicht positives Konzernergebnis in Aussicht. Für 2011 zeigt sich die Gesellschaft optimistisch und rechnet mit einer nochmals verbesserten Absatzlage bei den Fondsprodukten. Bis Ende 2012 hat sich die Gesellschaft das ambitionierte Ziel gesetzt, das verwaltete Volumen auf über 3 Mrd. EUR zu steigern.

Fazit

Mittlerweile ist es der Gesellschaft gelungen, wieder schwarze Zahlen zu schreiben. Nun bleibt abzuwarten, ob sich die ehrgeizigen Ziele im Asset Management realisieren lassen und wie erfolgreich sich der Einstieg in das High-Street-Segment gestaltet. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe



Hamborner REIT AG

Weiteres Wachstum steht auf der Agenda

Unternehmensprofil

Die Hamborner REIT AG hat bereits 2007 einen Strategiewechsel vollzogen und ist seitdem als langfristig orientierter Bestandhalter ausschließlich im Gewerbeimmobilienbereich tätig. Das Immobilienportfolio umfasst aktuell 60 Objekte mit einem Marktwert von 354 Mio. EUR an 43 verschiedenen Standorten in Deutschland. Den Schwerpunkt des Bestandes bilden Einzelhandelsflächen in zentralen Innenstadtlagen deutscher Großstädte und Mittelzentren. Darüber hinaus umfasst der Immobilienbestand hoch frequentierte Fachmärkte und profitable Bürohäuser sowie Praxisflächen, Wohnungen und Stellplätze.

Regionaler Schwerpunkt des Portfolios ist mit 31 Immobilien historisch bedingt Nordrhein-Westfalen. Im laufenden Jahr hat Hamborner sieben Immobilien im Wert von knapp 90 Mio. EUR erworben. Im ersten Quartal konnten Akquisitionen in Erlangen, Hilden und Kamp-Lintfort vermeldet werden. Hinzu kamen im zweiten Quartal Immobilien in Stuttgart und Freiburg mit einem Volumen von insgesamt rund 28 Mio. EUR. Es handelt sich hierbei um zwei EDEKA-Großmärkte, von denen einer Anfang Juli 2010 eröffnet wurde und der andere voraussichtlich 2012 fertig gestellt wird. Nach dem Berichtsstichtag wurden Kaufverträge für zwei weitere Objekte unterzeichnet. Hierbei handelt es sich um ein Geschäftshaus in der Fußgängerzone von Bad Homburg und um eine Büroimmobilie in Ingolstadt. Das Kaufpreisvolumen beträgt insgesamt rund 25 Mio. EUR. Zudem besitzt die Gesellschaft rund 4,5 Mio. m² unbebaute Grundstücksflächen, die sich überwiegend im Duisburger Norden und in den angrenzenden Kommunen Dinslaken und Hünxe befinden. Der Grundstücksbestand besteht überwiegend aus landwirtschaftlichen Flächen und Forstgrundstücken, die während der Bergbauzeit erworben wurden. Mittlerweile wurden Flächen für 2,1 Mio. EUR veräußert.

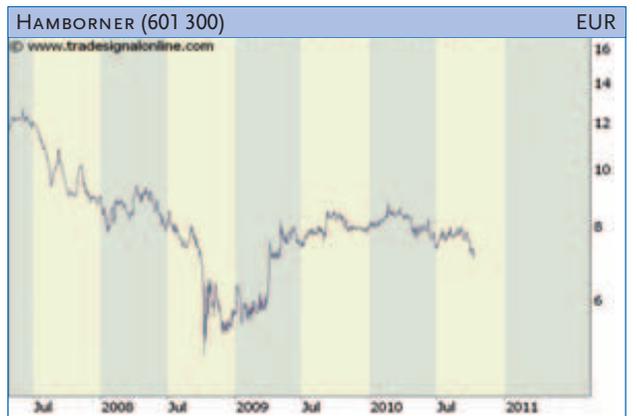
Hamborner kauft Immobilien in Einzeltransaktionen. Die Zielobjekte haben einen Wert zwischen 5 und 30 Mio. EUR pro Immobilie. Die Gesellschaft verzichtet beim Ankauf bewusst auf Immobilien mit großem Leerstand. Aktuell beträgt der Leerstand 2,29%. Parallel zum Ausbau des Portfolios wird die Optimierung des Bestandes verfolgt. Dies betrifft insbesondere ältere, meist kleinere, nicht mehr strategiekonforme Objekte. Die Kapitalausstattung als Basis für weiteres Wachstum des Unternehmens ist weiter gut. So lag die Eigenkapitalquote per 30.6.2010 bei 58% nach REIT-Gesetz. Infolge der Zukäufe war diese gegenüber dem Jahresende (67,2%) rückläufig. Die Gesellschaft finanziert Neuinvestitionen derzeit mit rund 60% Fremdkapital. Seit dem 18.02.2010 ist die Gesellschaft ein einge-



Erfurt, Neuerkr. 2 – Hier schafft Hamborner Mehrwerte

Hamborner REIT AG	
Internetadresse	www.hamborner.de
ISIN	DE0006013006
Wertpapierkennnummer (WKN)	601 300
Bloombergkürzel	HAB
Kurs (06.10.2010;09:43 ETR) in EUR	7,35
Aktienanzahl in Mio.	22,8
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	167,4
Free Float	35,7%
NAV je Aktie (in EUR; BHLe Ende 2010)	9,80
Abschlag des Kurses zum NAV	25,0%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	8,60
52-Wochen-Tief (in EUR)	7,20
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	3.814
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-4,1%
Absolute Performance (ggü. Vj)	-6,5%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	11.11

Quelle: Hamborner REIT AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	19,7	22,5	24,6	28,0	29,9
- Veränderung ggü. Vj	---	13,8%	9,6%	13,8%	6,8%
EBIT	21,4	10,9	11,6	11,4	12,7
- Veränderung ggü. Vj	---	-49,2%	6,6%	-1,7%	11,4%
- EBIT-Marge	---	48,5%	47,2%	40,7%	42,5%
Jahresüberschuss	17,3	5,1	2,7	2,8	3,0
- Veränderung ggü. Vj	---	-70,7%	-46,8%	3,7%	7,1%
- Nettomarge	---	22,6%	11,0%	10,0%	10,0%
Ergebnis je Aktie	0,76	0,22	0,12	0,12	0,13
- Veränderung ggü. Vj	---	-71,1%	-45,5%	0,0%	8,3%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	61,3	61,3	56,5
Dividende je Aktie	0,35	0,37	0,37	0,37	0,39
- Dividendenrendite	---	---	5,0%	5,0%	5,3%

Quelle: Hamborner REIT AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD

trager REIT. Großaktionär der Hamborner ist die HSH Real Estate AG mit einem Anteil von 52,7%. Im Zuge der Expansion wird eine Kapitalerhöhung durchgeführt, die die Ausgabe von 11,35 Mio. Aktien beinhaltet.

Operative Entwicklung

Die Nettomieteinnahmen lagen mit 10,9 Mio. EUR um 6,2% über dem Vorjahresniveau. Der Anstieg ist auf die Erträge aus den neu erworbenen Objekten zurückzuführen, während die Mieten „like for like“ um 1,9% zurückgingen. Die Gesellschaft hat per 30.06.2010 ein Betriebsergebnis in Höhe von 5,5 Mio. EUR (Vorjahr: 5,7 Mio. EUR) und ein EBIT in Höhe von 5,6 Mio. EUR (Vorjahr: 6,0 Mio. EUR) ausgewiesen. Unter dem Strich wurde ein Konzernüberschuss von 0,05 Mio. EUR (Vorjahr: 3,3 Mio. EUR) erwirtschaftet. Maßgeblich beeinflusst wurde das Ergebnis durch die beim Eintritt in den REIT-Status entstandenen Steuerverbindlichkeiten. Hieraus entstand netto eine Belas-

tung von rund 2,8 Mio. EUR. Der Net Asset Value (NAV) lag zum 30. Juni bei 216,6 Mio. EUR, was 9,51 EUR je Aktie entspricht. Zum Jahresende 2009 wurden 10,37 EUR ausgewiesen.

Chancen/Risiken

Die Risiken auf der Finanzierungsseite sind für die Gesellschaft überschaubar. Nur 25% der Finanzverbindlichkeiten werden in den nächsten fünf Jahren fällig. Das Portfolio der Hamborner zeichnet sich durch niedrigen Leerstand aus. Die größten Mieter sind im Einzelhandelssektor (Kaufland, Edeka) zu finden. Insgesamt ist die Mieterstruktur diversifiziert. Regional liegt der Schwerpunkt auf Nordrhein-Westfalen, wobei die jüngsten Akquisitionen die Präsenz in Süddeutschland verstärken. Die gewichtete Mietlaufzeit beträgt 6,6 Jahre.

Ausblick

Das Management erwartet gegenüber 2009 einen Anstieg der Erlöse aus der Grundstücks- und Gebäudebewirtschaftung bei einer weiterhin niedrigen Leerstandsquote. Für das 2. Halbjahr rechnet Hamborner mit einer stabilen operativen Geschäftsentwicklung, wobei mit planmäßig höheren Instandhaltungsaufwendungen in der zweiten Jahreshälfte zu rechnen ist. Bei einem sich fortsetzenden Wachstumskurs der Gesellschaft rechnet Hamborner auch in den Folgejahren mit kontinuierlich ansteigenden Gesamtmieteinnahmen. Das Unternehmen sollte weiterhin, auch aufgrund der Bestimmungen des REIT-Gesetzes, ein zuverlässiger Dividendenzahler sein. In den zurückliegenden Jahren wurde die Dividende kontinuierlich von 0,15 EUR auf 0,37 EUR je Aktie gesteigert.

Fazit

Die Gesellschaft hat, wie angekündigt, den REIT-Status erlangt, was dem Anleger eine klare Perspektive bietet. Gleichzeitig wird das Portfolio sukzessive optimiert und diversifiziert. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

Auch das Gewerbeobjekt im Johann-Krane-Weg in Münster gehört zum Hamborner-Portfolio



IFM IMMOBILIEN AG

IFM Immobilien AG

Entwickler mit kreativem Marketing

Unternehmensprofil

IFM Immobilien ist als Investor sowie Projektentwickler von Gewerbeimmobilien in guten Lagen (Rhein-Neckar, das Rhein-Main-Gebiet sowie die Berliner City-Lagen), mit den Schwerpunkten Büro und innerstädtischer Einzelhandel tätig. Das Geschäftsmodell umfasst den Kauf veralteter oder im Markt falsch positionierter Objekte, deren Revitalisierung (bestehend aus Redevelopment, Restrukturierung und Neupositionierung), die Positionierung der Objekte im Premium-Segment und den nach einer gewissen Haltedauer erfolgenden Verkauf des Objektes.

Für jedes erworbene Objekt entwickelt die Gesellschaft einen individuellen Maßnahmenkatalog, um die bestmögliche Wertsteigerung zu realisieren. Dies kann eine komplette Sanierung von veralteten Immobilien, ein verbessertes Asset Management oder die Neupositionierung des Objektes mit Hilfe von verschiedenen Marketingmaßnahmen beinhalten. Um ein Objekt zu entwickeln, zu stabilisieren und baulich zu verändern, wird vom Management ein Zeitrahmen von 18 Monaten bis drei Jahren eingeplant. Die Kerngeschäftsfelder werden in-house von der operativen Einheit, der IFM Asset Management GmbH, abgebildet, IFM verfolgt aber einen Lean-Management-Ansatz und arbeitet daher auch gerne mit externen Dienstleistern zusammen.

Chancen und Risiken

Das Unternehmen konzentriert sich auf eine überschaubare Zahl an Assets (aktuell acht Objekte/Projekte) in der Größe zwischen 10 Mio. EUR und 100 Mio. EUR. Damit ist das Geschäftsmodell des Unternehmens sehr geradlinig. Das Risiko ist kalkulierbar, da sich alle Investments in guten Lagen befinden und sich in den vergangenen zwei Jahren gezeigt hat, dass solche Projekte am Markt positioniert werden können. IFM investiert sowohl in Büro- als auch in innerstädtischen Einzelhandel und ist somit in zwei unterschiedlichen Märkten tätig, die nicht direkt in einem Abhängigkeitsverhältnis stehen. Da das Unternehmen mittlerweile ein gut entwickeltes Portfolio besitzt, in dem eine Vielzahl von Immobilien bereits gute Vermietungserlöse erzielt (z.B. das Bürogebäude Romeo & Julia, der Gewerbepark „Maxxon“ oder auch der GutenbergPark in Mainz), steht

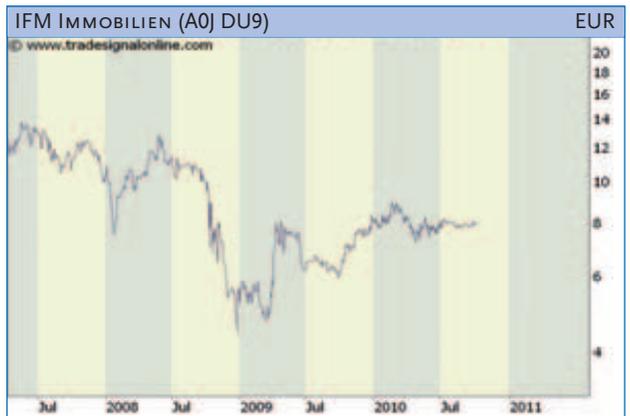


Die Frankfurter Zeilgalerie: Ein Prestigeobjekt von IFM Immobilien.

IFM Immobilien AG

Internetadresse	www.ifm.ag
ISIN	DE000A0JDU97
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0J DU9
Bloombergkürzel	IFM
Kurs (06.10.2010;10:07 ETR) in EUR	8,00
Aktienanzahl in Mio.	9,4
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	74,8
Free Float	34,7%
NAV je Aktie (in EUR; BHL Ende 2010)	11,26
Abschlag des Kurses zum NAV	29,0%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	9,00
52-Wochen-Tief (in EUR)	6,05
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	1.994
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-4,4%
Absolute Performance (ggü. Vj)	27,6%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	19.11

Quelle: IFM Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	15,1	19,5	18,8	21,7	22,4
- Veränderung ggü. Vj	---	28,9%	-3,7%	15,4%	3,2%
EBIT	16,6	14,2	16,4	21,6	17,6
- Veränderung ggü. Vj	---	-14,4%	15,4%	31,7%	-18,5%
- EBIT-Marge	---	72,8%	87,2%	99,5%	78,6%
Jahresüberschuss	0,3	1,8	3,1	6,4	3,6
- Veränderung ggü. Vj	---	514,9%	69,8%	106,8%	-44,0%
- Nettomarge	---	9,3%	16,4%	29,4%	15,9%
Ergebnis je Aktie	0,03	0,19	0,33	0,68	0,38
- Veränderung ggü. Vj	---	533,3%	72,1%	107,0%	-44,0%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	24,5	11,8	21,1
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Dividendenrendite	---	---	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: IFM Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD

IFM auf einem stabilen Fundament. In diesen Objekten ist sogar mit einer Erhöhung des Vermietungsstandes zu rechnen.

Potenzial im Bestandsportfolio gibt es beispielsweise durch die Projektentwicklung in Wiesbaden, wo IFM bereits die ersten Bauanträge eingereicht hat und zum Jahreswechsel die zugehörigen Bewilligungen erwartet, sowie durch die Projektentwicklung Zimmerstraße in Berlin und die Revitalisierung der Frankfurter Zeilgalerie. Neben der Vermietung der Objekte ergibt sich aus unserer Sicht weiteres Upside-Potenzial durch den Abverkauf fertig entwickelter Immobilien, was zugleich die bis dahin gezeigten Wertzuwächse sowie die Stillen Reserven hebt. Durch den Abverkauf des ersten fertig gestellten Projektes konnte gezeigt werden, dass das Unternehmen in der Lage ist, die Wertzuwächse zu realisieren. Das Unternehmen hat zum Halbjahr Verbindlichkeiten in Höhe von 203 Mio. EUR gegenüber Kreditinstituten. Ein Großteil dieser Kredite wird in ein bis zwei Jahren fällig. Bei einem aktuellen Loan-to-Value von ca. 60% sollte die Finanzierung unseres Erachtens möglich sein. Zudem spiegelt die Bilanz die Verkehrswerte noch nicht vollumfänglich wider, was Wertsteigerungspotenzial in sich birgt, welches sich bei der Hebung positiv auf den Loan-to-Value auswirken sollte.

Operative Entwicklung

Im ersten Halbjahr 2010 hat das Unternehmen das Konzernergebnis gegenüber dem Vorjahr beinahe verdoppelt. Getrieben wurde dies durch höhere Mietumsätze (9,2 Mio. EUR; Vj.: 4,4 Mio. EUR), Bewertungsgewinne auf das Immobilienportfolio (4,8 Mio. EUR, Vj.: 2,7 Mio. EUR) sowie Gewinne aus dem Verkauf der „Ulmenstraße 22“ in Höhe von 2,9 Mio. EUR. Mit dem Verkauf der Objekte „westendFirst“ und „Ulmenstraße 22“ konnte die Gesellschaft die Validität ihrer Strategie unter Beweis stellen und sowohl Gewinne als auch Cashflows realisieren. Weiterhin konnte die Projektentwicklung „Maxxon“ in Eschborn fertig gestellt werden. Zudem wurde mit der Schaffung des Baurechtes der Umbau der „Zeilgalerie“ (Frankfurt) begonnen.



Vermietungsseitig konnten bei den fertigen Objekten weitere Vermietungserfolge erzielt werden. Bei den Bürotürmen „Romeo & Julia“ (Frankfurt) ist die Vermietungsquote bereits auf 80% angestiegen. Bei dem Projekt „Maxxon“ beträgt diese noch 60%, aber die Tendenz ist steigend. Für die Zeilgalerie konnte ein Mietvertrag über zehn Jahre mit Benetton abgeschlossen werden. Hier wird ein Flagship-Store des Unternehmens entstehen. Der Vermietungsstand beträgt hier auch in etwa 75%. Durch die noch relativ hohen Investitionen in den eigenen Bestand sowie durch noch zu geringe Mieteinnahmen lag der Cashflow aus der operativen Tätigkeit weiterhin im negativen Bereich (-5,9 Mio. EUR; Vj: 0,1 Mio. EUR).

Ausblick

Das Unternehmen wird seine Projekte weiter voranbringen und die Wertschöpfungspotenziale im bestehenden Portfolio heben. Die derzeit größten laufenden Projekte sind die Revitalisierung der Zeilgalerie sowie vorbereitende Maßnahmen (Baurechts-schaffung etc.) in Wiesbaden. Darüber hinaus wird bis zum Jahresende der Ausbau der Telekom-Flächen abgeschlossen sein. Dies wird mit einer Erhöhung der Vermietungsquoten der Objekte einhergehen. Somit wird der Miet-Cashflow im kommenden Jahr weiter ansteigen können. Zukäufe sind bei guten Preisvorstellungen des Verkäufers denkbar. Die Dividendenfähigkeit des Titels könnte, sofern keine Verkäufe erfolgen, 2011 hergestellt sein. Wir erwarten bisher noch keine Dividendenzahlungen.

Fazit

Das Eigenkapital je Aktie beträgt aktuell 11,22 EUR, womit der Abschlag des Aktienkurses bei ca. 30% liegt. Bei der Anlageentscheidung sollte aber bedacht werden, dass der Erfolg des Unternehmens derzeit stark von den handelnden Personen abhängig ist. Weiterhin haben die einzelnen Objekte im Portfolio einen großen Anteil, was sich negativ auf die Risikostruktur des Unternehmens auswirkt. Andererseits ist der Track Record des Managements gut. Da der Wert relativ klein ist und die Marktumsätze gering ausfallen, bietet sich die Aktie als Investment im Sinne einer Beimischung zu einem langfristig ausgerichteten Depot an. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Hier ist IFM aktiv: Im Heidelberger Carre sowie dem Eschborner Maxxon



InCity AG

Einstieg ins Partnermodell



Zur Mitte dieses Jahres kamen nach einigen Unruhen bei der InCity ein neuer Vorstand und Aufsichtsrat in das Unternehmen. Dies ging einher mit einer Neuausrichtung des Unternehmens. Der Fokus des Unternehmens wird künftig auf ein Partnermodell gerichtet sein. Das Unternehmen wird ein Partnernetz, bestehend aus regionalen Projektentwicklern, in den acht Regionen Hamburg, Berlin, München, Frankfurt, Köln, Stuttgart, Hannover und Düsseldorf aufbauen. Diese Partner bieten der InCity zukünftig Projekte an, an denen sich das Unternehmen mit einem Anteil von 51% beteiligen kann und 90 bis 95% des erforderlichen Eigenkapitals für das Projekt als hochverzinsliches Beteiligungsdarlehen (Zinssatz höher als 8% möglich) bereitstellt. Damit wird das Projekt in der Konzernbilanz der InCity sichtbar. Nach der Beendigung des Projekts plant die InCity bis zu 40% der Gewinne (zusätzlich zu den Zinsen des Beteiligungsdarlehens) aus dem Projekt zu erhalten. Die Neuausrichtung des Geschäftsmodells ist aus unserer Sicht nötig geworden, da das Unternehmen nicht genügend neue Projekte in den Heimatregionen akquirieren konnte, um weiterhin nachhaltig profitabel zu arbeiten.

Operative Entwicklung

Die Halbjahreszahlen waren von der Neuordnung der Gesellschaft geprägt. Die Umsatzerlöse stiegen auf 40 Mio. EUR (Vj.: 26,1 Mio. EUR). Dagegen reduzierte sich die Gesamtleistung auf 12,1 Mio. EUR (Vj.: 17,0 Mio. EUR). Hintergründe dieser Entwicklung sind der Verkauf des Projekts Breite Straße 100 in Köln Anfang 2010 und ein geringeres Neuprojektvolumen. Auch das EBIT ging auf 0,7 Mio. EUR (14,7 Mio. EUR) zurück. Zur Erinnerung: Das Vorjahresergebnis war vom positiven Konsolidierungseffekt in Höhe von 11,8 Mio. EUR durch die teilweise Übernahme der informica real invest AG geprägt. Unter dem Strich musste die InCity einen Verlust von 2,4 Mio. EUR verzeichnen, nachdem im Vorjahr 6,2 Mio. EUR Gewinn ausgewiesen werden konnten.

Chancen und Risiken

Um das Netzwerk aufzubauen, wird sich die Gesellschaft strategische Partner in den oben genannten Städten suchen. Bereits diese werden einem strengen Auswahlverfahren unterzogen, wie beispielsweise Track Record, Bankenauskunft, regionales Standing, Bilanzstruktur und Referenzprojekte. Auch die Projekte werden nach bestimmten Kriterien selektiert. Dazu zählen zum Beispiel ein dem Standort angepasstes Projekt mit einer realistischen Renditeerwartung, ein komfortabler Vorverkaufsanteil (im Wohnbereich 20 bis 40%, im Gewerbebereich 70% bzw. Exit bei Projektstart). Das jeweilige Projekt muss für die InCity ein IRR



von mindestens 15% ermöglichen. Sollte das neue Konzept des Unternehmens erfolgreich sein, will das Management eine Projektpipeline aufbauen, die kontinuierlich Projekte erfolgreich fertig stellt. So ist denkbar, bereits 2011 die ersten acht bis zehn Projekte zu beginnen und im kommenden Jahr eine Größenordnung auf demselben Niveau anzustreben. Da ein Projekt eine Laufzeit von bis zu zwei Jahren hat, werden einige Projekte aus dem Jahr 2011 frühestens Ende 2012 fertig gestellt.

Incity Immobilien AG	
Internetadresse	www.incity.ag
ISIN	DE000A0HNF96
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0H NF9
Bloombergkürzel	IC8
Kurs (06.10.2010;10:23 ETR) in EUR	5,60
Aktienanzahl in Mio.	3,8
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	21,0
Free Float	55,0%
NAV je Aktie (in EUR; BHL Ende 2010)	n.a.
Abschlag des Kurses zum NAV	n.a.
52-Wochen-Hoch (in EUR)	11,39
52-Wochen-Tief (in EUR)	5,45
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	16.786
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-43,6%
Absolute Performance (ggü. Vj)	-29,8%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	n.a.

Quelle: Incity Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	60,2	30,9	48,0	42,5	70,0
- Veränderung ggü. Vj	---	-48,7%	55,3%	-11,5%	64,7%
EBIT	9,1	12,1	2,6	2,7	7,1
- Veränderung ggü. Vj	---	33,0%	-78,5%	3,8%	163,0%
- EBIT-Marge	---	39,2%	5,4%	6,4%	10,1%
Jahresüberschuss	5,1	8,3	-3,1	-2,3	-1,8
- Veränderung ggü. Vj	---	63,4%	---	-25,8%	-21,7%
- Nettomarge	---	26,9%	-6,5%	-5,4%	-2,6%
Ergebnis je Aktie	2,03	3,01	-1,00	-0,59	-0,49
- Veränderung ggü. Vj	---	48,3%	---	-41,0%	-16,9%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	neg.	neg.	-11,4
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Dividendenrendite	---	---	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: InCity Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD

Bis zur Verbuchung der ersten Projekte wird es somit noch zwei Jahre dauern. Bis dahin wird InCity nur durch das bisherige regionale Projektgeschäft Erträge generieren können. Zudem ist aus unserer Sicht die Kapitalausstattung des Unternehmens der größte limitierende Faktor. Um das angestrebte Wachstum zeigen zu können, kommt InCity um eine Kapitalerhöhung nicht umhin. Die Ausgabe von weiteren 1,7 bis 1,8 Mio. Aktien wird wahrscheinlich nötig sein. Diese wurden bereits auf der Hauptversammlung genehmigt (bis zu 1,875 Mio. Aktien). Zudem stellt sich unseres Erachtens die Frage, ob das Unternehmen in der Lage ist, genügend Projekte, die den Kriterien von InCity entsprechen, zu finden.

Ausblick

Ab dem Jahr 2011 will das Unternehmen jährlich acht bis zehn Projekte im Volumen von durchschnittlich 15 Mio. EUR erstellen. Mittelfristig ist aus unserer Sicht eine Projektpipeline von bis zu 40 Projekten möglich. Diese sollten durch ein Netz von acht bis zu zehn Partnern gewonnen werden können. Durch diese zeitliche Verzögerung der Projekte ist ein Verlust für das Geschäftsjahr 2011 wahrscheinlich. Auch für das Geschäftsjahr 2012 gehen wir von leichten Verlusten aus. Was InCity mit dem Altgeschäft (Projektierung sowie der Anteil von informica) macht, ist bisher noch nicht entschieden. Unserer Ansicht nach ist das wahrscheinlichste Szenario, dass die bisher vor allem auf die Region konzentrierte Projektentwicklung beibehalten und der Anteil der informica mittelfristig veräußert wird.

Fazit

Nach dem Managementwechsel wandelt sich das Risikoprofil des Unternehmens. Bisher standen vor allem risikoreichere Projektierungen im Fokus der Geschäftstätigkeit. Durch die Konzentration auf die Partnerprojekte könnte InCity in der Lage sein, stabile Erträge zu erwirtschaften, und sich gleichzeitig die Chance offen halten, bei einem Projekt zusätzliche Gewinne erzielen zu können. Im neuen Geschäftsmodell fehlt es dem Management an einem langen Track Record und dem Nachweis, dass man die Geschäfte wie geplant skalieren kann. Wenn

InCity nicht in der Lage ist, genügend Projekte für dieses Geschäftsmodell zu finden, wird es schwierig werden, eine gute Eigenkapitalrendite erwirtschaften zu können. Aus unserer Sicht sollte ein Anleger ein Investment abwarten, bis sich das neue Geschäftsmodell bewiesen hat. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe



Illustration der Westansicht des InCity-Projekts in der Bockenheimer Landstr. in Frankfurt (oben). Die beiden Kölner Liegenschaften in der Breite Str. 40-46 (unten) sowie der Niehler Str. (links) gehören zum Aktionsradius von InCity



IVG Immobilien AG

Der Asset Manager schreibt wieder schwarze Zahlen

Unternehmensprofil

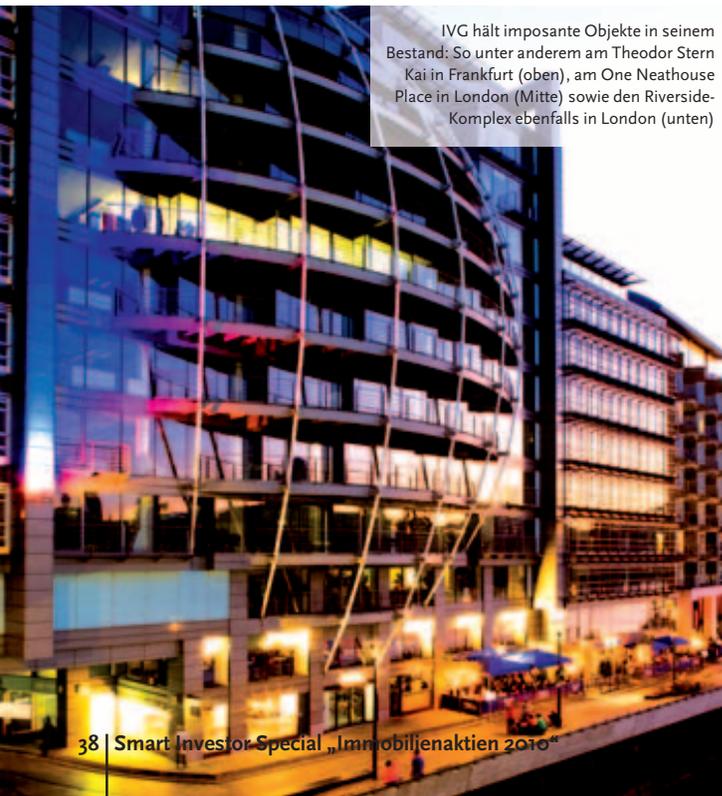
Die IVG Immobilien AG ist mit einem betreuten Vermögen von 22 Mrd. EUR und einem eigenen Immobilienbestand von 6 Mrd. EUR (einschließlich Kavernen und Development) einer der führenden Immobilien-Asset-Manager in Europa. Das Unternehmen konzentriert sich auf die Bestandshaltung und das Asset Management von Büroimmobilien, Businessparks und Infrastruktur-Assets vor allem in Deutschland und in europäischen Metropolen. Sie versteht sich als pan-europäische Investmentplattform.

IVG Immobilien AG	
Internetadresse	www.ivg.de
ISIN	DE0006205701
Wertpapierkennnummer (WKN)	620 570
Bloombergkürzel	IVG
Kurs (06.10.2010;10:34 ETR) in EUR	5,23
Aktienanzahl in Mio.	126,0
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	659,0
Free Float	59,8%
NAV je Aktie (in EUR; BHL Ende 2010)	7,09
Abschlag des Kurses zum NAV	26,2%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	8,16
52-Wochen-Tief (in EUR)	4,76
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	621.418
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	0,8%
Absolute Performance (ggü. Vj)	-10,6%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	11.11

Quelle: IVG Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



IVG hält imposante Objekte in seinem Bestand: So unter anderem am Theodor Stern Kai in Frankfurt (oben), am One Neathouse Place in London (Mitte) sowie den Riverside-Komplex ebenfalls in London (unten)



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	608,6	838,8	1014,1	526,2	486,6
- Veränderung ggü. Vj	---	37,8%	20,9%	-48,1%	-7,5%
EBIT	-98,6	64,1	313,1	238,1	257,3
- Veränderung ggü. Vj	---	---	388,1%	-23,9%	8,0%
- EBIT-Marge	---	7,6%	30,9%	45,3%	52,9%
Jahresüberschuss	-484,3	-190,1	37,4	34,1	64,5
- Veränderung ggü. Vj	---	-60,8%	---	-9,0%	89,4%
- Nettomarge	---	-22,7%	3,7%	6,5%	13,3%
Ergebnis je Aktie	-3,84	-1,61	0,30	0,27	0,51
- Veränderung ggü. Vj	---	-58,0%	---	-9,0%	89,4%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	17,6	19,4	10,2
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,05	0,20	0,20
- Dividendenrendite	---	---	1,0%	3,8%	3,8%

Quelle: IVG Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD

Das eigene Asset Management, für die eigenen Immobilien und für Immobilien Dritter (auch in Form von Co-Investments), steht im Vordergrund. Das verwaltete Portfolio wird optimiert, um zusätzliche Werte daraus generieren zu können. Abgerundet wird das Geschäftsmodell durch das Fondsgeschäft. Hierbei werden eigene und fremde Immobilien in offenen und geschlossenen Immobilienfonds vermarktet und verwaltet.

Operative Entwicklung

Die Umsätze sind im zweiten Quartal durch die Veräußerung von Immobilien aus dem Bereich Development getrieben. Allein diese Verkäufe führten zu einem Umsatz von 349,8 Mio. EUR. Durch den Abverkauf von Immobilien gingen die Mieteinnahmen im Bereich Investments zurück (1. Hj. 2010: 129,9 Mio. EUR; 1. Hj. 2009: 161,9 Mio. EUR). Die Vermietungsquote konnte mit 90,2% stabil gehalten werden. Das Ergebnis ist zudem durch Einmaleffekte geprägt. Zum einen Wertberichtigungen auf Immobilien von 22,2 Mio. EUR auf den Immobilienbestand und zum anderen 13,6 Mio. EUR auf den Bestand der Development-Projekte. Dies wurde zum Teil kompensiert durch die Höherbewertung der Kavernen von 36 Mio. EUR.

Chancen und Risiken

Das eigentliche Geschäft, die Bestandhaltung von Büroimmobilien, hat in den vergangenen Jahren durch Bewertungseffekte zu Verlusten geführt. Wir gehen davon aus, dass durch leichte Mietanpassungen noch weitere Wertberichtigungen stattfinden könnten. Diese sollten sich jedoch auf eine Größenordnung von 20 Mio. EUR pro Quartal belaufen. Dadurch werden die Ergebnisse weniger belastet als in der Vergangenheit, was unter dem Strich zu Gewinnen auf Konzernebene führen sollte.

Im Geschäftsfeld Kavernen besitzt das Unternehmen Rechte, um 130 Kavernen zu bauen, davon wurden 70 Kavernen an einen institutionellen Fonds verkauft. 41 dieser Fondskavernen sind bereits fertig gestellt und übergeben. Die Fertigstellung und die Übergabe der übrigen 29 Kavernen stehen noch aus. Bis 2014 werden alle verkauften Kavernen an den Fonds übergeben sein. Die weiteren 60 sogenannten Potenzialkavernen verbleiben im Besitz der IVG und sind teilweise schon vorvermietet.

Neben dem oben beschriebenen Kerngeschäft des Unternehmens hat die IVG aus dem vorangegangenen Geschäftsmodell und der Unternehmensgeschichte mit dem Developmentgeschäft noch eine Randsparte. In der Pipeline des Developmentgeschäfts befinden sich Projekte im Volumen von 1,5 Mrd. EUR. Diese Projekte sind bereits nahezu abgeschlossen (noch knapp 700 Mio. EUR sind zu investieren). Neue Projekte sollen in Zukunft nur vereinzelt aus dem Bestandsportfolio heraus begonnen werden. Das größte Projekt in dieser Pipeline ist „THE SQUAIRE“ (früheres „Airrail-Center“ am Flughafen in Frankfurt) mit einem aktuellen Wert von 760 Mio. EUR. Dieses Projekt wird vorerst im Bestand des Unternehmens bleiben. In den kommenden Jahren ist ein Verkauf am Markt über einen Fonds jedoch möglich. Nähere Aussagen macht das Unternehmen hierzu nicht. Dieses Projekt birgt ein großes Einzelrisiko. Die Erhöhung der aktuellen Vermietungsquote von rund 60% sowie eine mögliche Exit-Strategie könnten unseres Erachtens den Kurs des Unternehmens stützen.

Auch finanzierungsseitig hat das Unternehmen einige Aufgaben zu erledigen. Zum einen müssen dieses Jahr noch 392 Mio. EUR (<10% der Nettoverschuldung) refinanziert werden. Der nächste größere Posten betrifft 1,7 Mrd. EUR im Jahr 2012. Wir gehen davon aus, dass das Management hier, wie in der Vergangenheit bereits bewiesen, schon vor der Endfälligkeit der Darlehen eine Prolongationslösung verkünden wird. Abgesehen von der operativen und finanziellen Lage des Unternehmens ist unseres Erachtens auch die Aktionärsstruktur von Interesse. Seit ihrem Einstieg im März 2010 hat die Mann Immobilien-Verwaltungs AG den Anteil am Unternehmen auf 20,75% ausgebaut.

Ausblick

Beim Ausblick für das 2. Halbjahr 2010 erwartet die Gesellschaft im Bereich Investments lediglich selektive Verkäufe von nicht strategischen Immobilien. Im Bereich Kavernen werden bis zu drei weitere Kavernen eine Hochschreibung erfahren. Im Segment Institutional Funds ist mit einer weiterhin stabilen Entwicklung zu rechnen, im Bereich Private Funds mit einer schwächeren zweiten Jahreshälfte aufgrund einer zurzeit geringen Platzierungs-Pipeline. Für das Gesamtjahr plant das Unternehmen, seine Projektpipeline um 600 Mio. EUR durch Abverkäufe zu verringern. Zum Halbjahr konnte das Unternehmen auf 303 Mio. EUR verweisen. Zudem sollen in das Objekt „The SQUAIRE“ in den kommenden Monaten KPMG und Hilton einziehen. Damit sollte einiges an Risiko aus diesem Geschäft „entweichen“. Im Kavernen-Geschäft wird das Unternehmen mindestens vier Kavernen an den Fonds vergeben und damit 120 Mio. EUR an liquiden Mitteln einnehmen. Unter dem Strich sind für das Unternehmen positive Ergebnisse in diesem Jahr wahrscheinlich. Mit den Halbjahreszahlen bestätigte das Management seine Guidance für ein positives Konzernergebnis.

Fazit

Insgesamt hat sich das operative Geschäft unseres Erachtens auch in der Krise gut gehalten. Aber verglichen mit anderen Peer-Unternehmen ist die IVG mit ihrem Geschäftsmodell noch recht komplex. Der Abschlag zum NAV ist mit 26,2% als fair anzusehen. Eine Neuinvestition in die Aktie ist angesichts dessen aktuell nicht zwingend anzuraten. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

PATRIZIA Immobilien AG



Blockverkäufe entscheiden über die Profitabilität

Patrizia-Wohnobjekt in der Helmstedter Str. in Berlin

Unternehmensprofil

Die PATRIZIA Immobilien AG investiert in Wohnimmobilien in Deutschland. Unter dem Strich sollen die Gewinne des Unternehmens nicht mittels Vermietung verdient werden, sondern vielmehr durch die Privatisierung von Einzelwohnungen sowie den Verkauf kleinerer Portfolien. Abgerundet wird das Angebot durch den eigenen Servicebereich. Hier wird ein breites Spektrum an immobilienbezogenen Dienstleistungen angeboten, wie Asset Management (u.a. Fondsinitialisierung und -verwaltung), Property Management sowie Sales Management. Es sollen in dem Bereich verstärkt Chancen in Co-Investments mit internationalen Investoren genutzt werden, bei denen PATRIZIA jeweils vollständig für die operative Umsetzung des gemeinsamen Konzeptes zuständig sein wird. Vor allem das Asset Management soll weiter ausgebaut werden (aktuell 1,4 Mrd. EUR Assets under Management für Dritte). Die eigene Kapitalanlagegesellschaft hat bereits fünf Fonds aufgelegt. Neben deutschen Wohnimmobilien konzentrieren sich die Fonds teilweise auch auf europäische Wohnimmobilien. Die Zielgruppe sind vor allem institutionelle Investoren.

Operative Entwicklung

Im zweiten Quartal konnte das Unternehmen 177 Wohneinheiten privatisieren. Darüber hinaus verkaufte PATRIZIA 297 Wohneinheiten im Rahmen zweier Blocktransaktionen. Insgesamt konnten dabei 76,9 Mio. EUR Verkaufserlöse erzielt werden (Q2 2009: 22,4 Mio. EUR). Somit festigt sich die positive Tendenz der vergangenen Monate. Unter dem Strich ist der Verlust (-1,1 Mio. EUR) ein weiteres Mal den Zinssicherungsinstrumenten geschuldet. Diese belasteten im Quartal mit 3,4 Mio. EUR. Für das Gesamtjahr erwartet das Management ein um Zinssicherungsinstrumente bereinigtes EBT von 10 Mio. EUR (1. Hj.: 5 Mio. EUR). Aus unserer Sicht sollte dies erreichbar sein, da neben dem eigentlichen operativen Geschäft die Realisierung einzelner Projekte das Konzernergebnis stützen sollte. Des Weiteren hat sich in den vergangenen Jahren die zweite Jahreshälfte als operativ stärker erwiesen, da mehr Wohneinheiten veräußert werden konnten.

Patrizia Immobilien AG	
Internetadresse	www.patrizia.de
ISIN	DE000PAT1AG3
Wertpapierkennnummer (WKN)	PAT 1AG
Bloombergkürzel	P1Z
Kurs (06.10.2010;10:31 ETR) in EUR	3,30
Aktienanzahl in Mio.	52,1
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	172,0
Free Float	46,7%
NAV je Aktie (in EUR; BHL Ende 2010)	5,43
Abschlag des Kurses zum NAV	39,2%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	4,02
52-Wochen-Tief (in EUR)	2,59
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	46.781
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	4,2%
Absolute Performance (ggü. Vj)	-10,6%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	10.11

Quelle: Patrizia Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

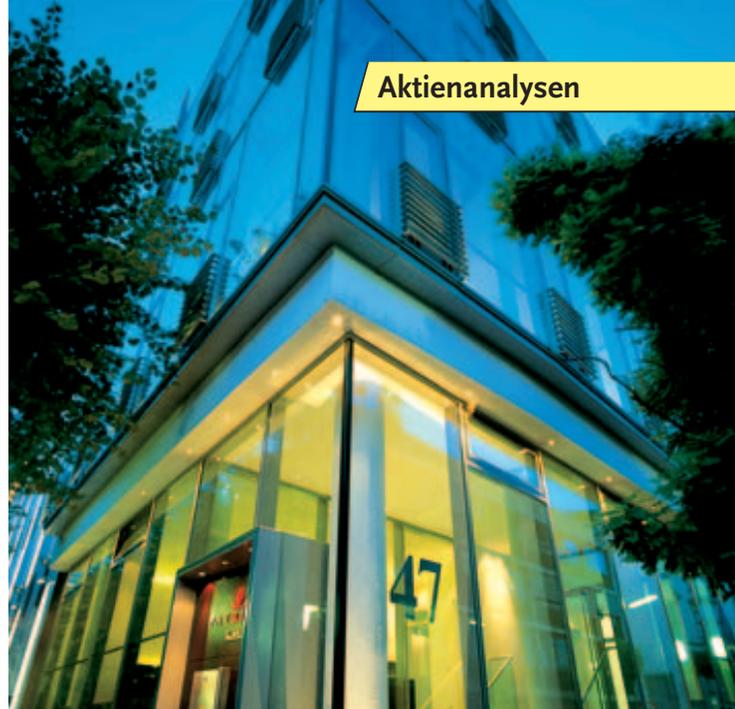
nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	221,3	250,9	340,3	291,7	289,8
- Veränderung ggü. Vj	---	13,4%	35,6%	-14,3%	-0,7%
EBIT	65,1	56,1	58,2	55,6	52,4
- Veränderung ggü. Vj	---	-13,8%	3,8%	-4,5%	-5,8%
- EBIT-Marge	---	22,4%	17,1%	19,1%	18,1%
Jahresüberschuss	-34,1	-9,5	-1,7	7,1	8,8
- Veränderung ggü. Vj	---	-72,2%	-82,2%	---	23,4%
- Nettomarge	---	-3,8%	-0,5%	2,4%	3,0%
Ergebnis je Aktie	-0,65	-0,18	-0,03	0,14	0,17
- Veränderung ggü. Vj	---	-72,2%	-82,2%	---	23,4%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	neg.	24,2	19,7
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05
- Dividendenrendite	---	---	0,0%	0,0%	1,5%

Quelle: Patrizia Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD

Chancen und Risiken

Das Unternehmen hat aktuell einen Immobilienbestand von 10.400 Wohneinheiten. Zum großen Teil befinden sich diese in München (3.900), was aus unserer Sicht Upside-Potenzial in sich birgt. Weitere Portfolien werden in den deutschen Großstädten Berlin, Düsseldorf/Köln, Frankfurt und Hamburg gehalten. Die Mieteinnahmen sollten unseres Erachtens 2010 bei 63,0 Mio. EUR liegen, was über den erwarteten Zinskosten (48,0 Mio. EUR; ohne Bewertungsergebnis der Zinssicherungen) liegt. Das Unternehmen hat aber, durch das Geschäftsmodell bedingt, einen großen Block von Overheadkosten, was die Gewinne des Vermietungsgeschäftes aufzehrt. Der Break-even des Unternehmens liegt, abhängig von der Zusammensetzung der Verkäufe aus Privatisierung und Blockverkäufen, bei 150 Wohneinheiten im Quartal. Neben dem operativen Geschäft sorgt auch die Bewertung von Zinsswaps in den Geschäftsberichten, wie auch unterjährig, für hohe Volatilitäten, was aus unserer Sicht die Planbarkeit der Erträge für das Management sehr erschwert.

Kurzfristig ist das Unternehmen gut durchfinanziert und wird durch die Abverkäufe des Bestandes die Verschuldung weiter senken. Auf mittlere Frist muss Patrizia noch einige Aufgaben lösen. So müssen im Jahr 2011 Refinanzierungen in Höhe von 450 bis 500 Mio. EUR erfolgen. Wir gehen davon aus, dass es dem Unternehmen gelingen wird, dies zu erreichen. Bei Zukäufen wird das Unternehmen mit einem geringeren Leverage auskommen.



Der Eigenkapitalanteil dürfte sich auf einem Niveau von ca. 30% einpendeln. Damit wird aus unserer Sicht zunehmend finanzielles Risiko aus der Gesellschaft genommen. Bei Zukäufen ist man nicht daran interessiert, neue Unternehmen zu erwerben, vielmehr sollen Portfolien akquiriert werden.

Ausblick

In diesem Jahr plant das Unternehmen, bei den Blocktransaktionen leicht über den 720 Einheiten des Vorjahres zu liegen. Bei der Privatisierung ist eine Zunahme der Verkäufe von 10% gegenüber dem Vorjahr realistisch. Zusätzlich werden noch in diesem Jahr verschiedene Projekte fertig gestellt. Diese könnten bei einem erfolgreichen Abverkauf den Umsatz nun um 42 bis 45 Mio. EUR erhöhen. Im zweiten Halbjahr sollte das Ergebnis (ohne Bewertungsergebnis) auf dem Niveau der ersten Jahreshälfte ausfallen. So sind nicht aktivierbare Investitionen in den Bestand in Höhe von 5 Mio. EUR geplant. Die Zahlung einer Dividende wird mit dem Erreichen einer Eigenkapitalquote von 25 bis 30% möglich sein. Dies könnte bereits im kommenden Jahr der Fall sein, so dass die Auszahlung 2012 erfolgen könnte.

Fazit

Aktuell notiert das Unternehmen mit einem Abschlag zum NAV von 42%. Kurstreiber sollte unseres Erachtens der weitere Abverkauf von Immobilien sein, der zu einer Schuldenreduzierung führen wird, was sich positiv auf die Eigenkapitalquote und die Refinanzierungsmöglichkeiten des Unternehmens auswirken sollte. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Im Hamburger Kontor (oben) unterhält Patrizia eine Repräsentanz, in der Friedrichshafener Maybachstr wiederum eine gepflegte Wohnanlage



POLIS Immobilien AG

Aktiver Bestandhalter punktet mit hoher Transparenz



Unternehmensprofil

Die POLIS Immobilien AG ist eine Immobiliengesellschaft, die Büroimmobilien für den eigenen Bestand erwirbt, ggf. modernisiert oder revitalisiert und selbst verwaltet. Die Gesellschaft hat sich seit der Gründung 1998 als Spezialist für Immobilienmodernisierung und -bewirtschaftung im Markt etabliert. POLIS fokussiert sich auf Büroimmobilien in innerstädtischen Lagen an den 21 wichtigsten deutschen Bürostandorten. Die Gesellschaft folgt stringent dem Städte-Ranking von BulwienGesa. Für ein Investment kommen sowohl Immobilien mit Wertsteigerungspotenzial (Value-Added-Objekte) als auch moderne Immobilien, die stabile Cashflows erwirtschaften (Core-Objekte), in Frage. Das Ankauflvolumen schwankt bei Einzelobjekten i.d.R. zwischen 5 Mio. EUR und 25 Mio. EUR und einer Mietfläche von rund 2.500 bis 8.000 m².

Das Immobilienportfolio umfasst derzeit 34 Immobilien mit einem Fair Value von rund 292 Mio. EUR per 30.06.2010. Die Gesamtmietfläche liegt bei 137.000 m² mit einem Vermietungsgrad nach Fläche von 71%. Die höchste Anzahl an Objekten ist aktuell in Düsseldorf zu finden (7 Objekte), während Köln die größte Gesamtmietfläche aufweist (32.600 m²). Das Portfolio der Gesellschaft zeichnet sich durch eine hohe Transparenz aus. Detaillierte Angaben zu den einzelnen Immobilien wie Verkehrswert, Objekt-Rating und Miethöhe sind jeweils aktuell verfügbar. Die Aktie der POLIS ist seit März 2007 im Prime Standard gelistet. Mehrheitsaktionär des Unternehmens ist die Mann Immobilien Verwaltungs AG mit einem Anteil von 53,2%. Da weitere Gesellschaften größere Anteile besitzen, liegt der sonstige Free Float bei nur 7,6% (nach

Am Gustav Heinemann Ufer in Köln hält POLIS dieses Büroobjekt im Bestand, während sich in der Büchsenstr in Stuttgart ein weiteres Objekt in der konkreten Planung befindet (unten)

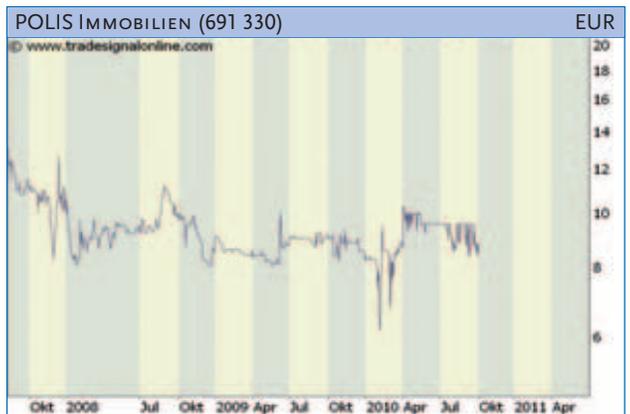


Definition Deutsche Börse 26,6%). Der Anteil der Core-Objekte soll rund 75% betragen, während durch die übrigen Immobilien die Rendite des Gesamtportfolios gesteigert wird. POLIS ist ein aktiver Bestandhalter, der Wertsteigerungen im Rahmen eines moderaten Buy-and-Sell-Konzepts realisiert. Das Unternehmen strebt ein ausgewogenes Rendite-Risiko-Profil an, welches sich auch aus dem Multi-Tenant-Ansatz aus einem maßvollen Fremdkapitaleinsatz ergibt. Als Zielmarke gibt das Management ein

POLIS Immobilien AG

Internetadresse	www.polisag.de
ISIN	DE0006913304
Wertpapierkennnummer (WKN)	691 330
Bloombergkürzel	PQL
Kurs (06.10.2010;09:04 ETR) in EUR	8,43
Aktienanzahl in Mio.	11,1
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	93,2
Free Float	26,2%
NAV je Aktie (in EUR; BHL Ende 2010)	n.a.
Abschlag des Kurses zum NAV	n.a.
52-Wochen-Hoch (in EUR)	10,50
52-Wochen-Tief (in EUR)	6,16
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	591
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	16,2%
Absolute Performance (ggü. Vj)	8,9%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	4.11

Quelle: POLIS Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	15,0	13,9	13,3	15,2	17,5
- Veränderung ggü. Vj	- - -	-7,3%	-4,3%	14,3%	15,1%
EBIT	10,4	-1,0	7,6	10,2	12,0
- Veränderung ggü. Vj	- - -	- - -	- - -	34,2%	17,4%
- EBIT-Marge	- - -	-7,5%	57,1%	67,1%	68,4%
Jahresüberschuss	1,1	-6,7	0,3	4,1	5,1
- Veränderung ggü. Vj	- - -	- - -	- - -	1524,0%	25,9%
- Nettomarge	- - -	-47,9%	1,9%	26,7%	29,2%
Ergebnis je Aktie	0,10	-0,60	0,02	0,37	0,46
- Veränderung ggü. Vj	- - -	- - -	- - -	1750,0%	24,3%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	- - -	- - -	421,5	22,8	18,3
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,20	0,30
- Dividendenrendite	- - -	- - -	0,0%	2,4%	3,6%

Quelle: POLIS Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD

Loan-to-Value-Verhältnis von rund 60% an. POLIS strebt unverändert ein Portfoliovolumen von rd. 300 Mio. EUR an.

POLIS optimiert an Standorten, die nicht zum Kernbereich gehören, das Portfolio. Im zweiten Quartal konnten drei Immobilien veräußert werden, die mit der Übergabe der Immobilien im dritten Quartal bilanzwirksam werden. Der Verkaufserlös liegt summiert bei 5,9 Mio. EUR. Die beiden Anlageobjekte wurden leicht unterhalb der Verkehrswerte veräußert, während das dritte Objekt aus dem Umlaufvermögen stammt. Darüber hinaus sollen weiterhin durch einzelne Verkäufe erzielte Wertsteigerungen realisiert werden.

Operative Entwicklung

Zuletzt hat POLIS die Zahlen für das erste Halbjahr 2010 vorgelegt. Die Wertsteigerungspotenziale sollten sich erst in den kommenden Quartalen auf das Zahlenwerk auswirken, so dass zunächst rückläufige Ergebniskennzahlen zu verzeichnen waren. Die Mieterträge sanken um 13% auf 6,5 Mio. EUR (Vorjahr: 7,4 Mio. EUR), während das Ergebnis aus laufender Immobilienbewirtschaftung von 6,3 Mio. EUR auf 4,8 Mio. EUR zurückging. Beide Entwicklungen sind in erster Linie die Folge des modernisierungsbedingten Leerstands. Sowohl das EBIT (3,2 Mio. EUR nach 4,3 Mio. EUR) als auch das Konzernergebnis (-1,3 Mio. EUR nach 1,0 Mio. EUR) sanken im Vergleich zum Vorjahr. Der niedrigere Zinsaufwand konnte dabei das negative Bewertungsergebnis für Zinssicherungen nicht kompensieren. Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit ging ebenfalls im Vergleich zum Vorjahr (4,3 Mio. EUR nach 5,4 Mio. EUR) zurück. Die FFO fielen von 2,3 Mio. EUR auf 1,4 Mio. EUR. POLIS weist mit einer Eigenkapitalquote von 48,5% weiterhin gesunde Bilanzrelationen auf. Die Gesellschaft kommt per 30.6.2010 auf einen Net Asset Value (NAV) je Aktie von 13,13 EUR, der damit im Vergleich zum Jahresultimo (13,27 EUR) leicht sank. Die POLIS-Aktie wird somit aktuell mit einem Discount von gut 30% zum NAV gehandelt.

Chancen und Risiken

Das Geschäftsmodell zeichnet sich durch eine hohe Stabilität und langfristige Wertsteigerungen aus. Dadurch lassen sich kon-

junktuelle Schwankungen vergleichsweise gut abfedern. Der deutsche Büroimmobilienmarkt, auf welchen sich die Gesellschaft fokussiert, ist darüber hinaus vergleichsweise stabil. Aktuell sollte sich die wirtschaftliche Erholung sukzessive positiv auf den Büroimmobilienmarkt und somit auf POLIS auswirken. Auf der Transaktionsseite ist mit einer Belebung des Marktes zu rechnen, so dass hier vermehrt Opportunitäten für die Gesellschaft entstehen sollten.

Ausblick

Hauptaugenmerk des operativen Geschäfts liegt im zweiten Halbjahr auf der Fertigstellung der Modernisierungsprojekte und der Verringerung der Leerstandsquote. Ein wesentlicher Einfluss auf die Finanzzahlen ist erst ab 2011 zu erwarten, während 2010 die wesentlichen Kennzahlen (Mieterträge, Ergebnis aus laufender Immobilienbewirtschaftung, FFO) etwas unterhalb des Vorjahresniveaus liegen sollten. Das weitere Wachstum des Portfolios ist derzeit lediglich die zweite Priorität. Perspektivisch plant das Management unverändert, den REIT-Status anzunehmen, wemngleich die Defizite in der Ausgestaltung des REIT-Gesetzes (insbesondere fehlende Transaktionssicherheit) zunächst beseitigt werden müssen.



Auch in der Landschaftsstr. in der niedersächsischen Landeshauptstadt Hannover ist POLIS vertreten

Fazit

Die Wirtschaftskrise hat sich zeitlich verzögert auf den Büroimmobilienmarkt ausgewirkt, so dass POLIS erst 2011 von der mittlerweile erfolgten Belebung profitiert. Das Unternehmen punktet mit hoher Konstanz, einer stringenten Strategie und hoher Transparenz. Der Investor sollte beachten, dass die Aktie nur geringes Handelsvolumen aufweist. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

Prime Office AG

Spezialist für hochwertige Büroimmobilien

Unternehmensprofil

Die Prime Office AG ist ein noch nicht gelistetes Immobilienunternehmen, dessen Investitionsstrategie auf hochwertige Büroimmobilien mit einer hohen Vermietungsquote an Standorten mit etablierter oder wachsender Infrastruktur zielt. Die Prime Office AG verwaltet die erworbenen Objekte. Die Gesellschaft investiert dabei in allen größeren Städten Deutschlands und versucht so, eine erhöhte Objekt-, Standort- und Mieterstreuung zu erreichen und stabile, wachsende Cashflows zu generieren. Seit Juni 2007 hat die Gesellschaft einen sog. Vor-REIT-Status und plant, sich nach den Bestimmungen des deutschen REIT-Gesetzes zu qualifizieren.

Im aktuellen Portfolio befinden sich 14 Büroimmobilien an zentralen Standorten westdeutscher Großstädte (Hamburg, Essen, Düsseldorf, Frankfurt, Darmstadt, Nürnberg, Heilbronn, Stuttgart und München) mit einer Mietfläche von mehr als 385.000 m² und einem Marktwert von rund 1 Mrd. EUR. Der Leerstand des Portfolios liegt bei unter 1% und die Restmietlaufzeit aktuell bei durchschnittlich rund acht Jahren. Hauptmieter sind in erster Linie Großunternehmen wie BMW, Deutsche Post, Deutsche Telekom, Vodafone oder Hochtief. Die



Der SZ-Tower (links) im Münchner Osten gehört zu den prestigeträchtigsten Gebäuden im Prime-Office-Portfolio. Auch T-Online residiert in Darmstadt in einer Prime-Office-Immobilie.

Immobilien wurden zum größten Teil innerhalb der letzten zehn Jahre errichtet bzw. grundlegend saniert und modernisiert. Aufgrund der hohen Qualität der Objekte sind die Instandhaltungsaufwendungen verhältnismäßig gering.

Das Unternehmen investiert ausschließlich an zentralen Standorten in deutschen Großstädten und Ballungsräumen mit hohen Vermietungsquoten und guter Bonität der Mieter. Die Gesellschaft plant, das Portfolio um geeignete Büroimmobilien mit geringen Einzelhandels- oder Gewerbeanteilen (höchstens 10% anderweitiger Gewerbeflächen) zu erweitern. Dabei spielt Green Building (ressourceneffizientes Bauen) eine zunehmend wichtige Rolle in der Strategie, da die Nachhaltigkeit einer Immobilie zu einem zentralen Investitionskriterium geworden ist. Im Januar 2010 wurde der SZ-Turm als erstes Bürogebäude in Deutschland mit LEED-Gold ausgezeichnet. Die Deutschlandzentrale von Medtronic in Düsseldorf/Meerbusch ist zudem eine nach den Kriterien für nachhaltiges Bauen errichtete Immobilie und wurde 2009 zertifiziert (DGNB Silber).

Ein weiterer Schwerpunkt bei der Objektauswahl liegt auf architektonischer Attraktivität, guter Bausubstanz und gehobener Ausstattung. Die Immobilien müssen das Kriterium „Class A“ erfüllen und im Idealfall neuwertig oder vor Kurzem modernisiert worden sein. Die



Die Hochtief-Zentrale in Essen gehört zum Prime Office-Portfolio.

Zielgröße für die Nutzfläche liegt bei 6.000 m² bis 80.000 m². Immobilien, die diesen Anforderungen gerecht werden, weisen Kaufpreise in einer Bandbreite von 20 Mio. EUR bis 250 Mio. EUR auf. Es werden auch gezielt Leerstände eingekauft, wenn eine Vermarktung der entsprechenden Flächen aussichtsreich ist.

Operative Entwicklung

Die Gesellschaft hat aufgrund der Tatsache, dass sie das Listing anstrebt, keine Zahlen zur operativen Entwicklung publiziert.

Chancen und Risiken

Durch die Fokussierung auf hochwertige Immobilien ist der Instandhaltungsbedarf begrenzt. Grundsätzlich besteht aber das Risiko eines zu teuren Einkaufs in Aufschwungphasen. Das zentrale Risiko der Gesellschaft ist der unter Umständen fehlende Zugang zu Eigenkapital, ohne das letztlich kein Wachstum mög-

Das Westendensemble in Frankfurt



Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

www.smartinvestor.de





DEM MAINSTREAM
DEN RÜCKEN
KEHREN.

Jetzt 2 Ausgaben gratis anfordern unter
www.smartinvestor.de/abo

lich wäre. Die Einbindung der Green-Building-Komponente führt zu einer Schärfung des Profils der Gesellschaft. Die Overhead-Kosten sind begrenzt, da abgesehen vom internen Asset Management die wesentlichen Funktionen ausgelagert sind.

Ausblick

Ein wertorientiertes Asset Management soll die Rendite des Immobilienportfolios insgesamt steigern. Für das Unternehmenswachstum kommen in geringem Maße auch Projektentwicklungen in Frage. Der Schwerpunkt der Investitionstätigkeit wird unverändert auf deutschen Großstädten liegen, wobei ein Aufbau einer Präsenz in Berlin oder Köln nahe liegend ist.

Fazit

Prime Office punktet mit einer klar definierten Strategie und Konstanz im Geschäftsmodell und Management. Ein IPO ist 2011 vorstellbar. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

TAG Immobilien AG



Skalierung des Geschäftsmodells auf den Weg gebracht



Das Siemensgebäude im Berliner Siemensdamm gehört ebenso wie die Häuserzeile in Berlin Zehlendorf zum Portfolio von TAG Immobilien



Unternehmensprofil

Die TAG Immobilien AG ist ein Bestandhalter für Gewerbe- und Wohnimmobilien in A-Lagen in B-Städten und B-Lagen in A-Städten in Deutschland. Das Portfolio mit einem Wert von 850 Mio. EUR konzentriert sich auf die Regionen Berlin, Hamburg, Leipzig, das Rhein-Main-Gebiet sowie Nordrhein-Westfalen. Etwas mehr als die Hälfte der Immobilien sind Gewerbeimmobilien. Abgerundet wird das Geschäftsmodell durch Dienstleistungen rund um die Immobilie. Zudem besitzt die TAG einen 49%-Anteil an der LARUS Asset Management. Diese bietet die komplette Servicepalette des Immobilienmanagements für Gewerbeimmobilien, vom Asset Management über das Property Management bis hin zu Projektentwicklungen.

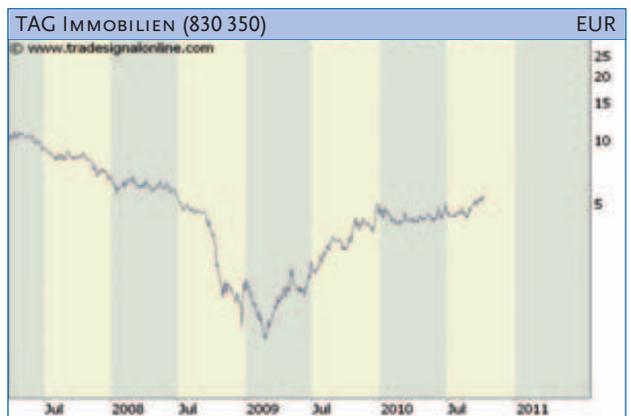
Operative Entwicklung

Gegenüber dem Vorjahr weist das Unternehmen einen massiven Ergebnis-Swing auf. Dies ist nicht nur operativ begründet. Der Nettomiettertrag konnte von Zukäufen profitieren und betrug 9,7 Mio. EUR (1,4 Mio. EUR bzw. +16,4% ggü. Q2/ 2009).

Dagegen ist ein großer Teil der verbesserten Ergebnissituation durch einmalige Effekte bedingt. So verbesserte sich das sonstige betriebliche Ergebnis um 3,9 Mio. EUR. Ein Großteil davon ist einmaliger Natur, wie Konsolidierungseffekte durch den Kauf von kleineren Immobilienunternehmen sowie Erträge durch den Rückkauf einer Wandelanleihe. Zudem fielen Bewertungsverluste weg, die bei Amtsantritt des jetzigen CEOs gebucht wurden. Im Vorjahr belasteten diese das Ergebnis mit

TAG Immobilien AG	
Internetadresse	www.tag-ag.com
ISIN	DE0008303504
Wertpapierkennnummer (WKN)	830 350
Bloombergkürzel	TEG
Kurs (06.10.2010;10:28 ETR) in EUR	5,35
Aktienanzahl in Mio.	40,6
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	217,0
Free Float	69,7%
NAV je Aktie (in EUR; BHL Ende 2010)	n.a.
Abschlag des Kurses zum NAV	n.a.
52-Wochen-Hoch (in EUR)	5,20
52-Wochen-Tief (in EUR)	3,02
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	71.677
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	12,2%
Absolute Performance (ggü. Vj)	52,1%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	9.11

Quelle: TAG Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD



Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
nach IFRS	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	101,6	134,4	83,0	91,9	95,1
- Veränderung ggü. Vj	---	32,3%	-38,2%	10,7%	3,5%
EBIT	-5,7	-1,3	37,2	42,6	45,5
- Veränderung ggü. Vj	---	-77,5%	---	14,5%	6,8%
- EBIT-Marge	---	-1,0%	44,8%	46,4%	47,9%
Jahresüberschuss	-30,6	-29,2	12,0	12,4	13,9
- Veränderung ggü. Vj	---	-4,8%	---	3,7%	12,1%
- Nettomarge	---	-21,7%	14,4%	13,5%	14,7%
Ergebnis je Aktie	-0,94	-0,90	0,33	0,31	0,34
- Veränderung ggü. Vj	---	-4,8%	---	-6,2%	12,1%
- Kurs-Gewinn-Verhältnis	---	---	16,4	17,5	15,6
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Dividendenrendite	---	---	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: TAG Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD

15,3 Mio. EUR. Unter dem Strich ist das Unternehmen dennoch auf einem guten Weg, nachhaltige Gewinne zeigen zu können. Nach den Halbjahreszahlen bestätigte der Vorstand seinen Ausblick von 10 Mio. EUR Vorsteuerergebnis für das laufende Jahr. Dies sollte aus unserer Sicht erreichbar sein.

Chancen und Risiken

Eine der wichtigsten Stärken des Unternehmens liegt im internen Asset Management der Bestände, dadurch lassen sich beim Ausbau des Bestandes Kostendegressionen realisieren. Das Management war in der ersten Jahreshälfte in der Lage, Immobiliengesellschaften zu 100% oder anteilig zu kaufen (beispielsweise 100% an der FranconoWest oder 20%-Anteil an der Estavis). Dadurch vergrößerte sich der Immobilienbestand, und zudem konnten durch den günstigen Einkauf (Kauf der Immobilien durch die Ausgabe neuer Aktien unter dem NAV) Buchgewinne gehoben werden. Unseres Erachtens ist nicht auszuschließen, dass auch in der zweiten Jahreshälfte solche einmaligen Erträge zu verbuchen sein werden.

Der Fokus des weiteren Ausbaus der Gesellschaft liegt in den bisherigen Kernstandorten. Die Kriterien für einen Zukauf liegen einerseits in dem für das Unternehmen stimmigen Preis sowie der Hebung der bereits erwähnten Skaleneffekte bei der Verwaltung. Der Zukauf weiterer Wohnimmobilien soll dazu führen, dass das interne Asset Management effizienter ausgenutzt wird. Dies sollte zu Skaleneffekten durch anteilige Kostenreduzierung führen. Ein gutes Beispiel für diese Vorgehensweise stellt der Kauf der FranconoWest dar. In diesem Unternehmen war ein Großteil der Immobilien durch externe Anbieter verwaltet. Da die Einheiten nun intern verwaltet werden, was gegenüber dem bisherigen Zustand nicht bedeutend Mehraufwendungen bedeutet, können externe Verwalter eingespart werden. Neben der Erhöhung der Mietinnahmen (im ersten Halbjahr +3,5% auf Like-for-like-Basis) bietet diese Skalierung/Kostendegression Wachstumsphantasie.

Um die Zukäufe zu finanzieren, wird die Aktie weiterhin als Akquisitionswährung zu sehen sein. Aktuell hat das Unternehmen

mehrere Projekte in der Pipeline. Dass das ein oder andere Projekt realisiert wird, ist unseres Erachtens wahrscheinlich. Mittelfristig wird sich die TAG zum reinen Bestandhalter für Wohnimmobilien entwickeln. Diese mittelfristige Strategie soll dazu führen, ein Portfolio aufzubauen, das es ermöglicht, nachhaltig Gewinne auch ohne einmalige Effekte (wie Projektierungen) zu erwirtschaften. Davon soll ein angemessener Anteil in Dividendenausschüttungen fließen. Finanzierungsseitig sieht die TAG auch in den kommenden Jahren keinen Engpassfaktor auf sich zukommen. Nach Unternehmensangaben ist das Unternehmen in der Lage, sich momentan zu weniger als 100 Basispunkten Marge zu refinanzieren. Ein LTV von mehr als 60% (Ende 2009: 67,4%) stellt der Vorstand als realistisch heraus.

Ausblick

Für dieses Jahr hat das Unternehmen 10 Mio. EUR Vorsteuerergebnis als Guidance ausgegeben. Dieses sollte, auch vor dem Hintergrund weiterer einmaliger Erträge, erreichbar sein. Im kommenden Jahr soll das EBT auch ohne einmalige positive Effekte Gewinne zeigen können. Unseres Erachtens ist der Abverkauf der Gewerbeimmobilien ein wahrscheinliches Szenario, wenngleich die Realisierung nicht zeitnah erfolgen wird. Hintergrund sind aus unserer Sicht unterschiedliche Preisvorstellungen zwischen Käufer und Verkäufer. Das Portfolio der Gewerbeimmobilien birgt einiges an Potenzial, was aktuell am Markt nicht durch einen Aufschlag auf den Immobilienwert eingepreist wird. Mit der Zahlung einer Dividende sollte unseres Erachtens erst begonnen werden, wenn die TAG nachhaltig Gewinne aufzeigen kann. Dies sollte nicht vor dem Jahr 2011 geschehen.

Fazit

Zum Halbjahr war ein Großteil der ausgewiesenen Gewinne durch einmalige Effekte geprägt. Auch in der zweiten Jahreshälfte sind einmalige Erträge denkbar. Ab dem kommenden Jahr gehen wir davon aus, dass die TAG auch ohne die einmaligen Erträge Gewinne schreiben wird. Aus unserer Sicht hat der Kapitalmarkt bereits viel Phantasie in den Kurs der Aktie eingepreist. Momentan sehen wir daher nur begrenztes Upside-Potenzial. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe



Im Hamburger Himmelsbütteler Kirchenweg zählt TAG dieses Backsteinhaus zum Mietbestand



Vivacon AG

vivacon AG

Ein Neustart und dennoch zwölf Jahre Erfahrung

Die belgischen Häuser in Köln

Unternehmensprofil

In der Vergangenheit war das Unternehmen durch ein breites Geschäftsmodell und durch schnelles Wachstum gekennzeichnet. Beides zusammen genommen führte zum beinahe Kollaps von Vivacon. In den vergangenen zwei Jahren war das Unternehmen jedoch in der Lage, sich auf seine Kernkompetenzen zu konzentrieren. Unter anderem war dies verbunden mit dem Abbau der Belegschaft von knapp 160 Mitarbeitern auf nun 28 Mitarbeiter. Im Zentrum der aktuellen Geschäftsentwicklung steht nun wieder die Generierung von Erbbaurechten. Damit wird die Geschäftsentwicklung des Unternehmens stabiler und nachhaltiger. Aktuell generiert Vivacon daraus einen jährlichen Cashflow von mehr als 15,0 Mio. EUR. Diese Cashflows sind mit der Inflationsrate indexiert. Der Erwerb der Erbbaurechte soll anders als in der Vergangenheit nicht durch das Entwickeln von risikoreichen Projekten und die Abtrennung des dazugehörigen Landes erfolgen. Das Management setzt nun vor allem auf den direkten Kauf von Grundstücken. Im Fokus steht dabei der Erwerb von Grundstücken von privaten (Immobilien-gesellschaften) und öffentlichen (Kommunen) Bestandhaltern von Wohnimmobilien. Abgerundet wird das Geschäftsmodell durch Beratungsdienstleistungen für Dritte in Bezug auf Erbbaurechte (einschließlich der Verwaltung für Dritte) sowie Beratungsdienstleistungen für Projektierungen. Im kleineren Rahmen werden zudem Restbestände von Bestandsimmobilien veräußert.

Operative Entwicklung

Durch die Umstrukturierung des Unternehmens lagen die Geschäftsabschlüsse der Jahre 2008 und 2009 lange Zeit nicht vor und sollten in Kürze veröffentlicht werden. Daher kann an dieser Stelle keine Darstellung aktueller Zahlen des Unternehmens vorgenommen werden.

Chancen und Risiken

Mit der neu aufgestellten Gesellschaft ist die Fokussierung auf den profitabelsten Geschäftsbereich erfolgt, den Erwerb und die Verwaltung von Erbbaurechten. Aus unserer Sicht besetzt

Vivacon AG	
Internetadresse	www.vivacon.de
ISIN	DE0006048911
Wertpapierkennnummer (WKN)	604 891
Bloombergkürzel	VIA
Kurs (06.10.2010;10:14 ETR) in EUR	0,61
Aktienanzahl in Mio.	26,0
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	15,9
Free Float	n.a.
NAV je Aktie (in EUR; BHL Ende 2010)	n.a.
Abschlag des Kurses zum NAV	n.a.
52-Wochen-Hoch (in EUR)	0,94
52-Wochen-Tief (in EUR)	0,41
Tagesumsatz (Mittelw. letzte 6 Mo. in Stück)	80.002
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-29,1%
Absolute Performance (ggü. Vj)	-35,6%
Geschäftsjahr	31.12.
Nächster Termin	n.a.

Quelle: Vivacon AG, Bankhaus Lampe KG, FactSet, VWD





Auch das Hochfortenhaus in Köln gehört zum Vivacon-Portfolio

Vivacon damit weiterhin einen Nischenmarkt und kann von seinem ca. zwölfjährigen Track Record profitieren. Ist das Management in der Lage, die Sanierung im kommenden Jahr erfolgreich abzuschließen und zu zeigen, dass es wie geplant weitere Zahlungsströme aus Erbbaurechten erwerben kann, eröffnet dies einiges an Aufwärtsspielraum. Als Risiko sehen wir aktuell noch, dass das Sanierungskonzept noch nicht vollkommen abgeschlossen ist, wodurch der Investment Case aus unserer Sicht nicht vollkommen vorhersehbar ist. Es sollte aus unserer Sicht noch einige Quartale dauern, bis sich das Unternehmen zurück in stilleren Fahrwassern befindet.

Ausblick

Nachdem das Unternehmen in den vergangenen anderthalb Jahren mit der Restrukturierung beschäftigt war, wird Vivacon in den kommenden Quartalen wieder verstärkt den Weg zum Kapitalmarkt suchen. Für das kommende Jahr 2011 geht das Management davon aus, dass das Sanierungskonzept der Gesellschaft abgeschlossen sein wird. Im operativen Geschäft plant das Management, im Jahr 2011 weitere Erbbaurechte in Höhe von 10 Mio. EUR zu erwerben. Da bei dieser Assetklasse Ankaufmultiples zwischen 10 und 15 für realistisch gehalten werden, entspricht dies einem Investment zwischen 100 und 150 Mio. EUR. Zudem erwartet das Management Mittelzuflüsse aus dem Beratungsgeschäft in Höhe von 1 Mio. EUR. Aus unserer Sicht ist der Zukauf weiterer Erbbaurechte in der oben genannten Größenordnung ambitioniert. Es bleibt abzuwarten, ob das Management, trotz der Erfahrung in diesem Bereich, diese Zielmarke erreichen kann.

Fazit

Das Management hat die Restrukturierung des Unternehmens in den vergangenen Quartalen weit vorgebracht. Dennoch wird Vivacon noch weitere Quartale benötigen, um das Sanierungskonzept erfolgreich abzuschließen. Nach Beendigung der Sanierung sollte der Konzern ein stabiles und kontinuierlich wachsendes Geschäft aufweisen können, das weniger Ausschläge vorweisen und klarer strukturiert sein sollte als das Geschäftsmodell der „alten“ Vivacon. Für das Unternehmen spre-

chen die lange Erfahrung sowie der Track Record der Beteiligten. In den kommenden Monaten und vielleicht sogar Jahren steht Vivacon für einen Neuanfang mit alten Stärken. Damit kommt der Konzern einem Start-up gleich. Aus unserer Sicht sollte ein Anleger abwarten, bis die Neustrukturierung komplett abgeschlossen ist, bevor er ein Investment in Erwägung zieht (Da zum Redaktionsschluss die Jahresabschlüsse nicht vorlagen, wird auf Schätzungen verzichtet). ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Hier sitzt die Vivacon AG



Mietpreise in Deutschland ziehen an

Hoffnungsschimmer oder mehr?

Gastbeitrag von Dr. Reiner Braun, empirica Institut (www.empirica-institut.de)

Bis Ende 2007 stagnierten oder fielen die Neuvertragsmieten im Bundesdurchschnitt. Seit Ende 2007 zeigt sich zunächst eine leichte, seit Anfang 2010 eine deutliche Aufwärtsbewegung. Zunächst nur in den Engpass-Städten, dann in anderen kreisfreien Städten und allmählich auch in den Landkreisen. Es handelt sich also nicht um eine bundesweit homogene Entwicklung. Wenn die Mieten eher in den Städten als in den Landkreisen und vor allem in den Wachstumsregionen steigen, dann folgt dieser Mieltrend dem normalen Wachstumsmuster und ist kein Zeichen für Reurbanisierung: Die Menschen wandern überregional dorthin, wo Arbeitsplätze entstehen.

Allerdings dürfen die Mietpreiserhöhungen nicht überschätzt werden. In vielen Städten und Regionen sind die Mieten in den letzten Jahren noch leicht gesunken. Deswegen haben die Landkreise jetzt gerade mal wieder das Niveau des Jahres 2004 erreicht. In den kreisfreien Städten war dieser Break-even (Index=100) Anfang 2008 geschafft, in den Engpass-Städten schon 2007. Seither sind die Mieten dort im Schnitt um knapp 8% gestiegen – in den Engpass-Städten um 12%. Allerdings sind die Kosten der Lebenshaltung (die Inflationsrate) seit 2004 sogar um knapp 10% gestiegen. So gesehen befinden sich die durchschnittlichen Mieten inflationsbereinigt vielerorts immer noch auf dem Rückzug!

Wer ist betroffen?

Betroffen sind vor allem die jüngeren und mobileren Haushalte: Studenten und Auszubildende, die erstmals eine eigene Wohnung beziehen, junge Familien, die eine größere Wohnung suchen, und alle, die beruflich bedingt umziehen müssen. Ältere Mieter, vor al-

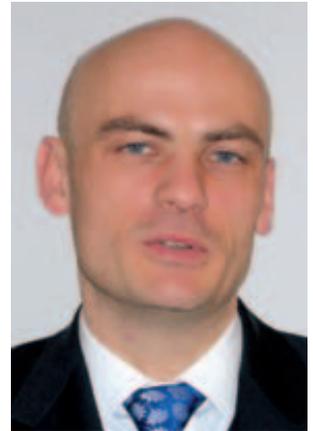
lem Rentner, wohnen meist schon seit Jahrzehnten in derselben Wohnung und ziehen nur selten noch mal um. Hier scheuen insbesondere private Vermieter Konflikte mit ihren Mietern. Zudem schränken gesetzliche Regelungen den Erhöhungsspielraum ein. Deswegen erhöhen die Vermieter eigentlich immer nur dann, wenn die Wohnung neu vermietet wird.

Steigende Nachfrage und kaum Angebotszuwachs

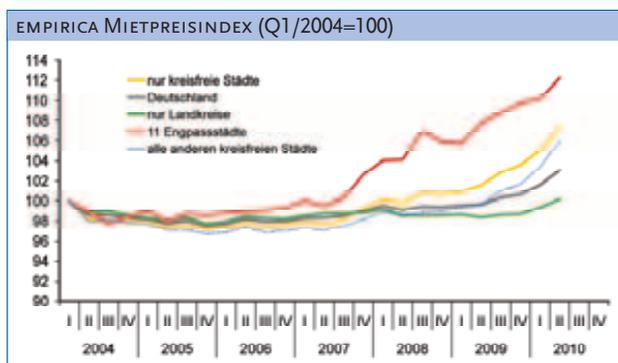
Trotz sinkender Einwohnerzahlen steigt die Zahl der Haushalte und damit die Wohnungsnachfrage. Hintergrund: Durch die Alterung gibt es mehr ältere Singles, junge Menschen (auch Paare) wohnen heute öfter in getrennten Wohnungen. Dies betrifft alle Regionen. Die Wachstumsregionen profitieren zusätzlich von arbeitsplatzbedingten Zuzügen aus anderen deutschen Regionen. Das Wohnungsangebot ist in den letzten Jahren kaum gestiegen. Einige potenzielle Investoren wurden verschreckt durch die demografische Entwicklung (weniger und ältere Einwohner) und haben nicht erkannt, dass die Zahl der Haushalte dennoch steigt. Noch wichtiger ist der Umstand, dass die Kommunen immer zurückhaltender bei der Ausweisung von neuem Bauland sind. Wenn doch Baulflächen ausgewiesen werden, ist die Baugenehmigung oft an zusätzliche Auflagen gebunden. Dies sind zum einen ökologische Auflagen, die über die Energieeinsparverordnung hinaus gehen (z.B. Nullenergiehaus), oder soziale Auflagen wie der Bau eines Kinder-spielplatzes/Kindergartens oder Mietdeckelung für einen Teil der neuen Wohnungen. Das alles kostet potenzielle Investoren zusätzliches Geld. In der Folge werden sie teurer verkaufen/vermieten oder gar nicht bauen. Das Ergebnis ist dasselbe: Die Mieten steigen.

Warum gerade jetzt?

Gemessen an der Zunahme der Wohnungsnachfrage werden schon seit einigen Jahren zu wenige neue Wohnungen gebaut. Es war also nur eine Frage der Zeit, bis die Mieten (und später dann auch die Kaufpreise) steigen. Durch die Finanzkrise in den letzten beiden Jahren konnte der Nachfragedruck noch gebremst werden. Jetzt scheint die Krise überwunden, Lohnsteigerungen sind in Aussicht und die Stimmung hellt sich auf. Eine gute Gelegenheit für den Kessel, endlich Dampf abzulassen! Vermutlich verleiht dies auch den hiesigen Immobilienaktien nachhaltigen Rückenwind. ■



Dr. Reiner Braun



Entwicklung der Neuvertragsmieten (hedonische¹ Angebotsmieten; 60-80 m², Baujahr ab 2000, gehobene Ausstattung); Engpass-Städte: München, Stuttgart, Freiburg, Karlsruhe, Baden-Baden, Heidelberg, Aachen, Bonn, Mainz, Trier, Hamburg, Flensburg (Definition: niedriger Leerstand, demografischer Zuwachs hoch, Neubau gering). Quelle: empirica Preisdatenbank (IDN Immodaten GmbH)

1) Zur Methodik der hedonischen Preisbereinigung vgl. empirica paper Nr. 193.



Für Wenige Besonderes leisten.

Als anspruchsvoller Privatbankkunde wünschen Sie eine persönliche Ansprache und individuelle Betreuung. Und genau hier liegen traditionell die Stärken unseres Hauses. Ob Sie zu uns kommen als vermögender Privatkunde, mittelständischer Unternehmer oder institutioneller Anleger – wir nehmen uns Zeit für Gespräche mit Ihnen. Denn nur so lernen wir uns kennen. Und erst auf dieser Basis können wir Sie rund um Ihre finanzstrategischen Fragestellungen kompetent beraten. Die wiederholte Auszeichnung als bester Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum ist ein guter Beweis für unsere Qualität. Für Wenige Besonderes leisten – das können Sie von uns erwarten.

www.bankhaus-lampe.de



Bankhaus Lampe

FÜR WENIGE BESONDERES LEISTEN.

BERLIN · BIELEFELD · BONN · BREMEN · DRESDEN · DÜSSELDORF · FRANKFURT/MAIN · HAMBURG · MÜNCHEN · MÜNSTER · OSNABRÜCK · STUTTGART · WIEN



We believe in German Real Estate

- Deutscher Marktführer in der Designated-Sponsoring-Betreuung von Immobilienaktien mit rd. 20 Mandaten
- Führendes Immobilienresearch-Haus mit zurzeit rd. 10 Coverages
- Erfolgreiche Durchführung zahlreicher Kapitalmarkttransaktionen (IPOs, Kapitalerhöhungen, Wandelanleihen) aus dem Sektor in den vergangenen Jahren (u.a., TAG Immobilien AG, InCity Immobilien AG, IFM Immobilien AG, Alta Fides AG, RCM Beteiligungs AG)
- Erfolgreiche Adressierung immobilienaffiner Investoren im In- und Ausland über ein paneuropäisches Sales-Team
- Durchführung von Immobilientagen mit Zugang zu institutionellen Investoren

Ansprechpartner

Silke Schlünsen
Head of Designated Sponsoring
T 069 92054-140
silke.schluensen@cbseydler.com

Dr. Dietmar Schieber
Equity Capital Markets
T 069- 92054-196
dietmar.schieber@cbseydler.com

Close Brothers Seydler
Bank AG
Schillerstraße 27–29
D-60313 Frankfurt am Main

 **Close Brothers Seydler
Bank AG**

Lösungen nach Maß