11
2008

www.smartinvestor.de

November 2008 / 5,00 EUR

Smart Investor

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

11
2008

9 783937 459608

In Kooperation mit:

IIA Initiative Immobilien-Aktie

NEBENWERTE Journal – Das Magazin für aktive Aktionäre

Bankhaus Lampe

SPECIAL

Immobilienaktien 2008 –

5. Jahrgang

AKTIENKURS-DESASTER:
Erklärungsversuche, Folgen und weitere Aussichten

IN DER ANALYSE:
29 deutsche Immobilien-AGs

INTERVIEWS:
u.a. Dr. Wulf Meinel, Helmut Kurz, Olivier Elamine

EquityStory.AG | DGAP

WIR LIEBEN IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN!

Stammsitz der EquityStory AG.
Niedrigenergiehaus im Münchner Stadtteil Lehel.

Der EquityStory-Konzern betreut die meisten und die größten deutschen börsennotierten Immobilien-Aktiengesellschaften bei Ihrer Online-Kommunikation. Dazu zählt die Erfüllung der Meldepflichten (Ad-hoc-Mitteilungen, Exchange Reporting System, Directors´ Dealings, Insiderverzeichnis, WpÜG), der Versand von Corporate News und Pressemitteilungen, Audio- und Videoübertragungen von Investorenveranstaltungen, Erstellung von Investor Relations-Webseiten und Online-Finanzberichten, Einladungsservice zu Analystenkonferenzen und vieles mehr.

REFERENZEN

ColoniaRealEstate | DES Deutsche EuroShop | Deutsche Wohnen | DIC Deutsche Immobilien Chancen

FranconoRheinMain AG a division of Franconofurt AG | GAGFAH | GWB GWB Immobilien AG | Hypo Real Estate Group

PATRIZIA Immobilien AG | TAG TAG Tegernsee Immobilien- und Beteiligungs-AG | vivacon | WINDSOR AG

1st RED AG, Actris AG, Bau-Verein zu Hamburg AG, BBI AG, Boetzelen Real Estate AG, CWI Real Estate AG, Franconofurt AG, Hahn-Immobilien-Beteiligungs AG, IVG Immobilien AG, KWG Kommunale Wohnen AG, PRIMAG AG, Magnat Real Estate Opportunities GmbH & Co. KGaA, RCM Beteiligungs AG, RSE Grundbesitz- und Beteiligungs-AG, Rücker Immobilien AG.

www.equitystory.de

Schlussverkaufspreise

Wer in den vergangenen zwölf Monaten auf Immobilienaktien baute, dürfte sich inzwischen wie ein Kellerkind fühlen. Denn beinahe ausnahmslos sausten Betongold-Titel in die Tiefe. Aber was lange fällt, wird auch irgendwann einen Boden finden. Nicht umsonst fragt Fondsmanager Helmut Kurz im Interview auf S. 13: „Wenn man nicht in der Panik kauft, wann dann?“ Damit hat er sicherlich Recht, aber Anleger sollten nicht wahllos Immobilientitel einsammeln, sondern ihre Order auf eine fundierte Analyse stützen. Genau dies versucht das Smart Investor-Special „Deutsche Immobilienaktien“ mittlerweile zum fünften Mal zu leisten. An dieser Stelle geht ein großes Dankeschön an das Analystenteam des Bankhaus Lampe, das sich inmitten der größten Turbulenzen an den Kapitalmärkten 29 deutsche Immobilien-AGs zur Brust genommen hat.

Sämtliche der besprochenen Immobilienunternehmen präsentieren sich auf der Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie, die am 20./21. Oktober in Frankfurt stattfindet. In diesem Jahr dürften hitzige Diskussionen darüber entbrennen, ob die Aktien nun ihren Boden gefunden haben oder ob sich die Verkaufswut nicht doch noch eine Weile fortsetzt. Aber sind wir doch einmal ehrlich: Wenn es zumeist hochwertige Substanz durch eine Verkaufspanik an den Börsen zum Schnäppchenpreis gibt, wenn also Immobilienaktien mit einem dicken und auch historisch nur selten gesehenen Abschlag zum Inneren Wert notieren, dann könnte die Zeit für einen Einstieg gekommen sein. Und sei es auch nur, um die partiell satten Dividenden zu vereinnahmen.

Freilich spielt für die weitere Perspektive der hiesigen Immobilientitel der G-REIT eine herausragende Rolle. Daher klopfen wir ab S. 15 Chancen des G-REITs und den Reparaturbedarf des REIT-Gesetzes ab. Der REIT kam hierzulande einfach zum denkbar schlechtesten Zeitpunkt, als nämlich in den USA der dortige Immobilienmarkt abkühlte und seine europäischen Pendants mit sich riss. Die daraus resultierende weltweite Kapitalmarktkrise vernebelte Investoren den Blick für den substanziell starken deutschen Immobilienmarkt und dessen Bestreben, durch den REIT international endlich bei Anlegern die Rolle einzunehmen, die ihm zusteht: Als einer der größten Immobilienmärkte der Welt. Löst sich die globale Liquiditätsklemme, wird auch das Interesse am G-REIT zurückkehren.

Tobias Karow,
Smart Investor

In diesem Sinne: Come in and REIT out.

Ihr

Langfristig zählt Qualität

Im laufenden Jahr sind die Aktienkurse der Unternehmen in allen Branchen im Allgemeinen und im Immobilienbereich im Speziellen stark unter Druck gekommen.

Für viele Immobiliengesellschaften erwies es sich als zunehmend schwierig, die Investoren für ihr Geschäftsmodell zu begeistern. Zunächst gaben die Kurse der Unternehmen nach, bei denen das Trading einen Großteil des Geschäfts ausmacht. Nun, im aktuellen Kapitalmarktumfeld, kann sich keine Immobiliengesellschaft dieser Entwicklung entziehen. Insgesamt sanken die Aktienkurse immer weiter, so dass aus einem Aufschlag zum Net Asset Value (NAV) ein deutlicher Discount entstand. Die beherrschenden Themen in der aktuellen Situation sind, neben der Makroökonomie, unter anderem die drohende Zinsschranke, mögliche Gefahren von Bewertungsverlusten und Fragezeichen hinsichtlich der weiteren Finanzierungsstrategie der Unternehmen.

Wann es im aktuellen Marktumfeld wirklich zu einer Wende der Kursverläufe kommen wird, lässt sich aktuell nicht mit Bestimmtheit feststellen. Wir sind aber der Meinung, dass es zum aktuellen Zeitpunkt für einen Investor wichtiger denn je ist, sich die Geschäftsmodelle der einzelnen Unternehmen anzuschauen, um bei einem zukünftigen Kursanstieg richtig positioniert zu sein. Für einen langfristigen Investor, so hat es zumindest die Vergangenheit gezeigt, bieten sich durch die jetzt niedrigen Kurse gute Einstiegsgelegenheiten.

Frank Neumann,
Bankhaus Lampe

Auch in diesen turbulenten Zeiten wünsche ich Ihnen viel Erfolg bei Ihrer Aktienauswahl.

Ihr

Inhalt

3 **Editorial**

4 **Inhaltsverzeichnis**

Einführung

6 Im Fegefeuer: Deutsche Immobilienaktien im Strudel der Branchenläuterung

9 Performance-Rückblick: Schwankende Fundamente

10 Immobilienaktien – Quo vadis?, von Andreas John und Wolfgang Lawrenz, DZ Bank

13 „Wenn man nicht in der Panik kauft, wann dann?“, Interview mit Fondsmanager Helmut Kurz, Ellwanger & Geiger

15 Der G-REIT wird ein Erfolg – nur eben später, von Steffen Wollnik, HSH Nordbank

17 Noch keine Erfolgsstory: Der G-REIT, von Dr. Claudia Vogl-Mühlhaus, Scope Analysis GmbH

18 „Ein Wohnungs-REIT hätte Sinn gemacht“, Interview mit Dr. Wulf Meinel, Carlyle Group

G-REIT

20 **alstria office REIT-AG:** Office-Spezialist mit Schwerpunkt Hamburg

22 „Die 700-Milliarden-Dollar-Frage“, Interview mit Olivier Elamine, alstria office

23 **fair value Reit-AG:** Deutschlands zweiter REIT

25 „Langeweile kann ein großer Nutzen sein“, Interview mit Frank Schaich, fair value

Aktienanalysen

26 **Colonia Real Estate:** Fast überall vertreten

28 **DESIGN Bau AG:** Projektentwickler und Bestandshalter von Eigenheimen

30 **Deutsche Euroshop:** Eine reine Investition in Shoppingcenter

32 **Deutsche Wohnen:** Bestandshalter mit Fokussierung auf Berlin und Frankfurt

34 **DIC Asset:** Wachstum und hohe Ausschüttungen

36 **DR Real Estate:** Opportunitäten nutzen

38 **ESTAVIS:** Der Portfoliohändler diversifiziert das Geschäft

40 **FranconoWest:** Bestandshalter in Westdeutschland

29 Titel unter der Lupe

Als vor fünf Jahren in unserer ersten Sonderbeilage deutsche Immobilienaktien analysiert wurden, waren es gerade acht Titel, die auf Herz und Nieren geprüft wurden. Mittlerweile sind es 29 Unternehmen, die in bewährter Qualität vom Analystenteam unseres Kooperationspartners Bankhaus Lampe unter die Lupe genommen werden. Die beiden G-REITs werden dabei ab S. 20 vorangestellt, die restlichen Titel folgen ab S. 26.

Nach dem Kursdebakel

Für Anleger dt. Immobilienaktien waren die vergangenen zwölf Monate sehr hart. Aber bröckelte neben den Aktienkursen auch die Substanz des deutschen Immobilienmarktes? Sowohl die Einführung ab S. 6 als auch die Bestandsaufnahme ab S. 10 beantworten diese Frage mit NEIN.

Carlyles Deutschland-Bild

Auf den dt. Immobilienmarkt kommen angesichts der Finanzkrise schwere Zeiten zu, meint der Konsens. Sowohl Dr. Wulf Meinel (Carlyle Group) im Interview auf S. 18 als auch Rolf Elgeti in seiner Kolumne auf S. 82 versuchen, ein etwas differenzierteres Deutschland-Bild zu entwerfen.

Erst zwei Protagonisten

Bislang war der G-REIT keine Erfolgsgeschichte. Gesetzliche Unzulänglichkeiten gepaart mit dem schlechteren Kapitalmarktumfeld sind hierfür hauptverantwortlich. Warum der G-REIT dennoch nicht zum Ladenhüter mutiert, wird in der Analyse ab S. 15 und der Kolumne ab S. 17 erklärt.

Stimmen aus der Branche

Am Anfang war das Wort. In diesem Sinne hat Smart Investor Olivier Elamine (S. 22) und Frank Schaich (S. 25) nach ihren Erfahrungen als Vorstände der ersten deutschen REITs befragt und mit Fondsmanager Helmut Kurz (S. 13) die Perspektiven europäischer Immobilienaktien erörtert.

42 **Gagfah:**
Deutschlandweiter Wohnungsbestandshalter

44 **GRÜEZI Real Estate:**
Das klassische Handelshaus

46 **GWB Immobilien:**
Einzelhandelsexpertise aus einer Hand

48 **HAHN-Immobilien:**
Manager und Co-Investor für Einzelhandelsimmobilien

50 **Hamborner:**
Strategiewechsel wird weiter vorangetrieben

52 **HELMA Eigenheimbau:**
Innovativer Baudienstleister

54 **IFM Immobilien:**
Developer für Büro und innerstädtische Einzelhandelsimmobilien

56 **InCity Immobilien:**
Der Lifestyle Spezialist

58 „Unsere Aktie muss den wahren Wert unseres Unternehmens widerspiegeln“, Interview mit André Peto, InCity Immobilien

60 **informica real invest:**
Immobilien von Würzburg bis Berlin

62 **IVG Immobilien:**
Viele Chancen und einige Risiken

64 **KWG Kommunale Wohnen:**
Wohnimmobilienbestandshalter mit hohen Renditen

66 **PATRIZIA Immobilien:**
Mehr als ein deutschlandweiter Wohnimmobilienhändler

68 **POLIS Immobilien:**
Gesellschaft bleibt auf Kurs

70 **Prime Office:**
Vor-REIT im Wartestand

72 **RCM Beteiligungs AG:**
Regionaler Nischenplayer

74 **Rücker Immobilien:**
Ein regionaler Player mit konservativer Strategie

76 **TAG Immobilien:**
Wohnen, Gewerbe und Asset Management aus einer Hand

72 **Vivacon:**
Konzentration auf institutionelle Kunden

80 **VIB Vermögen:**
Der Immobilienspezialist in Süddeutschland

82 **Zu guter Letzt**
Immobilien – Investieren erlaubt!, von Rolf Elgeti, Elgeti Ashdown Advisers

81 **Impressum**

Historische Wertpapiere

B313: Terraingesellschaft Neu-Westend, München, April 1902, 1.000 Mark, 59 Euro

B081: Daimler-Benz AG, Stuttgart, Juni 1942, Stammaktie über 1.000 Reichsmark, 49 Euro

B272: Rheinisch-Westfälische-Boden-Credit-Bank, Köln, 10.01.1933, 1.000 Mark, 49 Euro

B058: Bibliographisches Institut, Leipzig, 21.04.1915, Aktie über 1.000 Mark, 20 Euro

Ordern Sie jetzt Ihr Original-Wertpapier:
Tel.: 08106 / 24 61 86
Fax 08106 / 24 61 88
Email: auktion@hwph.de

Im Fegefeuer

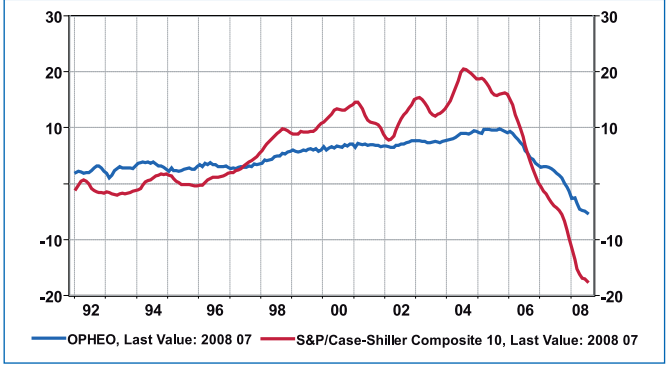
Deutsche Immobilienaktien im Strudel der Branchen-Läuterung

ür Immobilienaktien war 2008 ein schwarzes Jahr. Dies lässt sich ohne zu übertreiben sagen. Einerseits spürten die Titel die Nachwehen der geplatzten Pre-REIT-Blase, andererseits sorgten die von der Finanzkrise ausgehenden Schockwellen für ein praktisch implodiertes Vertrauen in Betongold-Aktien. Eine Menge Schutt muss damit beiseite geräumt werden.

Trümmerfrauen gesucht

Insofern ist die fünfte Auflage des Smart Investor Immobilien-Specials vielleicht so etwas wie die „Trümmerfrau" unter den Nachschlagewerken für deutsche Immobilienaktien. Denn die Aktien der 29 in der vorliegenden Ausgabe analysierten Gesellschaften haben fast alle (mit Ausnahme von InCity) eine beispiellose Talfahrt hinter sich. In der Tat: Der Boden dürfte nicht mehr fern sein angesichts der durch die Bank deutlichen Kursabschläge (s. hierzu auch Performance-Rückblick auf S. 9). Aufmerksame Beobachter haben das Unheil aber bereits 2006 kommen sehen, denn bereits damals begannen in den USA die Preiszuwächse im Vergleich zu den Vorjahren kleiner zu werden. Ende 2006 dann fingen die Preise an zu schrumpften, sowohl der auf zehn Metropolregionen in den USA konzentrierte Case/Shiller Composite 10-Index als auch der breiter gefasste Ofheo-Index signalisierten frühzeitig eine Abkühlung des US-Immobilienbooms (s. Abb. 1).

Abb. 1: US-Immobilienindizes im Vergleich



Quelle: Feri EuroRating Services

Inzwischen ist der Immobilienmarkt in den USA in einer waschechten Krise, Luxuswohnungen in Manhattan sind (noch) der letzte Rettungsanker für Investoren mit zu viel Geld. An der Upper East Side kostet ein Exklusiv-Apartment mit drei Schlafzimmern 3,6 Mio. USD, vor einem Jahr waren es „nur" 2,2 Mio. USD. Andernorts in den USA, wo richtige Wohnghettos mit tausenden exakt gleichen Häusern gebaut wurden – praktisch steriler Plattenbau in der Fläche – werden mittlerweile Bustouren durch diese Anlagen organisiert, um Kaufwillige zu Pfändungsobjekten zu lotsen.

Durchweg eingetrübte Stimmung

Soweit ist es hierzulande noch nicht, aber auch der deutsche Markt hat zu kämpfen. Im Gewerbebereich dürfte der jetzt hergestellte Bürobestand nahezu ausnahmslos in den Leerstand übertreten, weil die Nachfrage konjunkturbedingt zurückgeht. Das drückt freilich auf die Preise, und damit letzten Endes auch auf die Renditen. Entsprechend dürfte am Ende des Jahres ein Rückgang bei gewerblichen Transaktionen, also Erstverkauf und Wiederverkauf, von gut einem Drittel zu Buche stehen. Einer Umfrage des Immobilien-Researchhauses BulwienGesa zufolge zeigen sich Immobilien-Professionals mittlerweile durchweg wenig zuversichtlich, was die Aussichten am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt betrifft. Gleiches gilt aber auch für den Wohnungsmarkt. Hier gibt es freilich nicht Probleme wie in Spanien oder Irland, wo durch den Boom zu viel gebaut wurde und die Anpassungen den Markt bis ins

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

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

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

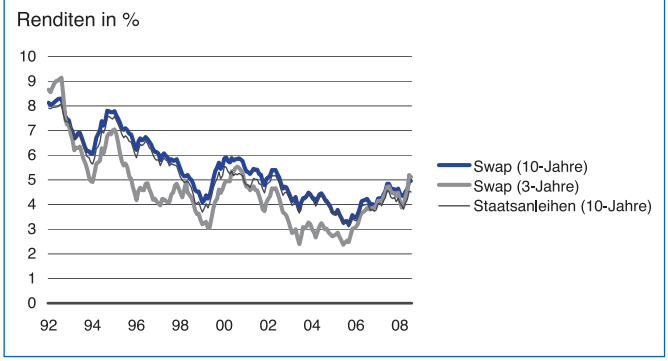
NAV = Net Asset Value: Der NAV ist der Nettosubstanzwert, der sich aus dem Verkehrswert der Immobilien abzüglich der Schulden ergibt.

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 sich im Kern um eine durch Vermietung und Verkauf erwirtschaftete Ergebnisgröße vor Steuern, also eine Ertrags- und Cashflow-getriebene Bewertungskennziffer.

Jahr 2010 hinein in Mitleidenschaft ziehen dürften (s. auch Interview mit Wulf Meinel auf S. 18). In Deutschland jedoch haben sich insbesondere für opportunistische (also auf schnelle Gewinne erpichte) Investoren die Refinanzierungsbedingungen verschlechtert. Die gestiegenen Zinsen machten es immer schwieriger, mit hohem Fremdkapitalanteil (wodurch der sog. Leverage-Effekt resultiert) kurzfristig Objekte zu erwerben und praktisch „durchzuhandeln".

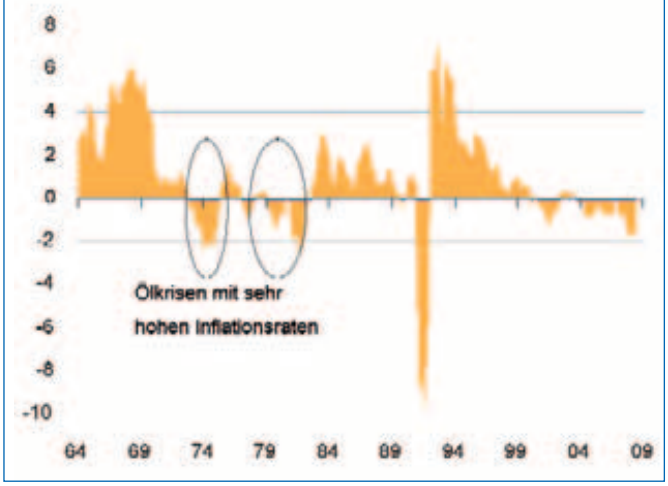
Abb. 2: Anziehende Finanzierungskosten



Quelle: DB Research

Steigende Zinsen haben aber auch noch eine zweite Facette: Alternative Anlageformen wie etwa Anleihen werden attraktiver. Wenn diese dazu vom Staat emittiert und damit risikolos sind, wird in stürmischen Zeiten wie diesen schnell eine Anleihe einer Immobilie vorgezogen. Nicht zuletzt weil im Wohnungssegment auch die Mieten zuletzt nur sehr gemächlich stiegen. Subtrahiert man von der Steigerung der Miete in den letzten Jahren die Inflationsrate, dann liegt die Differenz aktuell bei -2% – damit waren Investments in Wohnungen in den vergangenen Jahren in Deutschland kein Schutz vor Inflation.

Abb. 3: Langsamer Mietzuwachs in Deutschland

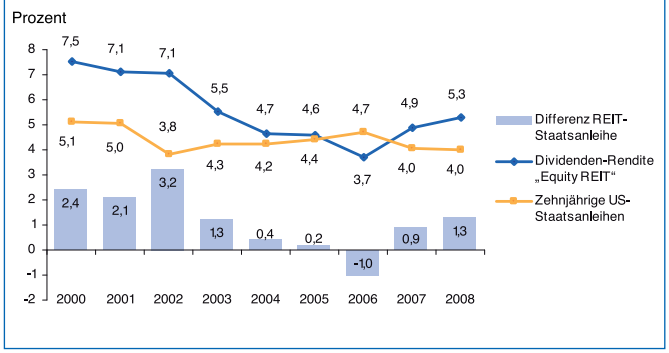


Quelle: Bundesbank, DB Research

Gleiches galt in den vergangenen Jahren für die Ausschüttungen etwa amerikanischer REITs oder aber deutscher Immobilien-AGs. Im Jahr 2006 schütteten US-REITs nur noch 4,8% an ihre Anteilseigner aus, wodurch der Spread zur Rendite einer zehnjährigen Referenzanleihe zu gering war. Die Zinsen stiegen und waren mehr oder weniger der Dorn, der die Immobilienblase zum Platzen brachte. Inzwischen sind die Ausschüttungen gerade europäischer Immobilien-Gesellschaften respektive REITs wieder auf einem attraktiven Niveau angelangt. Allerdings wollen sich Anleger angesichts der massiven Kursabschläge nicht mit 4 oder 5% abspeisen lassen. Ein Sieben-Prozenter sollte es schon sein (s. Abb. 4).

Hohe Dividenden zeugen freilich auch von den stark gesunkenen Bewertungen der Immobilientitel. Der Abstand der Aktienkurse zum NAV (aktuelle Schätzungen von Reuters) bei deutschen Immobilien-Unternehmen beträgt mittlerweile etwa 50%. Selbst wenn, wie zu vermuten steht, die NAVs einer Neubewertung unterzogen würden, stünde am Ende immer noch ein stattlicher Abschlag. Die Bewertung der Objekte allerdings ist im Vergleich zu offenen Immobilienfonds nicht exakt per Gesetz festgelegt, so dass die Prozedur häufig von unabhängigen Sachverständigen erbracht wird. Das schürt natürlich eine gewisse Unsicherheit seitens des Kapitalmarktes, ob der Abschlag zum NAV nicht vielleicht in Wahrheit deutlich kleiner ist. Dennoch: Es dürfte auch nach Neubewertung bei einer deutlichen Unterbewertung bleiben, und das spricht für Investments in deutsche Immobilienaktien.

Abb. 4: Dividend Yield US Spread von US-REITs



Stichtag: 30. Juni 2008
Quelle: NAREIT REIT Watch July 2008, Quelle: NAREIT REIT Watch July 2006, KPMG

Was ist mit der Arbitrage?

Funktioniert also die Arbitrage zwischen dem NAV und dem Aktienkurs wieder, wird auch schnell die Diskussion um Fusionen und Übernahmen aufflackern. Letztere kommen aber immer erst dann zustande, wenn der Markt wirklich unten ist. Gibt es also Gerüchte, Immobilien-AGs würden fusionieren wollen oder von Dritten aufgekauft, der Markt hätte seinen Boden erreicht. Die Aktienkurse der Colonias, IVGs, Gagfahs und Vivacons sprechen zwar eine andere Sprache, aber die Titel zahlen eben jetzt die Zeche für die geplatzte Pre-REIT-Blase, die Investoren bis vor gut zwei Jahren den Blick vor den Realitäten verstellte. Der leicht verstümmelte G-REIT (s. auch Analyse auf S. 16) und die US-Finanz-, Liquiditäts- und Vertrauenskrise taten ein Übriges. Allerdings wird es kaum bei zwei G-REITs bleiben (s. auch Interview mit Olivier Elamine auf S. 22 und Frank Schaich auf S. 25). Aber auch erste Opfer gibt es zu beklagen, nicht nur bei den Anlegern. Ende September räumte Wolfgang Leichnitz den Chefsessel von IVG, nimmt Gagfah (Deutschland-Immobilienarm der US-Private-Equity-Gesellschaft Fortress) vorerst keine größeren Akquisitionen mehr in Angriff. Die Branche scheint begriffen zu haben.

Fazit

Deutschlands Immobilienmarkt ist kein leichtes Pflaster. Ausländische Investoren erfahren dies jetzt am eigenen Leib, die deutschen >>

Programm der 8. Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie

20. Oktober: Thementag Wohnen

09:00 – 09:30 Uhr Registrierung
09:30 – 10:00 Uhr Dt. Immobilienaktie nach Subprime, Dr. Georg Kanders, WestLB
10:00 – 10:30 Uhr Wohnimmobilien in Deutschland – „fesch or crash", Peter Wallner, Deloitte & Touche
10:30 – 10:45 Uhr Kaffeepause
10:45 – 11:15 Uhr GAGFAH (Ballsaal), Colonia Real Estate (Raum München)
11:15 – 11:45 Uhr Dt. Wohnen (Ballsaal), Vivacon (Raum München)
11:45 – 12:15 Uhr PATRIZIA Immobilien (Ballsaal), DR Real Estate (Raum München)
12:15 – 13:30 Uhr Mittagspause
13:30 – 14:00 Uhr DESIGN Bau (Ballsaal), HELMA Eigenheimbau (Raum München)
14:00 – 14:30 Uhr RCM (Ballsaal), FranconoWest (Raum München)
14:30 – 15:15 Uhr Podiumsdiskussion: Immobilienbewertung: Fair Value – Glaube oder Wissenschaft
15:15 – 15:30 Uhr Kaffeepause
15:30 – 16:00 Uhr KWG Kommunale Wohnen (Ballsaal), RÜCKER IMMOBILIEN (Raum München)
16:00 – 16:30 Uhr InCity Immobilien (Ballsaal), GRUEZI Real Estate (Raum München)
16:30 – 17:00 Uhr ESTAVIS (Ballsaal), informica real invest (R. München)
19:30 Uhr – open end Get Together im Diamonds & Pearls

Ballsaal und Raum München (rechts)

21. Oktober: Thementag Büro/Einzelhandel

09:00 – 10:00 Uhr Podiumsdiskussion: Be-REIT, oder wo hängt's?
10:00 – 10:30 Uhr Deutscher Einzelhandel – quo vadis?, Axel Funke, Multi Development Germany
10:30 – 11:00 Uhr Der Büroimmobilienmarkt in Deutschland – Sind wirklich Wolken am immobilienwirtschaftlichen Investitionshimmel zu sehen?, Dr. Thomas Beyerle, DEGI Dt. Gesellschaft für Immobilienfonds
11:00 – 11:15 Uhr Kaffeepause
11:15 – 11:45 Uhr Dt. EuroShop (Ballsaal), TAG Immobilien (Raum München)
11:45 – 12:15 Uhr IVG Immobilien (Ballsaal), HAHN Immobilien (Raum München)
12:15 – 13:30 Uhr Mittagspause
13:30 – 14:00 Uhr alstria office REIT (Ballsaal), Hamborner (Raum München)
14:00 – 14:30 Uhr DIC Asset (Ballsaal), VIB Vermögen (Raum München)
14:30 – 15:15 Uhr Das ungeliebte Segment: Immobilienaktien im Spannungsfeld zwischen Börsenpsychologie und scheinbar harten Fakten, Susann Levermann, Kapitalmarktexpertin, Ex-DWS-Fondsmanagerin
15:15 – 15:30 Uhr Kaffeepause
15:30 – 16:00 Uhr POLIS Immobilien (Ballsaal), GWB Immobilien (Raum München)
16:00 – 16:30 Uhr IFM Immobilien (Ballsaal), Fair Value REIT (Raum München)
16:30 Uhr Ende der Veranstaltung

Immobilien-AGs lecken sich dagegen die Wunden aus der geplatzten Pre-REIT-Blase. Sollte sich der aufgewühlte Krisen-Staub allerdings verziehen, dann dürften neben dem Thema G-REIT auch die teilweise phänomenal günstigen Bewertungen der Immobilienaktien zutage treten. Für Antizykliker ein ideales Umfeld. Denn Substanz hat der deutsche Markt allemal. ■

Tobias Karow

Hinweis: Immobilien-AGs – Auf Neuigkeiten bauen

Bereits im fünften Jahrgang erscheint das Smart Investor-Special zum Thema Deutsche Immobilienaktien, und die Themen gingen niemals aus: erst eine Blase, dann der Einbruch, jetzt die Malaise rund um die Subprimekrise in den USA. Langweilig wird es im Segment der Immobilien-AGs also nicht. Auch aus diesem Grund berichtet Smart Investor ab der übernächsten Ausgabe 12/2008 in der Rubrik **„Nachrichten aus den Immobilien-AGs"** einmal im Monat über neueste Entwicklungen bei den Betongold-Protagonisten. Seien es Quartals- oder Jahreszahlen, Portfolio-Transaktionen, Personalien oder Neuigkeiten rund um den G-REIT – mit der neuen Rubrik sind Sie permanent über die deutsche Immobilienbranche auf dem Laufenden.

Performance-Rückblick

Schwankende Fundamente – Immobilienaktien im Sturzflug

Aktien der Immobilienbranche haben in den vergangenen zwölf Monaten ihren Besitzern wahrlich keine Freude gebracht. Im Gegenteil: Ein Blick auf die Charts ist eher Anlass zu Depressionen. Der Branchenindex der European Public Real Estate Association (EPRA) zeigt deutlich das Ausmaß des Desasters. Vom negativen Branchensentiment getrieben, wurden ohne Differenzierung die meisten Immobilienaktien verprügelt. Immobilienunternehmen notieren gegenwärtig zum Teil unter ihrem Net Asset Value. Für Investoren, die gerne billig einkaufen, könnten sich Chancen auf das eine oder andere Schnäppchen ergeben.

Performance-Rückblick Immobilienaktien

Unternehmen	WKN	Kurs*	Kurs**	Perf. 1 J.***	NAV je Aktie in EUR	NAV/Aktienkurs
InCity Immobilien AG	A0H NF9	9,14	8,90	+2,70	n.a.	---
POLIS Immobilien AG	691 330	9,80	11,07	-11,47	14,19	69,80%
IVG Immobilien AG	620 570	4,59	27,70	-21,79	27,62	16,90%
IFM Immobilien AG	A0J DU9	8,45	11,85	-28,69	16,02	56,20%
Deutsche EuroShop AG	748 020	19,00	27,25	-30,28	26,91	80,8%
GRÜEZI Real Estate AG	A0L R42	18,00	26,50	-32,08	n.a.	---
FranconoWest AG	A0K FRM	1,03****	1,62	-36,42	1,35	87,40%
HAMBORNER AG	601 300	5,30	9,09	-41,69	11,36	54,60%
KWG Kommunale Wohnen AG	522 734	3,40	6,10	-44,26	n.a.	---
VIB Vermögen AG	245 751	4,50	9,75	-53,85	11,33	44,10%
HELMA Eigenheimbau AG	A0E Q57	4,18	9,20	-54,57	n.a.	---
RÜCKER IMMOBILIEN AG	548 786	1,37	3,07	-55,37	n.a.	---
DESIGN Bau AG	620 833	3,49	7,93	-55,99	n.a.	---
RCM Beteiligungs AG	511 720	1,63	3,73	-56,30	n.a.	---
alstria office REIT-AG	A0L D2U	5,00	12,76	-60,82	15,1	38,00%
Fair Value REIT-AG	A0M W97	3,9****	10,10	-61,39	10,15	33,70%
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	600 670	3,80	10,37	-63,36	n.a.	---
GAGFAH S.A.	A0L BDT	5,17	14,13	-63,41	14,15	45,70%
informica real invest AG	526 620	0,85	2,61	-67,43	n.a.	---
TAG Immobilien AG	830 350	2,47	8,42	-70,67	12,36	25,60%
DR Real Estate AG	557 700	2,98	12,00	-75,17	-	---
Vivacon AG	604 891	4,28	17,36	-75,35	n.a.	---
DIC Asset AG	509 840	5,13	24,00	-78,63	23,04	23,20%
GWB Immobilien AG	A0J KHG	2,01	10,32	-80,52	n.a.	---
Deutsche Wohnen AG	A0H N5C	4,73	32,21	-85,32	37,35	17,80%
PATRIZIA Immobilien AG	PAT 1AG	1,36	10,52	-87,07	n.a.	---
ESTAVIS AG	A0K FKB	2,02	20,60	-90,19	n.a.	---
Colonia Real Estate AG	633 800	2,17	25,99	-91,65	n.a.	---

*) Aktienkurs in EUR, Stichtag: 10.10.2008, **) Aktienkurs in EUR, Stichtag 10.10.2007, ***) Performance 1 Jahr in %, ****) Wertentwicklung seit Börsengang: fair value (16.11.2007), FranconoWest (13.11.2007)
Anmerkung: Die Performannce von Fair Value und FranconoWest bezieht sich auf die Zeit seit ihrem Börsengang.

Land unter

Kursverluste von über 90% mussten Aktionäre der ESTAVIS AG auf Jahressicht hinnehmen. Das Berliner Unternehmen ist u.a. im Bereich Projektentwicklung, Property Management und Portfoliohandel tätig. Die Ende September veröffentlichten Ergebniszahlen für das Geschäftsjahr 2007/2008 haben nicht zur Freude der Aktionäre beigetragen. Starke Einbrüche gab es vor allem im Bereich Portfoliohandel. Der Umsatz in diesem Segment reduzierte sich um ca. 60% auf 75,6 Mio. EUR gegenüber dem vorigen Geschäftsjahr. Bei Colonia Real Estate sieht der Kursverlauf nicht viel besser aus. Trotz eines gewinnbringenden Verkaufs von Anteilen an einem Objekt in Düsseldorf im September marschiert der Kurs des Unternehmens, das mehr als 3 Mrd. EUR eigenes und fremdes Immobilienvermögen verwaltet, unbeirrt weiter in den Keller. Wurden vor einem Jahr noch knapp 26 EUR bezahlt, notiert die Aktie aktuell bei 2,40 EUR. Das Unternehmen hatte allerdings eine findige Idee, um einen weiteren Kursverfall zu stoppen. Mit weiteren Immobilienfirmen forderte Colonia von der Bundesregierung ein Verbot des Leerverkaufs von Immobilienaktien. Bislang ohne Erfolg.

Der Einäugige unter den Blinden

Wie eine Stecknadel im Heuhaufen muss der Investor deutsche Immobilienaktien suchen, die auf Jahressicht keine roten Zahlen auf dem Kurszettel aufweisen. Dazu gehört die Aktie von InCity Immobilien AG. Kostete das Papier vor einem Jahr 8,90 EUR, stehen aktuell 9,14 EUR auf dem Kurszettel. Der Immobiliendienstleister mit einer Marktkapitalisierung von knapp 23 Mio. EUR verdient sein Geld mit der Entwicklung und dem Vertrieb von qualitativ hochwertigen Immobilien in guten Citylagen. Die kürzlich angekündigte Steigerung des EBIT auf Jahressicht um über 50% dürfte mit dazu beigetragen haben, dass das Unternehmen sich gegen die negative Branchenstimmung stemmen konnte. ■

Christian Bayer

Immobilienaktien – Quo vadis?

Eine konstruktive Bestandsaufnahme im Jahr der Krise

Gastbeitrag von Andreas John (Head of Equity Capital Markets) und Wolfgang Lawrenz (Equity Capital Markets Origination), DZ Bank

Die Immobilienaktie hat in den vergangenen Jahrzehnten zu den bedeutendsten Assetklassen in Deutschland gehört, insbesondere aufgrund deren Nachhaltigkeit. Die US-Immobilienkrise hat allerdings mittlerweile weltweit für Verunsicherung rund um das Thema Immobilien geführt, auch am Aktienmarkt. Gerade vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzmarktkrise halten wir es für notwendig, dass sich Immobilienunternehmen, Dienstleister und Journalisten über die aktuellen Trends und Entwicklungen rund um die Immobilienaktie austauschen. Vor diesem Hintergrund begrüßen wir es, dass die Initiative Immobilien-Aktie eine Plattform bietet, um nicht nur die aktuelle Situation zu diskutieren, sondern zukunftsgerichtet Erfahrungen und Lehren zu analysieren und herauszuarbeiten.

Andreas John,
Head of Equity Capital Markets

Wolfgang Lawrenz,
Equity Capital Markets Origination

Realwirtschaft auch von Krise betroffen

In den vergangenen Wochen hat sich die internationale Finanzkrise dramatisch verschärft. Dem Zusammenbruch zweier amerikanischer Investmentbanken folgte die schwierige Rettungsaktion der deutschen Hypo Real Estate. Von der negativen Entwicklung auf den Finanzmärkten konnten sich auch die Börsenkurse von Immobilienaktien nicht abkoppeln. Gemessen am DAXsubsector Real Estate haben europäische Immobilienaktien ca. 66,25% ihres Wertes verloren (Stichtag: 07.10.2008). Eine Fortsetzung der deutlichen Kursrückgänge konnte auch in den letzten Handelstagen beobachtet werden. Mit einer Stabilisierung der Kurse bzw. einer Aufhellung am Markt für Immobilienaktien ist derzeit nicht zu rechnen. Neben den Turbulenzen auf den Finanzmärkten zeigt sich mehr und mehr auch die Realwirtschaft von der Krise betroffen. Im nächsten Jahr geht das DZ BANK Research deshalb aktuell nur noch von einem geringen deutschen Wirtschaftswachstum von 0,4% aus.

Einige tragfähige Geschäftsmodelle

In der Einzelfallanalyse ist das Immobilien-Aktienresearch der DZ BANK allerdings nach wie vor davon überzeugt, dass es eine Reihe von Immobilienunternehmen gibt, die aufgrund ihres tragfähigen Geschäftsmodells gestärkt in die Zukunft blicken können und bei denen ein Investment lohnen kann. Die primären Kriterien für ein nachhaltig ertragreiches Investment in Immobilienaktien sind dabei eine geringe Verschuldung und stabile Mieteinnahmen. Diese Kriterien werden mittelfristig einen deutlichen Wettbewerbsvorteil darstellen. Hohe Schulden und geringes Eigenkapital machen Unternehmen anfällig für Zinsänderungen und erschweren die Finanzierung neuer Akquisitionen oder die Refinanzierung alter Kredite. Dies hat eine

Ob Stuttgart, Leipzig oder Berlin – in Deutschland gibt es viele Standorte mit Hot-Spot-Qualität.

Reihe von Immobilienunternehmen schmerzhaft zu spüren bekommen, deren Leverage überhöht war und bei denen das Eigenkapital nicht ausreichte, Marktschwankungen auszugleichen (Beispiel: Konkurs Level1). Prognostizierbare Erlöse müssen aus Mieteinnahmen, Provisionen aus der Verwaltung gemanagter Fonds und Wertsteigerungen auf den Immobilienbesitz herrühren; keinesfalls dürfen sie aus der Wertzuschreibung auf den Immobilienbestand generiert werden. Auch hierzu gibt es leider eine Reihe von Negativbeispielen.

Neue Perspektiven

Der Vorteil vieler deutscher Immobilienaktien liegt nach Ansicht unserer Immobilien-Research-Spezialisten aktuell darin, dass sie oftmals realistisch bewertet oder sogar unterbewertet sind. Können dann mittelfristig bis langfristig noch Immobilienwirtschaftliche Faktoren wie Mietsteigerung, Leerstands- und Kostenreduktion realisiert werden, wird eine Outperformance im Kapitalmarkt für möglich gehalten, insbesondere wenn neben den immobilienwirtschaftlichen Fundamentaldaten weitere Wertsteigerungspotenziale, die z.B. durch ein aktives Asset Management im Sinne eines „value-added" generiert werden können, existieren. Das aktuelle Umfeld scheint derzeit durchaus neue Perspektiven für Investitionen in Immobilienaktien zu bieten: Die von vielen erwartete Eintrübung der konjunkturellen Lage könnte auf Sicht der nächsten Monate zu Zinsrückgängen und mittelfristig zu relativ niedrigen Zinsen führen und so

>>

Anzeige

24. Internationale Kapitalanleger-Tagung 2009

Analysen – Prognosen – Investmentstrategien

Edmund S. Phelps
Nobelpreisträger, San Diego

Nouriel Roubini
New York University, New York

Jim O'Neill
Goldman Sachs, London

Felix W. Zulauf
Zulauf Asset Management, Zug

Hans-Jörg Rudloff
Barclays Capital, London

Marc Faber
Marc Faber Ltd., Hongkong

Hochkarätige Börsenexperten geben fundierte Prognosen über die Entwicklung der Weltwirtschaft und durch welche Investment-Trends Sie im nächsten Jahr profitieren können.

27. – 28. Januar 2009, Mövenpick Hotel Zürich-Regensdorf

Spezialpreis für Smart Investor-Abonnenten: CHF 2'770.– statt CHF 2'980.–

Weitere Informationen und Anmeldung unter: **www.zfu.ch/pdf/kap.pdf**

International Business School
30 Jahre ZfU
LERNEN ALS WEG

ZfU ■ International Business School ■ Im Park 4 ■ CH-8800 Thalwil ■ Tel. +41 44 722 85 85 ■ Fax +41 44 722 85 86 ■ www.zfu.ch ■ info@zfu.ch

www.zfu.ch

zu einem attraktiveren Investitionsumfeld für Immobilien beitragen. Die Umschichtung von Portefeuilles zugunsten von Immobilien, die bereits in den letzten Jahren zu beobachten war, könnte sich durch die Finanzkrise daher sogar noch beschleunigen. Einer Studie der Beratungsgesellschaft Ernst&Young Real Estate zufolge wollen Großanleger ihre Immobilienquote im kommenden Jahr deutlich anheben. Insofern erscheint es plausibel, dass besonders die indirekten Immobilieninvestitionen von dieser Entwicklung profitieren könnten.

Spielräume für Preissteigerungen vorhanden

Die deutschen Immobilienpreise haben, im Gegensatz zu den Entwicklungen in anderen europäischen Ländern, im Vorfeld der Finanzkrise nach Meinung vieler Experten keine übertriebenen Preissteigerungen erfahren. Ein aktuelles Beispiel: Wohnimmobilien sind mittlerweile in den neuen Bundesländern zum Teil günstiger als im angrenzenden europäischen Ausland. Dies führt zu dem Ergebnis, dass in Ostdeutschland zunehmend Mieter aus Polen wohnen, da sie sich Mietwohnungen angesichts deutlicher Preissteigerungen in ihrer Heimat nicht mehr leisten können. Damit liegt die Schlussfolgerung nahe, dass Abwärtsrisiken der Immobilienwerte gegebenenfalls begrenzt sein könnten, was eher für steigende Kurse der Immobilienaktien sprechen würde, um die Lücke zum NAV zu schließen.

Abb. 1: Börsenkurse US-REITs deutlich unter NAV

Quelle: DZ Bank

Bei börsennotierten Unternehmen wird momentan nach Ansicht vieler Immobilienexperten oftmals eine signifikante Differenz von Börsenkapitalisierung und Nettovermögenswert beobachtet. Im internationalen Vergleich müssen hiesige Immobilienaktien sogar mit die deutlichsten Abschläge hinnehmen. Im historischen Kontext wurden zwar regelmäßig Abweichungen zwischen den Börsen- und Nettovermögenswerten – sowohl nach oben als auch nach unten – festgestellt. Langfristig glichen sich die beiden Größen jedoch immer wieder an. In den USA deutet der Abschlag der Börsenkurse der dortigen REITs zum NAV demgemäß auf eine Unterbewertung des Segments hin (s. Abb. 1).

Die geringe Korrelation von Immobilienaktien zu anderen Aktien- und Rentenanlagen trägt darüber hinaus zur Attraktivität dieser Anlageform bei. Das Portfolio wird durch eine Beimischung von Immobilieninvestments für Wertschwankungen weniger anfällig. Immobilien haben deshalb als relativ sichere, konservative Kapitalanlage in Deutschland bisher eine hohe Wertschätzung genossen. Nicht umsonst haben Immobilien den Beinamen „Betongold“ erhalten.

Spielräume für Preissteigerungen sind vorhanden.

Fazit

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die Finanzkrise zu hohen Wertverlusten bei Immobilienaktien geführt hat. Trotz der Finanzkrise sollte man sich jedoch bei Immobilieninvestitionen weiterhin auf die belastbaren Argumente konzentrieren – vor allem auf die guten Eigenschaften, in einem gemischten Anlageportfolio das Gesamtrisiko zu reduzieren und weitgehend stabile Zahlungsströme zu generieren. Investoren werden sich auch in Zukunft auf die sich mittel- und langfristig bietenden Investments mit attraktiven Renditechancen konzentrieren. Wir sind insofern davon überzeugt, dass Immobilienwerte sicherlich auch zukünftig aus langfristiger Sicht eine für das Portefeuille stabilisierende Wirkung entfalten werden. ■

„Wenn man nicht in der Panik kauft, wann dann?“

Smart Investor im Gespräch mit Immobilienaktien-Fondsmanager Helmut Kurz, Ellwanger & Geiger, über die Angst, Bewertung, regionale Chancen bei Immobilienaktien

Polen, Großbritannien, Deutschland: Helmut Kurz sucht in ganz Europa nach Anlagechancen.

Smart Investor: Was ist denn das jetzt eigentlich für eine Krise?
Kurz: Immobilienaktien preisen derzeit einen deutlichen Rückgang bei den Immobilienpreisen ein. Zusätzlich werden sie getroffen, weil sie das liquideste Segment innerhalb des Immobilienanlagespektrums darstellen. Nicht zuletzt ist die bei einigen Unternehmen hohe Verschuldung für die hohe Volatilität verantwortlich. Und jetzt hat sich die Finanzkrise, nachdem das Problem lange nicht ernst genommen wurde, in der Realwirtschaft festgebissen. Aus der Branche hören wir, dass Transaktionen über 100, teilweise sogar 50 Mio. EUR derzeit nicht mehr machbar sind. Wenn Sie sich anschauen, wie tief Anleihen, zum Beispiel von der Immofinanz oder IVG, notieren, dann impliziert das schon eine extreme Angst vor rückläufigen Immobilienpreisen.

Smart Investor: Angst ist das richtige Wort, wenn man sich zum Beispiel die Kurse der österreichischen Immobilienunternehmen betrachtet.
Kurz: Es ist nahezu unfassbar, was dort passiert ist. Bei den meisten kamen Managementfehler (Atrium, früher Meinl), eine teilweise undurchsichtige Firmenstruktur sowie die wechselseitigen Verflechtungen (Immoeast und Immofinanz) zusammen mit der Unfähigkeit, größere Teile der Portfolien zu verkaufen. Die Illiquidität, die jetzt an den Immobilienmärkten eingezogen ist, verhindert nun eine Entschuldung der Immobilien-AGs. Potenzielle Immobilienkäufer rechnen aber alle mit Zwangsverkäufen – was in mehr oder weniger großem Ausmaß auch kommen wird – und halten sich demzufolge bedeckt. Das drückt die Preise, und damit auch die Aktienkurse. Ein gefährliches Spiel.

Helmut Kurz

Smart Investor: In Europa gefällt Ihnen ja Großbritannien recht gut?
Kurz: Nun ja, Großbritannien ist ein Markt mit Unternehmen, die in der Regel wenig Fremdkapital aufgenommen haben und darüber hinaus über eine extrem gute Immobilienqualität verfügen. Die Preise, auch wenn sie schwanken, behalten à la long ihren Wert. Englische Aktien wie eine British Land zum Beispiel sind für Großanleger so etwas wie die Flucht in Sicherheit. Bei British Land haben sich zum Beispiel die Singapuris eingekauft. Britische REITs sind überaus liquide und notieren auch deutlich unter den bereits gesunkenen NAVs. Dazu kommt meist ein erfahrenes Management. Segro zum Beispiel hat sich rechtzeitig aus den USA zurückgezogen und dafür auf dem europäischen Kontinent Exposure u.a. in Osteuropa aufgebaut, wohl zu früh, aber es gab im vergangenen Jahr auch eine dicke Sonderdividende.

Smart Investor: Osteuropa ist ja auch kein ganz einfaches Pflaster mehr, oder?
Kurz: Osteuropa leidet darunter, dass in dem Überschwang im Zuge des massiven Anlagedrucks seitens der österreichischen Immobilien-AGs Bestände aufgebaut wurden, die erst in drei oder vier Jahren wirklich gebraucht werden. Dazu kam, dass der Bauboom zum Teil zu exorbitant hohen Preisen geführt hat. Wer vor einem Jahr bauen wollte, hatte mit zu hohen Kosten und großen Zeitverzögerungen zu kämpfen. Wer spät investiert hat, vor allem die Österreicher, steckt jetzt in Schwierigkeiten.

Smart Investor: Woher sollen nun Käufer von Immobilienaktien kommen?
Kurz: Die Anleger, die früher das Spiel Dividenden-Anleihenrendite-Arbitrage gespielt haben, sind im Moment ängstlich, aber das werden sie nicht ewig bleiben. Die Vertrauenskrise aber erstreckt sich auf viele Segmente und Instrumente und lässt sich leider nur durch eine staatliche Stützung bzw. teilweise Verstaatlichung lö-

sen. Die Bonität der Staatsschuldner wird dadurch langfristig gefährdet. Anleger dürften sich irgendwann fragen, ob sie in stärker inflationären Zeiten eine Top-Immobilie mit 5 oder 6% Rendite oder eine Staatsanleihe mit 4% kaufen und ob nicht die Bonität der Staaten zu sehr verwässert wurde. Die Hinwendung zu klassischen Anlagen, und da gehört die Immobilie dazu, ist für mich eine der zentralen Folgen der Finanzkrise.

Smart Investor: Also ist eine Immobilie ein Schutz vor Inflation?
Kurz: Das ist eine Seite, die andere ist der Cashflow-Charakter der Immobilie. In besten Lagen sind Immobilien meist langfristig vermietet, da haben Sie als Anleger eine hohe Planungssicherheit. In deflationären Phasen – momentan würde ich gar von einem deflationären Schock sprechen – haben Sie dann immer noch relativ sichere Einnahmen, auch wenn die Preise für Immobilienobjekte fallen.

Smart Investor: Wie wird eine Immobilien-AG eigentlich richtig bewertet?
Kurz: Das gängigste Konzept ist der NAV, aber hier fließen Annahmen ein: Zins, Mieteinnahmen usw. Je nachdem, wie diese Annahmen gestaltet werden, steigt oder fällt der NAV. Das ist die Schwäche an diesem Konzept. Wir schauen aber auch, wie es neben der reinen, nachvollziehbar bewerteten Immobilie noch bei den latenten Steuern und vor allem der Fremdfinanzierung aussieht. Genau an diesem Punkt ist die Unsicherheit auch aufgrund der Bankenkrise sehr groß. Wir fragen also, ob es Zinsfestschreibungen gibt oder die Finanzierung an den LIBOR gekoppelt ist, der ja derzeit völlig außer Rand und Band geraten ist. Aktuell ist der LIBOR deutlich höher als vor der Krise, hier muss man der EZB einen schweren Vorwurf machen, die Zinsen nicht deutlicher und rechtzeitig herunter genommen zu haben.

Smart Investor: Also sollen Anleger doch noch nicht kaufen?
Kurz: In meinen Augen ist die Immobilienaktie jetzt, gerade weil sie die Krise schon weitestgehend kursmäßig verarbeitet hat, das ideale Instrument, um im Immobiliensegment zu investieren. Offene und geschlossene Immobilienfonds hinken im Zyklus nämlich hinterher, hier könnte noch ein böses Erwachen folgen. Interessant erscheint mir im europäischen Kontext die bereits erwähnte Segro. Wer es etwas spekulativer mag, der kann sich eine IVG anschauen. Konservativere Anleger sollten GAG Immobilien oder TAG Immobilien bevorzugen. In Frankreich gefällt mir die tief bewertete Icade, die mit wenig Fremdkapital operiert und auf Jahre hinaus wohl über das größte Entwicklungspotenzial verfügen dürfte. Von den gebeutelten Österreichern würde ich mir CA Immo anschauen, die einige Aktiva in Deutschland hat, intern gemanagt wird und über ein überschaubares Osteuropa-Engagement verfügt. Auch der griechische Kurszettel schließlich hat mit Eurobank Properties einen unterbewerteten und schuldenfreien REIT zu bieten. Wenn man solche eher konservativen Werte in der Panik nicht kauft, wann dann?

Smart Investor: Herr Kurz, darauf bauen wir auch. Vielen Dank. ■

Interview: Tobias Karow

Der G-REIT wird ein Erfolg – nur eben später

Warten auf normales Marktumfeld

Gastbeitrag von Steffen Wollnik, Senior Analyst bei der HSH Nordbank

Seit der Einführung des REIT-Gesetzes im Jahr 2007 haben mit alstriaoffice und Fair Value lediglich zwei Immobilienunternehmen den REIT-Status erlangt. Daneben gibt es elf Vor-REITs, die jedoch den Gang an die Börse noch nicht vollzogen haben. Die Gründe für diesen wenig erfolgreichen Start sind offensichtlich: Das Börsenumfeld ist in den letzten eineinhalb Jahren alles andere als günstig gewesen.

Deutliche Abschläge zum NAV

Allerdings haben Immobilienaktien noch deutlich schlechter abgeschnitten als der Aktienmarkt insgesamt. Während die Papiere der im CDAX gelisteten Unternehmen seit Januar 2007 im Schnitt 10% einbüßten, verloren die Titel des EPRA (Internationaler Immobilienaktienindex) Deutschland im gleichen Zeitraum etwa 45%. Auch wenn Immobilienaktien auf die schlechteren Finanzierungsbedingungen infolge der Bankenkrise besonders sensitiv reagieren, dürfte diese dennoch nicht der alleinige Grund für die fallenden Kurse gewesen sein.

Infolge der sehr guten Performance in den Jahren vor 2007 notierten die Immobilienaktien zum Teil mit erheblichen Aufschlägen zum NAV. Eine Korrektur war daher fällig. Mittlerweile hat sich die Lage vollständig geändert. Aus den Aufschlägen sind Abschläge von durchschnittlich 45% geworden. Die Fragen, die sich daher derzeit stellen, sind: Erstens, spiegeln die niedrigen Aktienkurse eine Übertreibung nach unten wider, oder werden in den Kursen lediglich die absehbaren wirtschaftlichen Entwicklungen eingepreist? Anders ausgedrückt: Werden sich die Aktienkurse den NAVs annähern oder umgekehrt? Und zweitens, wie wird sich der G-REIT (German-REIT) entwickeln, wenn sich die Lage an den Kapitalmärkten normalisiert hat und die Abschläge verschwunden sind?

Abb. 1: NAV und Aktienkurse dt. Immobilien-AGs

Quelle: Quelle: HSH Nordbank, Reuters

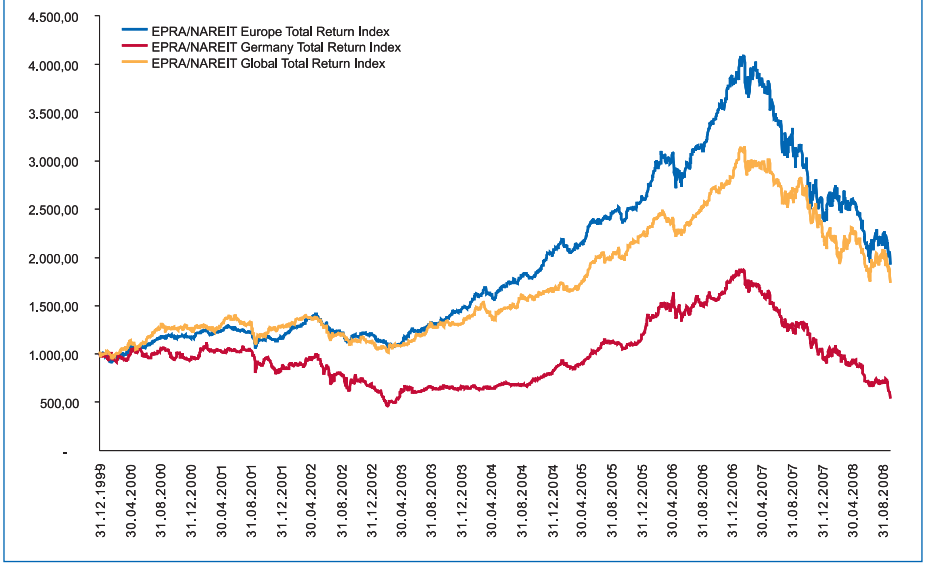
***Steffen Wollnik** ist seit 2001 im Bereich Economics & Research der HSH Nordbank tätig. Als Senior Analyst beschäftigt er sich sowohl mit Direktimmobilien- als auch mit Aktienimmobilienmärkten. Vor seiner Tätigkeit bei der HSH Nordbank war Wollnik im Bereich Portfoliomanagement bei der Deutschen Bank aktiv. Wollnik ist Diplom-Volkswirt und hat das CFA-Programm (Chartered Financial Analyst) erfolgreich absolviert.*

Kein Preisverfall wie in den USA

Die erste Frage zielt im Wesentlichen auf die Bewertung der Immobilien in den Portfolien der Unternehmen ab. Schaut man sich die Halbjahreszahlen an bzw. vielmehr den einen oder anderen Kommentar dazu, so scheint der deutsche Immobilienmarkt einen Einbruch zu erleiden, der dem in den USA in nichts nachsteht. Dies ist aber nicht der Fall. Immobilienmärkte verlaufen zyklisch, und die Preise auf den Immobilieninvestmentmärkten sind infolge des guten Konjunkturverlaufs der letzten Jahre sowie günstiger Finanzierungsbedingungen gestiegen. Deshalb waren Preisrückgänge absehbar. Aufgrund der aktuellen Finanzmarktkrise kamen diese jedoch früher als ursprünglich erwartet. Da aber die Preise auf dem deutschen Immobilienmarkt bei weitem nicht so stark in die Höhe getrieben wurden, fallen auch die Werteinbußen entsprechend moderater aus.

Auch in den kommenden Quartalen werden die Immobilienpreise nicht einbrechen. Die negativen Implikationen der sich abschwächenden Konjunktur sowie der anziehenden Zinsen >>

Abb.2: EPRA-Indizes im Vergleich



Quelle: EPRA (European Public Real Estate Association)

dürften zum größten Teil eingepreist sein. Die Aktienkurse sollten daher mittelfristig steigen und sich den NAVs annähern. Dies gilt natürlich eher für sogenannte Bestandshalter als für Unternehmen, die vom Immobilienhandel oder der Projektentwicklung leben. Letztere dürften die verhaltenen Aktivitäten auf den Transaktionsmärkten durchaus noch eine Zeit lang zu spüren bekommen. Insbesondere dann, wenn es in den kommenden Monaten zu Notverkäufen kommt, weil für einige Investoren eine Refinanzierung ansteht und sich die Banken weiterhin zurückhaltend bei der Vergabe von Krediten zeigen.

Politik muss nachbessern

Die Frage nach den prinzipiellen Erfolgsaussichten des G-REITs zielt hauptsächlich auf das REIT-Gesetz ab. Die Argumente, die für die Einführung einer REIT-Struktur in Deutschland gesprochen haben, sind weiterhin gültig. Gleichwohl gibt es Verbesserungsbedarf am deutschen REIT-Gesetz. Die Hauptkritikpunkte sind der Ausschluss von Wohnimmobilien, die unzureichende Absicherung des REIT-Status gegenüber Dritten sowie die Problematik der Doppelbesteuerung von Einkünften aus Direktinvestitionen in ausländische Immobilien, Auslandsobjektgesellschaften und REIT-Dienstleistungsgesellschaften. Das Problem der Doppelbesteuerung sollte eigentlich mit dem Jahressteuergesetz 2009 gelöst werden. Im Juni beschloss das Bundeskabinett indes das Gesetz ohne die ursprünglich zur Lösung des Problems vorgesehenen Passagen. Diese sahen u.a. vor, dass steuerliche Vorbelastungen von mindestens 15% Kapitalertragssteuer oder einer vergleichbaren ausländischen Steuer berücksichtigt werden. Darüber hinaus sollte die Exit Tax-Regel um zwei Jahre bis 2011 verlängert werden, weil bei Erlass des REIT-Gesetzes im Jahre 2007 die aktuelle Entwicklung auf den Kapitalmärkten nicht vorhersehbar war. Dies ist nun aufgeschoben, aber nicht aufgehoben.

Noch zwei Jahre Frist

Eine Fristverlängerung wünschen sich möglicherweise auch die als Vor-REIT registrierten Immobilienunternehmen – allerdings weniger bei der Exit Tax als vielmehr beim Zeitpunkt, bis zu dem sie spätestens an die Börse gehen müssen. Die meisten von ihnen haben den Vor-REIT-Status im Jahr 2007 erhalten. Ihre Aktien müssten demnach bis 2010 zum Handel zugelassen sein. Die Frist kann um ein Jahr verlängert werden, wenn Umstände, die außerhalb des Verantwortungsbereichs des Vor-REITs liegen, dies rechtfertigen. Eine solche Rechtfertigung könnte das aktuelle Marktumfeld sein, welches einen Börsengang nahezu unmöglich macht. Bis zum jetzigen Zeitpunkt liegen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) jedoch keine Anträge auf eine Fristverlängerung vor. Der Hinweis auf die schlechte Kapitalmarktlage und die Mängel des Gesetzes sind zwar berechtigt und auch der wesentliche Grund, warum es erst zwei REITs in Deutschland gibt, verbessern müssen sich aber auch die Unternehmen. Beispielsweise besteht in Bezug auf eine überzeugende Equity Story oder hinsichtlich der derzeit oft diskutierten Transparenz noch Nachholbedarf.

Fazit

Bevor der G-REIT ein Erfolg wird – wovon wir ausgehen –, muss sich das Marktumfeld normalisieren und beim REIT-Gesetz nachgebessert werden. Auch bei den Unternehmen gibt es noch einiges zu tun. Kreativere Namen als GBWAG, GAG, GBH oder GWB wären auch nicht schlecht, um Investoren auf sich aufmerksam zu machen, die sich nicht täglich mit deutschen Immobilienaktien beschäftigen. ■

Noch keine Erfolgsstory: Der G-REIT

An welchen Stellschrauben der Gesetzgeber drehen sollte

Gastbeitrag von Dr. Claudia Vogl-Mühlhaus, Mitglied der Geschäftsführung der Scope Analysis GmbH

Wenn das Kind sich doch noch gut entwickeln wird, dann gewiss nicht deshalb, weil die Umstände der Geburt günstig waren. So lässt sich die Startphase von REITs – Real Estate Investment Trusts – in Deutschland beschreiben. Als das REIT-Gesetz am 1. Juni 2007 mit Veröffentlichung im Bundesgesetzblatt rückwirkend zum 1. Januar in Kraft trat, durchliefen die internationalen Finanzmärkte bereits ein erstes krisenhaftes Zittern. Dieses hat sich seitdem zu einem handfesten Flächenbrand ausgeweitet, der die Finanz- und Immobilienmärkte weltweit erfasst hat. Und so wundert es nicht, dass die hochfliegenden Pläne vieler deutscher Immobilienunternehmen, sich in einen REIT umzuwandeln, der Ernüchterung gewichen sind.

In Deutschland noch eine Randnotiz

Heute, rund 22 Monate nachdem das Gesetz in Kraft getreten ist, gibt es in Deutschland gerade einmal zwei REITs. Das REIT-Segment der Deutschen Börse fristet aktuell ein kümmerliches Dasein. Zum Vergleich: Frankreich, wo REITs im Jahr 2003 möglich wurden, hat auf dem Kurszettel der Pariser Börse immerhin 47 Real Estate Investment Trusts aufzuweisen. In Großbritannien, das 2007 REIT-Land wurde, sind es mittlerweile 20. Können REITs auch in Deutschland trotzdem noch eine Erfolgsgeschichte werden? Es spricht sogar einiges dafür, dass verschiedene Charakteristika von REITs mittelfristig die Anforderungen von Anlegern gut abbilden, die in börsennotierte Immobilienvehikel investieren wollen. Vor allem die hohe Eigenkapitalquote von mindestens 45%, bezogen auf das unbewegliche Vermögen des REITs, bietet erhöhte Sicherheit in Zeiten schwieriger Finanzierungsmöglichkeiten. Auch die üppige Ausschüttungsquote von mindestens 90% des Gewinns dürfte für viele Investoren an Charme gewonnen haben.

Gesetzgeber ist gefordert

Doch nun ist der Gesetzgeber gefragt, das REIT-Gesetz so zu modifizieren, dass die Vorteile auch praktisch ausgespielt werden können. Besonders notwendig, aber durchaus nicht hinreichend sind Ergänzungen in drei Punkten:

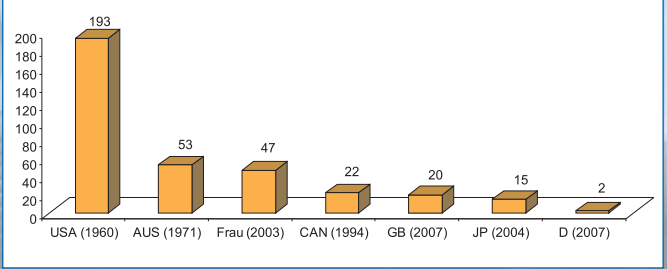
Dr. Claudia Vogl-Mühlhaus

1) Der Ausschluss von vor 2007 erstellten Wohnimmobilien aus dem REIT-Gesetz ist nicht nachvollziehbar und bremst die Entwicklung. Weder werden so Investments großer institutioneller Anleger in Wohnimmobilien verhindert, noch ist belegt, dass diese mieterfeindlicher agieren als andere Marktteilnehmer. Eine Änderung ist hier entsprechend notwendig.

2) Gleiches gilt für die Beschränkung der direkten Beteiligung eines Anlegers auf maximal 10% eines REITs. Das Gesetz agiert mit einem fehl leitenden Sanktionsmechanismus, indem es dem REIT bei Verstoß mit Strafe (Verlust des REIT-Status) droht. Schließlich kann der REIT seine Aktionärsstruktur nicht steuern und wird dadurch angreifbar.

3) Last but not least droht die Exit Tax zum Papiertiger zu werden, nachdem sie einst als Anreizinstrument gedacht war, um Immobilienveräußerungen an REITs und Vor-REITs zu versüßen. Augenblicklich bewegen sich die relevanten Transaktionen marktbedingt auf Sparflamme. Und Ende 2009 – wenn eine Belebung möglich wäre – laufen die Steuervergünstigungen aus. Eine Verlängerung des steuerbegünstigten Zeitraums wäre sinnvoll.

ANZAHL REITS IM LÄNDERVERGLEICH (EINFÜHRUNGSJAHR)



Quelle: Ellwanger & Geiger, KPMG, Nomura

Fazit

Eines aber ist klar, eine echte Chance werden REITs nicht erhalten, bevor die internationalen Börsen nicht wieder in ruhiges Fahrwasser gekommen sind. Denn REITs sind nun mal – im Guten wie im Schlechten – börsengehandelte Wertpapiere, Aktien eben. Und damit ist eine weit größere Volatilität verbunden als sie beispielsweise offene Immobilienfonds aufweisen, die nicht ohne Grund als Fels in der Brandung der aktuellen Krise gelten. Wenn REITs zum Teil als „börsennotierte Immobilienfonds" bezeichnet werden, so führt dieser Begriff die Anleger schlicht in die Irre. Dennoch haben auch REITs ihren Platz im Anlageuniversum. Noch konnten sie diesen allerdings nicht ausfüllen.

„Ein Wohnungs-REIT hätte Sinn gemacht“

Smart Investor im Gespräch mit Dr. Wulf Meinel, Geschäftsführer von Carlyle European Real Estate, über die Vorzüge des deutschen Immobilienmarktes und Chancen inmitten der Krise.

Smart Investor: Was mögen Sie an Deutschland eigentlich ganz besonders?

Meinel: Deutschland ist vor allem ein liquider Immobilienmarkt, der nicht allzu zyklisch ist. Die Vorteile dessen sehen Sie gerade jetzt, selbst im Abschwung wird dem Markt hier viel weniger Liquidität entzogen als beispielsweise in Großbritannien oder vor allem in den USA. Das ist für jede Form eines Immobilieninvestments zutreffend. Egal ob Sie Bestandshalter oder Entwickler sind. Ein zweiter Grund ist ein etabliertes und nicht zuletzt gut funktionierendes Rechtssystem, dazu eine annähernde Markttransparenz. Was uns an Deutschland gerade jetzt reizt, ist die Tatsache, dass sich die Banken gut vier Jahre nach der letzten Krise nahezu komplett aus dem Markt für Investmentprodukte im Immobilienbereich zurückgezogen haben. Damals gerierten sich Banken als Kapitalgeber für mittelständisch geprägte Projektentwickler, wodurch etliche Projekte angeschoben wurden. Dieses Kapital haben die Banken den Entwicklern nun entzogen und damit für Investoren wie uns Markteintrittsmöglichkeiten geliefert. Nicht zuletzt ist der Bestand in Deutschland generell gut, er ist nur ein wenig überaltert. Relativ gesehen wird nur sehr wenig „hergestellt“. Wenn Sie also als Investor ein neues Gebäude mit ordentlicher Lage und Ausstattung angehen, dann haben Sie gute Chancen, dass solche Objekte gut vom Markt angenommen werden.

Smart Investor: In Spanien wurde aber auch viel hergestellt, und jetzt hat der Immobilienmarkt dort arge Schlagseite?

Meinel: Der Boom in Spanien war anders motiviert. Offensichtlich wurde ganz gezielt ein Anreiz gesetzt, durch einen Bauboom Geld in den Kreislauf zu bringen. Aber ein Vergleich zwischen Spanien und Deutschland hinkt ohnehin, denn die hohen Eigentumsquoten in Spanien sind für Deutschland kaum zu erwarten. Die Wohneigentumsquote wird kaum wesentlich höher werden. Es ist immer noch attraktiver, in einer Wohnung zur Miete zu wohnen, denn nach deutschem Mietrecht wohnen Sie ja praktisch eigentumsgleich.

Dr. Wulf Meinel

Smart Investor: Aber der deutsche Markt ist doch unterbewertet?

Meinel: Die Argumentation der großen Investmentgesellschaften war, Deutschlands Immobilien seien im Vergleich zu England oder Frankreich unterbewertet. Nur, das war Wunschdenken. Sicherlich wurde Deutschland zu sehr als ein Markt gesehen. Sie können eben die Mieten in Stuttgart nicht mit denen in München vergleichen. Wenn die Mieten in Stuttgart niedriger sind als in München, werden sie dann automatisch steigen? Wohl kaum. Das kann sein, muss aber nicht sein. Dazu kommt noch das regionale Gefälle. Die eine oder andere Immobilie, die gut liegt, kann durchaus ordentliche Renditen abwerfen, ganz gleich ob sie in Hamburg oder Leipzig liegt. Deswegen steigt aber nicht per se das Mietpreisniveau bzw. die Mietrendite.

Smart Investor: Wo stellen Sie sich also in Deutschland derzeit auf?

Meinel: Wir machen ausgewählte Projektentwicklungen in ausgesuchten Märkten wie Hamburg, Düsseldorf, Stuttgart und München. Künftig könnten auch Köln oder Frankfurt dazu kommen. Letztlich bauen wir neue Gewerbeimmobilien mit Schwerpunkt Büro in Städten, in denen wir eine attraktive Nachfrage nach Gewerbeflächen sehen. Auch realisieren wir Projekte nicht mit nur 5 oder 8% Eigenkapital. Investoren, die das gemacht haben, bekommen derzeit Finanzierungsprobleme. Wir kalkulierten bisher mit 70 bis 80% Fremdkapital, jetzt sind es vielleicht 60 bis 65%, der Leverage hat sich also im Zuge der Krise merklich reduziert.

Smart Investor: Was hindert denn eigentlich den REIT daran, auch in Deutschland eine Erfolgsgeschichte zu werden?

Meinel: Ganz klar, die hohe Liquidität der offenen Immobilienfonds, die sich vom Saulus zum Paulus gewandelt haben. Vor drei Jahren gab es die große Krise, angestoßen von der Deutschen Bank, in deren Folge hohe Mittelabflüsse zu verzeichnen waren. Da kam dann die Hoffnung auf, der REIT würde als alternatives Investmentvehikel kommen. Aber die Nische der

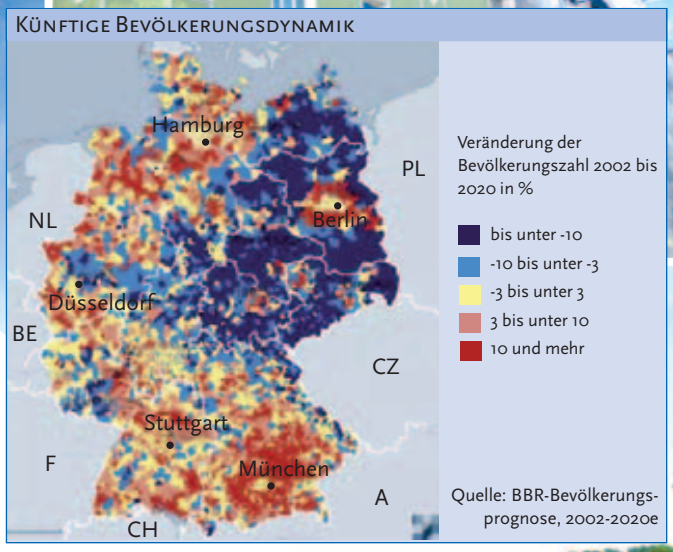
Illustration eines Carlyle-Objektes in Stuttgart. Foto: Carlyle

professionellen Bestandshaltung ist durch die offenen Immobilienfonds, zumindest bislang, und ich vermute auch zukünftig, besetzt.

Smart Investor: Also hätte Deutschland den REIT gar nicht machen müssen?
Meinel: Doch, schon, aber Sinn hätte es nur gemacht, wenn der REIT als Wohnungs-REIT gekommen wäre. Denn dazu gibt es keine alternative Anlageform. Auch offene Immobilienfonds können ja nur Gewerbeimmobilien kaufen. Aber meines Erachtens ist es politisch schon gefährlich, wenn man zugeben müsste, dass die Gesetze des Kapitalmarktes den kleinen Mann in seiner Wohnung treffen könnten. Wir subventionieren Butter und Käse, also subventionieren wir im Sinne unserer Sozialen Markwirtschaft auch unsere niedrigen Wohnungsmieten.

Smart Investor: Also gehen Sie vielleicht doch den Weg, auf dem gedrückten Kursniveau deutsche Immobilien-AGs zu kaufen? Das wurde zumindest am Markt kolportiert.
Meinel: Wir gehen morgen nicht raus und kaufen eine dieser Gesellschaften. Das, was da in den letzten zwei Jahren passiert ist, war nichts anderes als das Platzen einer Blase – und es ist auch noch nicht vorbei. In dem Sektor ist einfach zu viel Vertrauen zerstört worden. Die Sohle wird erst dann durchschritten sein, wenn der potenzielle Aktionär der Meinung ist, die aus der Krise entstehenden Bewertungen würden künftig wieder nach oben zeigen. Im Moment halten wir konkret keine Aktien deutscher oder europäischer Immobiliengesellschaften. Ein Zeichen für einen Boden wären übrigens starke Liquiditätsschwierigkeiten mehrerer Unternehmen und ein damit verbundener finaler Abverkauf etwa bei Gewerbeflächen.

Smart Investor: Im Zuge der Subprimekrise wurde dem Segment ja viel Liquidität entzogen?
Meinel: Ja und nein. Es ist richtig, dass die Liquidität verknappt wird, allerdings wird auf der anderen Seite die Immobilie dann auch wieder gefragt, weil der Investor Angst vor Zyklen und Abschwüngen hat. Auch die konsumgestützte Preissteigerungsrate von derzeit etwa 4% ist ein starkes Argument für die Immobilie, denn damit schützt sich der Anleger vor dem Kaufkraftverlust. Subprime schüttelt den Immobilienmarkt ordentlich durch, wird ihn aber mittelfristig nur stärken.



Smart Investor: Haben Sie so eine Krise wie derzeit auch schon mal erlebt?
Meinel: Nein, in Ansätzen vielleicht 2003 oder 2004, aber das war eine rein deutsche Krise. Ich glaube auch nicht, dass es schon vorbei ist. Aber das heißt ja nicht, dass die Zeiten nicht interessant sind. Krise ist ein großes Wort. Diejenigen, die in den letzten zwei Jahren ihre deutschen Bestände zu exorbitant hohen Preisen verkauft haben, müssen diese Liquidität auch wieder anlegen, die können nicht dauerhaft nur in Cash investieren. Bis wir aber an diesem Punkt sind, werden wir noch einige Überraschungen bei Banken und womöglich auch Versicherungen erleben.

Smart Investor: Herr Meinel, das sehen wir ganz ähnlich. Haben Sie vielen Dank für das interessante Gespräch.

Interview: Tobias Karow

Anzeige

alstria-Objekt in der Mannheimer Carl-Reiß-Straße.
Foto: alstria

alstria office REIT-AG (alstria)

Office-Spezialist mit Schwerpunkt Hamburg

Unternehmensprofil

Der erste deutsche REIT, die alstria office REIT-AG (alstria) mit Sitz in Hamburg, ist auf den Erwerb und die Bestandsverwaltung von deutschen Bürogebäuden spezialisiert. alstria wurde im Januar 2006 als Tochtergesellschaft von Captiva Capital Partners gegründet und ist seit dem 3. April 2007 im Prime Standard (SDAX-Index) gelistet. Die Umwandlung in eine REIT-AG erfolgte im Oktober 2007. Aktuell hat das Portfolio der Gesellschaft einen Wert von ca. 1,9 Mrd. EUR. Fast 50% des Portfolios liegen in Hamburg. Das Unternehmen beschäftigt zurzeit 33 Mitarbeiter.

Strategie

Die alstria tätigt ihre Geschäfte ausschließlich im deutschen Büroimmobilienmarkt. Hierbei konzentriert sich die Gesellschaft auf Ballungszentren wie z.B. Hamburg, München und Stuttgart. Das Unternehmen ist auf Sale-and-Lease-back-Transaktionen spezialisiert. Von herausragender Bedeutung bei der Auswahl der Objekte ist hierbei die Qualität der Mieter, durch welche stabile Cashflows generiert werden können. alstria strebt langfristige Mietverhältnisse mit Mietern höchster Qualität und Bonität an. Hierzu zählen der öffentliche Sektor sowie finanzstarke Großkonzerne. Die größten Mieter von alstria sind derzeit die Stadt Hamburg, Daimler, die Barmer Ersatzkasse sowie Bilfinger Berger. Die Top-5-Mieter sind für ca. 70% der Mieteinnahmen verantwortlich. Teilweise haben diese Mietverträge eine Laufzeit von 10 Jahren. Bisher hat das Unternehmen eine „Buy-and-Manage"-Strategie gefahren. Mit dem aktuellen Eigenkapital ist man nun gut investiert. Weiteres signifikantes externes Wachstum könnte unseres Erachtens nur durch eine Kapitalerhöhung durchgeführt werden, was beim momentanen Kapitalmarktumfeld aber auszuschließen sein sollte. Somit konzentriert sich das Management zunehmend auf die Optimierung des eigenen Bestandes sowie die Fertigstellung der Refurbishment-Projekte. Kleinere Verkäufe sollten diese Strategie sekundieren. Die Veräußerungen unterstreichen einerseits den Wert des Immobilienportfolios und führen andererseits zu kleineren Cashzuflüssen. Das Portfolio generiert eine Bruttorendite von 5,6%, was für die Mieterstruktur angemessen erscheint. Finanzierungsseitig hat das Unternehmen bei den Bestandsimmobilien unseres Erachtens kein Risiko. Hier sind die Kredite bis Ende 2011 mit einem durchschnittlichen Zins von 4,6% festgeschrieben. Finanzierungen für neue Objekte dürften sich für das Unternehmen indes verteuern.

Operative Entwicklung

Die Halbjahreszahlen für die alstria office REIT-AG sind wie folgt ausgefallen: Die Nettomieteinnahmen lagen bei 44,9 Mio. EUR (Vj.: 36,9 Mio. EUR). Die höheren Mieten sind vor allem auf das stark ausgeweitete Immobilienportfolio zurückzuführen. Das Nettobe-

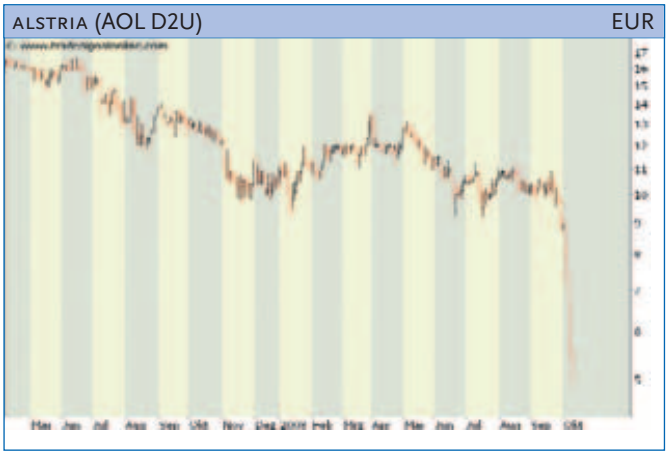
alstria office REIT-AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.alstria.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE000AOLD2U1	**Umsatz**	**30,1**	**82,6**	**100,9**	**108,2**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	AOL D2U	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	174,4%	22,2%	7,2%	KGV 2008e	33,7
Bloombergkürzel	A0X	**EBIT**	**51,7**	**85,9**	**53,2**	**87,4**	KGV 2009e	7,4
Kurs (08.10.2008, 15:25 ETR) in EUR	5,74	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	66,2%	-38,1%	64,2%		
Aktienanzahl in Mio.	56,0	- EBIT-Marge	171,8%	104,0%	52,7%	80,8%	Dividendenrendite 2008e	11,3%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	321,4	**EBT**	**18,6**	**48,1**	**9,5**	**43,4**	Dividendenrendite 2009e	12,3%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	158,6%	-80,2%	354,8%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	13,80	- EBT-Marge	61,8%	58,2%	9,4%	40,1%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	15,46
52-Wochen-Tief (in EUR)	6,11	**Jahresüberschuss**	**14,5**	**52,8**	**9,5**	**43,4**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	15,1
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	81.344	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	264,1%	-81,9%	354,8%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-40,0%	- Nettomarge	48,2%	63,9%	9,4%	40,1%	Anzahl der Objekte (2008)	92
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-51,8%	**Ergebnis je Aktie***	**0,26**	**0,94**	**0,17**	**0,77**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	953.000
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	264,1%	-81,9%	354,8%	Leerstandsquote (2008)	7,5%
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,52**	**0,65**	**0,70**	Mitarbeiter (in 2008)	33
Nächster Termin	19.11.2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	25,1%	8,3%		
Aktionärsstruktur	Captiva 2 Astria Holding S.à.r.l. ca. 61,0%; Free Float 39,0%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

triebsergebnis lag bei 10,7 Mio. EUR (Vj.: 56,1 Mio. EUR). Dies war unter anderem durch die Abschreibungen auf das Immobilienvermögen in Höhe von 29,8 Mio. EUR begründet. Zudem belasteten höhere Ausgaben für Fremdkapital das Ergebnis, so dass das EBT mit -10,3 Mio. EUR (Vj.: 56,5 Mio. EUR) negativ ausfiel. Der FFO (Funds from operations) betrug zum Halbjahr 20,4 Mio. EUR (Vj.: 12,8 Mio. EUR). In dieser Zahl spiegelten sich die erfolgten Wertberichtigungen der Immobilien nicht wider; sie gilt für das Unternehmen als wichtiger Gradmesser für den operativen Erfolg.



Ausblick

Für das Jahr 2008 rechnet das Unternehmen mit Umsatzerlösen in Höhe von ca. 101 Mio. EUR. Zudem sollen die Funds from operations (FFO) um die 40 Mio. EUR liegen. Unseres Erachtens sollten sich diese Werte realisieren lassen. Da das Unternehmen 90% der FFO auszahlen will, würde dies aktuell einer Ausschüttungssumme von ca. 36 Mio. EUR entsprechen, was ca. 0,65 EUR je Aktie bedeutet. Dieses Jahr sollte vor allem das interne Wachstum weiter fokussiert werden. Auf der einen Seite werden die Mieterträge durch die zum großen Teil indexierten Mietverträge steigen. Andererseits will man den aktuellen Leerstand von 7,5% auf 5,5% bis 6,0% senken. Beide Maßnahmen dürften die Umsätze des Bestandsportfolios um weitere 2,5% erhöhen. In der ersten Jahreshälfte verlief der Abbau des Leerstandes noch schleppend. Weitere Zukäufe von neuen Immobilien sind für das laufende Jahr fast auszuschließen, nur kleinere Ergänzungen zum Bestandsportfolio von bis zu 30 Mio. EUR wären denkbar. Auf mittlere Sicht werden einige Refurbishment-Projekte, wie die Alte Post in Hamburg sowie das Ohnsorg-Theater, das Portfolio ergänzen. Mit ihrer Fertigstellung ist 2011 bzw. 2012 zu rechnen. Zudem sollte im Jahr 2009 die Finanzierungsstruktur über das Jahr 2011 geklärt werden. Dies wird dann für weitere Visibilität in diesem Wert sorgen.

Fazit

Wir gehen davon aus, dass das Portfolio der Gesellschaft in den nächsten Monaten, wenn überhaupt, vor allem durch kleinere Portfoliozukäufe ausgebaut werden sollte. Das Wachstum wird unseres Erachtens vor allem intern generiert werden. Zudem hat alstria eine kritische Masse im Portfolio erreicht, um auch nachhaltig Mehrwert generieren zu können. Die Mieterstruktur ist breit aufgestellt und sollte auch zukünftig für stabile Cashflows sorgen. Der limitierende Faktor der Gesellschaft ist weiterhin die Eigenkapitalausstattung, die sich erst bei einer besseren Verfassung der Kapitalmärkte signifikant voranbringen lassen sollte. Verglichen mit anderen Immobiliengesellschaften ist der Abschlag des Aktienkurses zum Net Asset Value relativ gering. Insgesamt sehen wir in diesem Wert aktuell nur wenig Wachstumspotenzial, so dass wir alstria als Halteposition einstufen. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

alstria-Objekt in der Berliner Holzhauser Straße.
Foto: alstria

„Die 700-Milliarden-Dollar-Frage“

Im Gespräch mit Smart Investor erörtert Olivier Elamine, CEO der alstria office REIT-AG, das Timing inmitten der Krise und die Gründe, warum der G-REIT bislang noch nicht den Durchbruch geschafft hat.

Smart Investor: Wann wird der US-Immobilienmarkt einen Boden finden?
Elamine: Das ist wohl die 700-Milliarden-Dollar-Frage. Ich kann Ihnen vom Timing her nicht sagen, wann der Immobilienmarkt an einem Wendepunkt angekommen ist. Nur ist ein Immobilienmarkt nun mal Zyklen unterworfen, die von Aufs und Abs gekennzeichnet sind. In meinen Augen wird der Markt auch wieder nach oben drehen. Die große Kunst ist es allerdings, das eigene Unternehmen gut durch diese Abwärtsphasen hindurch zu manövrieren, denn das ist viel schwieriger als in den Aufwärtsphasen. Das sehen Sie ja jetzt im Markt. Wer sich in Phasen wie diesen auf sein Portfolio konzentrieren kann, der kommt gut da durch. Wer das nicht kann, für den wird es eher unangenehm.

Smart Investor: Welche Gelegenheiten eröffnet Ihnen der deutsche Immobilienmarkt aktuell? Sind Sie hier vielleicht sogar im Bereich Mergers & Akquisitions aktiv?
Elamine: Im deutschen Immobiliensektor besteht ein großer Bedarf zur Konsolidierung, das würde ich mal so festhalten. Damit ergeben sich automatisch Möglichkeiten. Auf der anderen Seite sind wir als Praktiker Übernahmen gegenüber eher zurückhaltend eingestellt. Die finden im Moment ohnehin im Finanz- und Bankensektor statt, und das bindet enorme Kapazitäten, die für den Immobilienbereich eben nicht zur Verfügung stehen. Das macht die Sache natürlich schwieriger.

Smart Investor: Damit dürfte es der G-REIT weiterhin schwer haben?
Elamine: Wenn Sie damit unterstellen, der G-REIT wäre keine Erfolgsstory, dann kann ich dem nicht zustimmen. Deutschland war immerhin der einzige Markt, der Mittel für den G-REIT bereits im ersten Jahr seines Bestehens hat allokieren können. Das hat weltweit kein anderer Standort geschafft. Der einzige Grund, warum hierzulande noch nicht mehr REITs gelistet sind, ist die bereits erwähnte schwierige Situation an den Finanzmärkten. Ich glaube, der G-REIT kann eine Erfolgsstory werden, vielleicht dauert dies aber noch fünf oder zehn Jahre, das will ich gar nicht ausschließen. In meinen Augen wird der Markt irgendwann erkennen, dass offene Immobilienfonds schlichtweg ineffizient sind.

Smart Investor: Aber offene Immobilienfonds sammeln derzeit leichter Gelder ein als die taumelnden Immobilien-AGs?
Elamine: Nun ja, die Immobilienfonds haben den Vertrieb bei den Banken auf ihrer Seite. Wenn Sie heute als Anleger in Immobilien investieren wollen, dann verkauft Ihnen die Bank einen offenen Immobilienfonds. Und die Banken machen dies natürlich wegen der Gebühren, die sie für den Verkauf verlangen können. Für mich ist das eine reine Marketinggeschichte. Die Leute wissen einfach noch nicht, dass sie bessere Renditen erzielen könnten, wenn die offenen Immobilienfonds in REITs umgewandelt würden. Für die G-REITs bedeutet dies, es könnte länger dauern, bis diese eine angemessene Marktkapitalisierung erreicht haben werden.

Olivier Elamine

Smart Investor: In den USA hatte der REIT ja auch einen holprigen Start.
Elamine: Ich denke allerdings, man kann die USA damals nicht mit dem heutigen deutschen Markt vergleichen. Heute sind die Märkte viel entwickelter als vor vierzig Jahren, zudem lag das Desinteresse in die USA anfangs darin begründet, dass keiner so richtig über diese neue Anlageform aufgeklärt wurde. Das war also ein Problem des Marktes an sich.

Smart Investor: Ist es für Sie als REIT eigentlich einfacher, sich an Projekten zu beteiligen?
Elamine: Einen entscheidenden Vorteil gibt es: Derjenige, der an uns eine Immobilie verkauft, zahlt weniger Steuern für den Verkaufserlös. Das ist geregelt über die Exit Tax. Dies haben wir bei Transaktionen beispielsweise mit der HUK genutzt. Diesen Vorteil haben wir gegenüber jedem anderen Marktteilnehmer weiterhin. Nur ist der Markt im Moment weniger ein Käufermarkt, dafür ist es in unseren Augen noch zu früh.

Smart Investor: Trotzdem die Frage: Was kommt als Nächstes bei alstria office?
Elamine: Unser Geschäft ist ein „langsames“ Geschäft, und es entwickelt sich stetig. Was auch immer als nächstes kommt, wird einfach Zeit brauchen. Wir arbeiten ständig daran, unser Portfolio zu optimieren und den Wert unserer Objekte zu steigern. Unter Druck lassen wir uns jedenfalls nicht setzen.

Smart Investor: Ja, in der Ruhe liegt ja bekanntlich die Kraft. Herr Elamine, vielen Dank für das Gespräch. ■

Interview: Tobias Karow

fair value Reit-AG

Deutschlands zweiter REIT

fair value-Objekte in Langen und Düsseldorf (kleines Foto). Fotos: fair value

Unternehmensprofil

Die seit November 2007 gelistete fair value REIT-AG investiert einerseits direkt in Gewerbeimmobilien und andererseits in geschlossene Immobilienfonds. Das Unternehmen hat eine klassische „Buy-and-Hold"-Strategie mit der Möglichkeit, Immobilien opportunistisch zu verkaufen. Aktuell ist die Gesellschaft direkt in 32 Immobilien und indirekt über insgesamt 13 geschlossene Immobilienfonds in 49 Immobilien investiert. Das Portfolio ist zu 96% vermietet und besteht größtenteils aus Büro- und Logistikgebäuden. Der regionale Schwerpunkt der Gesellschaft ist Deutschland. Viele Dienstleistungen (unter anderem Objektverwaltung, operatives Asset Management und Accounting) werden durch dritte Gesellschaften, vor allem die IC Immobilien Gruppe, ausgeführt.

Strategie

Das Unternehmen partizipiert aktuell an einem Immobilienvolumen zu Marktwerten von 602 Mio. EUR mit einem anteiligen Marktwert von 272 Mio. EUR. Die Aufteilung zwischen den direkten und indirekten Investitionen liegt bei 20:80. Dieses Verhältnis soll sich in den nächsten Jahren zu Gunsten der direkt gehaltenen Immobilien verändern. Die direkt gehaltenen Immobilien betrachtet die Gesellschaft als „Core"-Investment und die indirekten Investitionen als „Value Added", was einerseits mehr Chancen, aber auch höhere Risiken in sich birgt. Bei der direkten Investition in Immobilien ist die Gesellschaft interessiert, Objekte mit sicheren Mieterlösen und damit verbundenen stabilen Cashflows zu finden, was der Erwerb eines Immobilienportfolios mit der Sparkasse Südholstein als Hauptmieter verdeutlicht. Im kleinen Rahmen werden auch etwas höhere Risiken eingegangen. Als Beispiel hierfür lässt sich das Investment in ein zum Erwerbszeitpunkt im Bau befindliches Bürogebäude am Düsseldorfer Flughafen nennen, bei dem das Vermietungsrisiko übernommen wurde, wodurch höhere Renditen verwirklichet werden konnten. Beim Ankauf von Immobilien greift das Unternehmen auf externe Dienstleister (z.B. Makler) zurück. Das operative Asset Management für das Portfolio übernimmt die IC Immobilien Gruppe.

Bei der Investition in einen geschlossenen Immobilienfonds wird jeweils ein Anteil von mindestens etwa 25% angestrebt, der es ermöglicht, einen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung zu nehmen. Das Risiko auf der Mieterseite ist durchschnittlich. Die größten 10 Mieter im Portfolio haben einen Anteil von 61,4% der Erlöse. Da es sich um einen REIT handelt, muss ein Großteil der Gewinne nach HGB als Dividende ausgeschüttet werden, was die Innenfinanzierungskraft der Gesellschaft verringert. Dies heißt im Umkehrschluss, dass ein Wachstum nur durch Kapitalerhöhungen erfolgen kann. Diese Kapitalerhöhung könnte, wie in der Vergangenheit bereits geschehen, durch Geld- oder Sacheinlagen erfolgen. Das Immobilienportfolio besteht, gemessen an der anteiligen Potenzialmiete, aktuell aus 45% Büro-, 42% Einzelhandels- und ca. 9% Logistikimmobili- >>

fair value REIT-AG			Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
Internetadresse	www.fvreit.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE000A0MW975	**Umsatz**	**0,0**	**4,3**	**12,7**	**13,5**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0M W97	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	194,9%	6,8%	KGV 2008e	23,1
Bloombergkürzel	FVI	**EBIT**	**0,0**	**-3,2**	**7,7**	**12,2**	KGV 2009e	8,8
Kurs (08.10.2008, 14:31 ETR) in EUR	3,42	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	- - -	58,7%		
Aktienanzahl in Mio.	9,4	- EBIT-Marge	---	---	60,6%	90,1%	Dividendenrendite 2008e	8,8%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	32,2	**EBT**	**0,0**	**1,7**	**1,4**	**3,6**	Dividendenrendite 2009e	10,2%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-18,1%	161,8%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	11,00	- EBT-Marge	---	---	11,0%	26,9%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	10,15
52-Wochen-Tief (in EUR)	2,99	**Jahresüberschuss**	**-0,1**	**1,7**	**1,4**	**3,6**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	10,15
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	2.932	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-18,1%	161,8%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-49,2%	- Nettomarge	---	---	11,0%	26,9%	Anzahl der Objekte (2008)	82
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-	**Ergebnis je Aktie***	**-0,01**	**0,18**	**0,15**	**0,39**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	469.000
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-18,1%	161,8%	Leerstandsquote (2008)	ca. 7%
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,00**	**0,30**	**0,35**	Mitarbeiter (2008)	5
Nächster Termin	28.11.2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	16,3%		
Aktionärsstruktur	IC Immobilien Gruppe ca. 18%; Andere ca. 40%; Free Float ca. 42%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

en. Der Vermietungsgrad des Bestandsportfolios lag zum 30.06.2008 bei rund 96%. Die regionale Verteilung erstreckt sich über das gesamte Bundesgebiet, wobei Süddeutschland unterpräsentiert ist.

Operative Entwicklung

Im ersten Halbjahr 2008 erlöste die Gesellschaft Umsatzerlöse in Höhe von 6,7 Mio. EUR. Dabei entfielen 5,0 Mio. EUR auf die voll konsolidierten Mehrheitsbeteiligungen an fünf geschlossenen Immobilienfonds. Weitere 1,7 Mio. EUR resultierten aus dem Direktportfolio. Den daraus resultierenden Nettomieteinnahmen in Höhe von 5,3 Mio. EUR standen Verwaltungskosten von 1,5 Mio. EUR gegenüber. Zudem erzielte die fair value REIT-AG Einkünfte aus den Minderheitsbeteiligungen an acht geschlossenen Immobilienfonds, hiermit wurden Erträge von 1,5 Mio. EUR erfasst. Insgesamt erwirtschaftete die fair value REIT-AG gemäß IFRS-Rechnungslegung einen Konzernüberschuss in Höhe von 0,8 Mio. EUR im ersten Halbjahr 2008. Die Funds from operations (FFO) betrugen zum Halbjahr 0,14 EUR. Unseres Erachtens ist der Kostenblock in Relation zu den Nettomieteinnahmen zu hoch. Es ist davon auszugehen, dass mit einer Skalierung des Geschäftes der relative Anteil der Kosten sinken wird.

Ausblick

Laut Gesellschaftsangaben soll das Immobilienportfolio bis Ende 2009 verdoppelt werden. Mittelfristig reichen die Wachstumsziele über ein Portfolio von 1,0 Mrd. EUR hinaus. Da das Wachstum aber vor allem mit Kapitalerhöhungen gestemmt werden muss und die Aktie weit unter ihrem Net Asset Value liegt, ist unseres Erachtens dieser Ausblick mit Unsicherheiten behaftet und hat eine starke Abhängigkeit gegenüber dem zukünftigen Kapitalmarktumfeld. Für die Gesellschaft kommt eine Kapitalerhöhung nur in Frage, wenn der Abschlag des Aktienkurses zum NAV max. 20% beträgt. Durch den Einsatz von Bezugsrechten sollen Altaktionäre dabei nicht geschädigt werden. Beim Ausbau des Portfolios stehen zweierlei Aspekte im Fokus: Einerseits will die Gesellschaft den Anteil der direkt gehaltenen Immobilien erhöhen – hierbei steht eine Zielmarke von 50% vom Gesamtportfolio im Raum – und andererseits die Struktur des Portfolios verändern. Der Anteil an Büroimmobilien soll mit ca. 50% der dominierende werden. Jeweils 25% soll auf Logistik sowie Einzelhandel entfallen. Die gewünschte Mindestrendite (Sollmieten zu Anschaffungskosten) beträgt 6,5% bis 8%. Für dieses Jahr rechnet die Gesellschaft mit einem Konzernüberschuss zwischen 1,3 und 1,5 Mio. EUR. Schon allein durch die nach dem Bilanzstichtag 30.06.2008 fertig gestellte Büroimmobilie am Düsseldorfer Flughafen erwartet das Management einen weiteren Anstieg der Erträge; aktuell liegt der Vermietungsstand dieses Objektes bei über 90% der Potenzialmiete.

Fazit

Die Gesellschaft hat unseres Erachtens aktuell noch ein zu kleines Portfolio. Die Gewinne, die aus diesem erzielt werden können, werden aktuell noch zu großen Teilen durch den Kostenblock aufgezehrt. Wir gehen davon aus, dass abhängig vom Kapitalmarkt das Bestandsportfolio in den nächsten Quartalen weiter ausgebaut wird. Bis dahin würden wir mit einem Investment in diesen Wert abwarten. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

fair value-Objekte in Neuss und Teltow (rechts). Fotos: fair value

„Langeweile kann ein großer Nutzen sein“

Über die aktuelle Situation des G-REIT im Allgemeinen und der Fair Value REIT AG im Besonderen sprach Smart Investor mit Frank Schaich, Vorstand der Fair Value REIT AG.

Smart Investor: Worauf ist bei Immobilieninvestments angesichts der Finanzkrise künftig zu achten?
Schaich: Man sieht in der heutigen Zeit, dass „Langeweile“ auch ein großer Nutzen sein kann. Eine hohe Eigenkapitalbasis und damit ein geringerer Fremdfinanzierungshebel gehen zwar in guten Zeiten zu Lasten der Rendite. Dafür sorgt sie in unruhigen Zeiten wie aktuell für mehr Stabilität und Sicherheit. Außerdem wird die Zukunft wahrscheinlich höhere Inflationsraten bringen. Dabei würde ich auf eine gute Streuung hinsichtlich der Nutzungsarten und möglichst hohe Vermietungsstände achten.

Smart Investor: In welcher Verfassung sehen Sie eigentlich den deutschen Immobilienmarkt?
Schaich: Ich halte diesen für stabil. Natürlich gibt es nicht den Markt, sondern man muss zwischen den Nutzungsarten unterscheiden und regionale Unterschiede berücksichtigen. Der deutsche Immobilienmarkt steht besser da, als er derzeit vom Kapitalmarkt beurteilt wird. Aber natürlich werden die derzeitigen Turbulenzen Auswirkungen auf die weitere Entwicklung der Branche haben. Vor allem die Sorge über die Gewinnentwicklung und über die nachlassende positive Dynamik wird den Markt belasten. Aber ich sehe die Situation nicht so dramatisch wie andere.

Smart Investor: Was bedeuten dann die Kapitalmarktturbulenzen für den ohnehin schon holprig gestarteten G-REIT?
Schaich: Der deutsche REIT bzw. wir als Bestandhalter sind in zweierlei Hinsicht tangiert: Einmal als Investor im Immobilienmarkt mit allen Chancen und Risiken, auf der anderen Seite sind wir hinsichtlich der Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt betroffen. Unser weiteres Wachstum ist abhängig davon, dass sich der Kapitalmarkt beruhigt und die Stimmung wieder aufhellt. Das gilt auch für das Kursniveau. Denn bei so großen Abschlägen zum inneren Wert – wie bei uns 60% – machen Kapitalerhöhungen keinen Sinn.

Smart Investor: Wenn Sie die derzeit knappe Liquidität schon ansprechen: Woher nehmen Sie frisches Kapital für neue Transaktionen?
Schaich: Wir sind an 81 Immobilien direkt und indirekt beteiligt. Da können wir durch Umschichtungen im Portfolio neue Investitionen tätigen. Aufstockungen von Direktbesitzverhältnissen in Richtung 50% können zu Lasten von Fondsbeteiligungen erfolgen. Aber große Sprünge kann man natürlich nur mit Kapitalmaßnahmen machen, also Barkapitalerhöhungen über die Börse oder – was insbesondere wir praktizieren – die Verwendung eigener Aktien als Währung für Sachkapitalerhöhungen. Das Jahr 2008 müssen wir wohl an uns vorbeiziehen lassen. Aber 2009 sehe ich aber durchaus Chancen für M&A-Transaktionen. Mit dem REIT-Status sehen wir uns dafür gut aufgestellt.

Frank Schaich

Smart Investor: Welche Vorteile sehen Sie also für Ihr Unternehmen überhaupt, ein REIT zu sein?
Schaich: Im Wesentlichen ist es die Steuertransparenz. Für den Investor sind REITs Unternehmen, die keine Steuern bezahlen und 90% des Überschusses an die Anteilseigner ausschütten. Verglichen mit einer „normalen“ Aktiengesellschaft ist die Nachsteuerrendite des REIT deutlich höher. Ein anderer – im derzeitigen Umfeld hoch geschätzter – Aspekt ist die Vorgabe einer Mindesteigenkapitalquote von 45%. Das heißt, unsere Immobilien müssen mit 45% Eigenkapital unterlegt sein. Dies stabilisiert die REITs.

Smart Investor: Welche Änderungen am REIT-Gesetz halten Sie auf dem jetzigen Stand dennoch für notwendig?
Schaich: Sicherlich sollte man an verschiedenen Stellen des Gesetzes nachbessern. Für uns z.B. als Investor in geschlossene Fonds ist v.a. ärgerlich, dass bei Mehrheitsbesitz die Immobilie in der Bilanz voll ausgewiesen werden muss und die Minderheitsanteile als Fremdkapital erscheinen. Dadurch wird unsere Eigenkapitalquote belastet. Dass der G-REIT derzeit am Markt nicht die Rolle eingenommen hat wie erhofft, hat eindeutig mit dem derzeitigen Finanzmarkt zu tun und nicht mit dem Gesetz.

Smart Investor: Ist nicht auch die im Vergleich geringe Größe Ihres Unternehmens auf lange Sicht ein Problem?
Schaich: Wir verdienen Geld! Aber unsere Größenordnung mag in der Tat nicht befriedigen. Insofern ist unser klares Ziel zu wachsen und zwar in dem Maße, wie der Markt dies möglich macht.

Smart Investor: Dann wünschen wir Ihnen auf dem Weg weiterhin viel Erfolg. Vielen Dank für das Gespräch. ■

Interview: Tobias Karow, Bernhard Wageneder

Colonia Real Estate AG

Fast überall vertreten

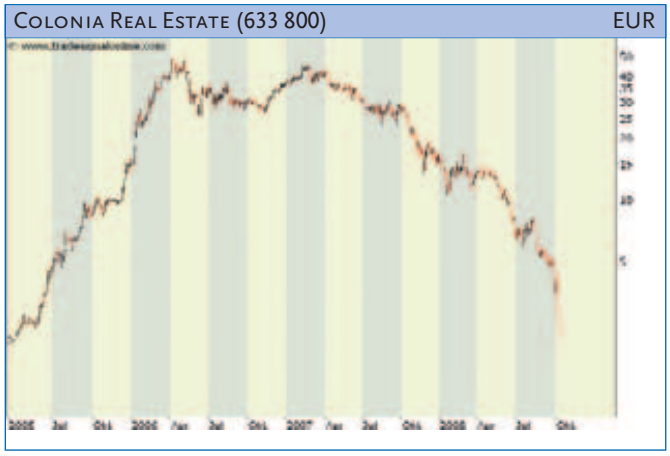
Im Pelikan-Viertel in Hannover hat sich CRE genauso positioniert wie in Leipzig mit dem „Uni-Riesen“. Fotos: CRE

Unternehmensprofil

Die Colonia Real Estate hat sich in den letzten Jahren auf zwei Unternehmenssegmente fokussiert. Dies ist einerseits der Aufbau eines Immobilienportfolios für Wohn- und Gewerbeimmobilien als Co-Investments im Segment Investments und andererseits das Segment Service mit den Asset- und Fund Management-Aktivitäten. Aktuell verfügt das Unternehmen über ca. 20.000 Wohneinheiten.

Unternehmensstrategie

Das Unternehmen versteht sich als Bestandshalter mit aktivem Portfolio Management und als Asset Management-Dienstleister. Die Gesellschaft verfügt über ein Netzwerk in sieben deutschen Metropolen: Hamburg, Berlin, Düsseldorf, Köln, Frankfurt, Stuttgart und München. Der Geschäftsbereich Investments ist in die zwei Segmente Wohnimmobilienportfolio und Co-Investments unterteilt. Das Wohnimmobilienportfolio hat heute einen Umfang von ca. 20.000 Wohnungen mit dem regionalen Schwerpunkt Berlin. Typischerweise haben die gekauften Wohnungen nur geringen bis gar keinen Sanierungsbedarf, aber dennoch hohen Leerstand, und erwirtschaften positive Cashflows. Eine Ausnahme bildet das Portfolio in Hamburg, in dem in Zusammenarbeit mit dem Land Schleswig-Holstein ein PPP-Projekt zur Revitalisierung im August dieses Jahres abgeschlossen wurde. Der Bestandsaufbau wird vom aktiven Portfoliomanagement sekundiert. In diesem Zusammenhang werden die Bestände evaluiert, ein Businessplan zur Optimierung der Portfolios und Minimierung des Leerstandes erstellt und abschließend nach 5-7 Jahren als Block Trade veräußert. Im Segment Co-Investments sind die Minderheitsinvestments in Gewerbeimmobilien der Gesellschaft gebündelt. Hier arbeitet man mit Tochterunternehmen von Merrill Lynch, JPMorgan, UBS und Oaktree (noch bis Jahresende) zusammen. Diese Investitionen werden getätigt, um das Asset Management dieser Objekte übernehmen zu können. Der zweite Geschäftsbereich Services ist in Asset Management sowie Fund Management unterteilt. Im Asset Management werden 3.100 Mio. EUR Assets under Management verwaltet. Diese werden für den Eigenbedarf sowie für Dritte gemanagt. Das Dienstleistungsangebot reicht von Market Screening, Dienstleistungen bei Transaktionen, Optimierung der jeweiligen Immobilienportfolien, Development bis hin zu projektbezogenen Dienstleistungen. Im Bereich Fund werden Fonds aufgelegt und vertrieben. Im zweiten Halbjahr soll hier ein Fonds für Pflegeheime mit einem Volumen in Höhe von 75 Mio. EUR vertrieben werden. Das neue Geschäftsfeld Veräußerungen von Immobilien für Dritte ist in der Tochtergesellschaft CRE Accentro GmbH gebündelt.



Colonia Real Estate AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.cre.ag	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0006338007	**Umsatz**	**20,5**	**66,0**	**78,6**	**75,2**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	633 800	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	222,7%	19,1%	-4,4%	KGV 2008e	3,7
Bloombergkürzel	KBU	**EBIT**	**51,7**	**82,6**	**50,4**	**61,7**	KGV 2009e	4,4
Kurs (08.10.2008, 15:25 ETR) in EUR	2,89	- Veränderung ggü. Vorjahr	300,8%	59,7%	-38,9%	22,3%		
Aktienanzahl in Mio.	22,5	- EBIT-Marge	---	---	---	---	Dividendenrendite 2008e	17,3%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	64,9	**EBT**	**42,4**	**52,7**	**20,8**	**24,3**	Dividendenrendite 2009e	17,3%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	24,3%	-60,6%	17,2%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	27,55	- EBT-Marge	---	---	---	---	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	14,03
52-Wochen-Tief (in EUR)	2,63	**Jahresüberschuss**	**31,1**	**66,0**	**17,4**	**14,8**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	13,40
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	183.281	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	112,2%	-73,6%	-15,0%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-83,2%	- Nettomarge	---	---	---	---	Anzahl der Objekte (2008)	20.000
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-89,2%	**Ergebnis je Aktie***	**1,38**	**2,94**	**0,77**	**0,66**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	n.a.
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	112,2%	-73,6%	-15,0%	Leerstandsquote (2008)	n.a.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,25**	**0,50**	**0,50**	Mitarbeiter (in 2008)	n.a.
Nächster Termin	14.11.2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	100,0%	0,0%		
Aktionärsstruktur	Swiss Real Estate ca. 28%; Free Float ca. 72%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

Innenansicht des Disch-Hauses in Köln und Illustration des „Herkules Castor“ in Frankfurt. Fotos: CRE

Operative Entwicklung

Im ersten Halbjahr wuchsen die Mieteinnahmen auf 28,9 Mio. EUR (Vj.: 23,7 Mio. EUR). Das Nettoergebnis aus der Vermietung stieg um 18,7% auf 18,4 Mio. EUR (Vj.: 15,5 Mio. EUR). Weniger erfreulich entwickelten sich die Umsätze aus dem Asset- und Fund Management. Diese betrugen 3,7 Mio. EUR (Vj.: 9,4 Mio. EUR). Somit wurde unterm Strich ein Nettoergebnis in diesem Bereich von 0,6 Mio. EUR (Vj.: 5,8 Mio. EUR) erwirtschaftet. Das Unternehmen führt diese Entwicklung auf die geringe Transaktionstätigkeit in einem von der Finanzmarktkrise geprägten Marktumfeld zurück. Die allgemeinen Verwaltungskosten stiegen im Zuge der Geschäftsausweitung auf 9,9 Mio. EUR (Vj.: 15,6 Mio. EUR). Insgesamt konnte ein EBIT von 5,6 Mio. EUR (Vj.: 11,5 Mio. EUR) erwirtschaftet werden. Das Finanzergebnis belief sich auf -7,1 Mio. EUR (Vj.: -11,5 Mio. EUR). Dies war aber stark geprägt durch die Bewertungen von Zinssicherungsinstrumenten. Die bereinigte Durchschnittsmiete stieg auf 4,62 EUR/m². Der bereinigte Leerstand sank auf 14,99% (Vorher: 15,11%). Ein Großteil der 2008 fällig werdenden Finanzschulden konnte frühzeitig refinanziert werden. Der durchschnittliche Fremdfinanzierungszins liegt bei 4,8%. Die durchschnittliche Laufzeit der Kredite liegt bei 6,7 Jahren.

Ausblick

Im Wohnimmobilienportfolio sollten die umfangreichen Sanierungs- und Modernisierungsmaßnahmen in einzelnen Portfolien abgeschlossen werden. Dies sollte zu einer Reduzierung des Leerstandes auf 12,8% führen. Zudem sollen die Quadratmetermieten auf über 4,70 EUR bis Jahresende ansteigen. Zurzeit prüft die CRE gemeinsam mit ihren Co-Investment-Partnern Immobilien im Gesamtvolumen von rund 1 Mrd. EUR. Zum Jahresende wird im Asset Management das Mandat für Oaktree wegfallen, was die momentanen Assets under Management ceteris paribus fast halbieren wird. Im Bereich der Fonds rechnet die Gesellschaft mit einer Belebung des Investmentmarktes und geht von einem deutlichen Anstieg bei Umsatz und Gewinn in diesem Segment aus. Unter anderem soll ein weiterer Fonds im zweiten Halbjahr vermarktet werden. Bei der CRE Accentro liegen aktuell Privatisierungsaufträge von Dritten über ein Volumen von über 250 Mio. EUR vor. Dies sollte zu weiteren Umsätzen führen. Dennoch hat die Gesellschaft anhand der hohen Unsicherheit im aktuellen Marktumfeld die Jahresprognose gesenkt. Die bereinigte Prognose für das Konzernergebnis 2008 wird auf 20 bis 25 Mio. EUR geschätzt. Unseres Erachtens ist diese Guidance sehr ambitioniert.

Fazit

Die Colonia Real Estate ist in vielen Geschäftsbereichen aktiv. Unseres Erachtens sind die Baustellen, die der Konzern aktuell hat, sehr groß und bedürfen des entschlossenen Einsatzes des Managements. Anhand der aktuellen Datenlage drängt sich unseres Erachtens aktuell in diesem Wert kein Investment auf, auch wenn der Aktienkurs seit einem Jahr deutlich an Wert verloren hat. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Bauabschnitte in Mühlendorf: Inmitten der Erstellung (kleines Bild) und zur Fertigstellung; Fotos: DESIGN Bau

DESIGN Bau AG

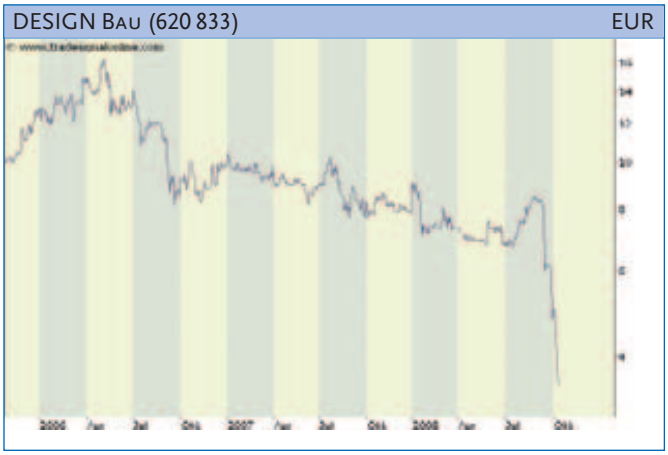
Innovatives Nischenprodukt

Unternehmensprofil

Die 1988 gegründete DESIGN Bau AG aus Kiel ist als Projektentwickler tätig und seit Oktober 2005 im Entry Standard notiert. Das Unternehmen kauft, entwickelt und erschließt ganze Baugebiete in den Speckgürteln norddeutscher Großstädte wie Berlin, Hamburg, Lübeck und Potsdam und bietet Einfamilien-, Doppel- und Reihenhäuser in Massivbauweise an. Käufer sind seit 2007 hauptsächlich institutionelle Investoren, aber auch weiterhin Selbstnutzer.

Strategie

Jedes Baugebiet wird in Einzelgrundstücke unterteilt. Diese werden entweder mit einem individualisierten Haus aus dem Katalog des Unternehmens an Selbstnutzer verkauft oder aber im Block samt ganzheitlichem Bebauungskonzept an institutionelle Investoren veräußert. Der Vertrieb erfolgt unabhängig von der Käufergruppe exklusiv über die Alt & Kelber Immobiliengruppe, die einen Anteil von ca. 5% am Unternehmen besitzt.



Um das Risiko und das Working Capital für das Unternehmen möglichst gering zu halten, wird mit den Hochbaumaßnahmen erst begonnen, wenn Notarvertrag und Finanzierungsbestätigung vorliegen.

Im Geschäft mit institutionellen Käufern, das inzwischen für den Großteil der Verkaufszahlen steht, kann die DESIGN Bau vom Grundstück, der Erschließung über die Projektierung bis hin zur Bebauung alles aus einer Hand anbieten. Das Unternehmen arbeitet hierbei mit der Alt & Kelber Immobiliengruppe als Kooperationspartner zusammen, die für den institutionellen Kunden die Vermietung, Verwaltung und Privatisierung übernimmt. Dabei werden die Häuser schlüsselfertig erstellt und in einer Summe bei Abnahme des Hauses durch den Investor bezahlt.

Gegenüber Selbstnutzern fungiert die DESIGN Bau dabei nicht nur als Bauunternehmung, sondern begleitet den Bauherrn als Full-Service-Anbieter, vom Grundstücksankauf über die Vermittlung einer möglichen externen Finanzierungslösung bis zur Schlüsselübergabe. Bis zur Fertigstellung des Ausbauhauses (Rohbau, Fenster, Türen, Zimmerer, Dach, Putz) gehen die Umsätze und Leistungen in die GuV des Unternehmens ein. Für den weiteren Ausbau bietet DESIGN Bau den Kunden aus ihrem Netzwerk langjährig bewährte Handwerksfirmen an, die ihre Leistungen zu günstigen Festpreisen anbieten. Auf diese Weise umgeht das Unternehmen die aus der MaBV resultierende Problematik bezüglich des Erhalts der Schlussrate in Höhe von 3,5%. Zudem muss das Unternehmen für die bautechnisch kritischeren Ausbaugewerke keine Gewährleistung übernehmen. Die Gesellschaft verfügt aktuell über ca. 426.000 m² Fläche, die in ca. 1.400 Einzelgrundstücke unterteilt ist, wobei der Großteil dieser Grundstücke für den Verkauf an institutionelle Investoren vorgesehen ist.

DESIGN Bau AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.designbau-ag.de	nach IFRS	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0006208333	**Umsatz**	**43,4**	**31,2**	**60,3**	**80,4**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	620 833	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-28,1%	93,3%	33,3%	KGV 2008e	6,7
Bloombergkürzel	D2B	**EBIT**	**0,7**	**0,5**	**5,3**	**8,0**	KGV 2009e	4,5
Kurs (08.10.2008, 14:30 ETR) in EUR	3,80	- Veränderung ggü. Vorjahr	-39,0%	-28,6%	968,5%	49,8%		
Aktienanzahl in Mio.	5,3	- EBIT-Marge	1,6%	1,6%	8,9%	10,0%	Dividendenrendite 2008e	9,2%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	20,1	**EBT**	**-0,4**	**10,8**	**4,3**	**6,5**	Dividendenrendite 2009e	13,2%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-59,8%	49,8%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	8,28	- EBT-Marge	-0,9%	34,6%	7,2%	8,1%	Buchwert je Aktie (Feb 2008; in EUR)	6,22
52-Wochen-Tief (in EUR)	3,25	**Jahresüberschuss**	**-0,1**	**8,8**	**3,0**	**4,5**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	n.a.
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	4.500	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-65,9%	49,8%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-45,2%	- Nettomarge	-0,2%	28,2%	5,0%	5,6%	Anzahl der Objekte (2008)	n.a.
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-45,2%	**Ergebnis je Aktie***	**-0,02**	**1,67**	**0,57**	**0,85**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	n.a.
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-65,9%	49,8%	Leerstandsquote (2008)	n.a.
Geschäftsjahr	28.02/29.02	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**1,00**	**0,35**	**0,50**	Mitarbeiter (2008)	30
Nächster Termin	1.12.2008; 1.Hj.	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-65,0%	42,9%		
Aktionärsstruktur	Familie Mattner ca. 51%; Alt & Kelber ca. 4,6%; Familie Krekel ca. 2,8%; TFG Capial ca. 4,7%; Free Float ca. 36,9%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

Das Unternehmen hat in den letzten Monaten seine Strategie weiterentwickelt. Zusammen mit der conwert Immobilien Invest SE gründete die DESIGN Bau ein Joint Venture, die CD Deutsche Eigenheim AG, an dem man aktuell 75% der Anteile hält. Diese Tochtergesellschaft wird bereits entwickelte Projekte in den Bestand übernehmen und mit dem Konzept „Mieten oder Kaufen" vermarkten. Im Zuge notwendiger Kapitalerhöhungen zur Finanzierung weiterer Projektankäufe können sich institutionelle Investoren an der CD Deutsche Eigenheim AG beteiligen. Damit kann die DESIGN Bau AG mit ihren Produkten sowohl direkt als auch indirekt in die Assetklasse Wohnimmobilien investierende Institutionelle Anleger ansprechen. Unseres Erachtens könnte dies der erste Schritt dazu sein, ein umfangreiches Bestandsportfolio aufzubauen, das, ab einer bestimmten Größe auch als REIT ausgestaltet, veräußert werden könnte.

Operative Entwicklung

Die Umsätze zum Halbjahr werden erst im November vorliegen, so dass wir uns auf die Jahrszahlen 2007/08 beziehen werden. Ohne Sondereffekt aus einem Joint Venture stieg der Umsatz der Gesellschaft von 11,2 Mio. EUR auf 31,2 Mio. EUR. Insgesamt wurden 466 Einheiten (Vj.: 94 Einheiten) im abgelaufenen Geschäftsjahr veräußert. Dies ist mit dem einhergehenden Strategiewechsel zu begründen. 2007/08 fiel das EBIT hinter den Vorjahreswert zurück. Hintergrund dieser Entwicklung ist die Erweiterung des Geschäftsmodells und die resultierenden Einzeleffekte im Vertrieb. Dass beim Konzernergebnis dennoch ein Rekordwert verzeichnet werden konnte, ist auf das Projekt „Wohnen und Arbeiten am Stadtpark" zurückzuführen. Dieses wurde verkauft, und die daraus erlösten Gewinne in Höhe von 10,2 Mio. EUR flossen auf Ebene des Finanzergebnisses in die Gewinn- und Verlustrechnung ein. Durch dieses Objekt wurde auch die Sonderdividende von 1,00 EUR je Anteilsschein möglich, die nach der letzten Hauptversammlung ausgeschüttet wurde.

Für das letzte Halbjahr liegen bereits die Verkaufszahlen vor. Insgesamt wurden 364 Einheiten (bestehend aus Grundstücken und Häusern) veräußert, von denen 310 Stück an institutionelle Anleger gingen. Es handelt sich hierbei um das Projekt „Bornstedter Feld" in Potsdam, welches für 33,4 Mio. EUR an zwei Projektgesellschaften der CD Deutsche Eigenheim AG veräußert wurde. Die übrigen 54 Einheiten wurden im Einzelgeschäft verkauft.

Ausblick

Das Unternehmen rechnet in diesem Geschäftsjahr mit einem Verkaufsvolumen in Höhe von 110 Mio. EUR. Neben den bereits verkauften Volumen sollen noch die Bauabschnitte 3 und 4 in Teltow mit insgesamt 241 Wohneinheiten veräußert werden. Auch der erste Bauabschnitt in Berlin-Ahrensfelde mit 218 projektierten Wohneinheiten ist in diesen Planungen einbezogen. Bei der Bauleistung geht man von einem Volumen in Höhe von 60 Mio. EUR aus. Unseres Erachtens sollten diese Zielwerte erreicht werden. Bis Ende des laufenden Geschäftsjahrs (Februar 2009) ist die Verwässerung des Anteils an der CD Deutsche Eigenheim AG auf unter 50% vorgesehen.

Fazit

Insgesamt sehen wir den Turnaround nach dem Einbruch des operativen Geschäftes aufgrund des Wegfalls der Eigenheimzulage als gelungen an. Auch die Modifikation des Geschäftsmodells, in dessen Zuge eine Bestandshaltungstochter gegründet wurde, ist unseres Erachtens eine gute Ergänzung zum bereits bestehenden Geschäft. Insgesamt sehen wir ein Investment in diesen Wert als gute Beimischung. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Friesenhaus (kleines Bild) und DESIGN Bau-Musterhaus Stahnsdorf; Fotos: DESIGN Bau

Deutsche EuroShop AG

Eine reine Investition in Shoppingcenter

Auch Wuppertal hat mit den CityArkaden seinen Konsumtempel, in Hamburg übernimmt diese Rolle unter anderem das Phönix-Center.
Fotos: Deutsche Euroshop

Unternehmensprofil

Die Deutsche EuroShop AG investiert in Shoppingcenter in erstklassiger Lage. Zurzeit verfügt die Gesellschaft über 16 sich in Betrieb befindliche Center. Das Portfolio von 1,8 Mrd. EUR hat eine Mietfläche von mehr als 643.000 m². Zwölf der Shoppingcenter befinden sich in Deutschland, weitere vier im europäischen Ausland (Österreich, Polen sowie Ungarn). Perspektiven bietet das Unternehmen durch die Flächenerweiterung verschiedener Shoppingcenter des eigenen Portfolios, wie bei dem Center in Dresden.

Strategie

Die Deutsche EuroShop beteiligt sich an Shoppingcentern mit einer vermietbaren Fläche von mindestens 20.000 m² und strebt dabei jeweils einen Anteil von mindestens 50% an. Das Augenmerk des Managements liegt primär auf der Qualität der Shoppingcenter, um langfristige Wertsteigerungen zu erzielen. Der Unternehmen ist klar positioniert und investiert ausschließlich in solche Objekte.

Jedes Shoppingcenter hat sogenannte „Magnetmieter". Diese wirken auf die Kunden besonders attraktiv, erhöhen die Akzeptanz des Centers und steigern dessen Wert. Neben diesen Mietern haben die Center noch mindestens weitere 80 Mieter. Diese Vielfalt an Mietern verringert die Abhängigkeit der Gesellschaft gegenüber dem einzelnen. Die Top 10 sorgen bei der Deutsche EuroShop für 25,4% der Umsätze. Die Deutsche EuroShop agiert als reiner Finanzinvestor. Das Centermanagement aller Shoppingcenter der Deutsche EuroShop ist an die ECE, einen europaweit tätigen Dienstleister in diesem Bereich und Teil der Otto Gruppe (Otto-Versand), ausgelagert. Die ECE kümmert sich um das komplette Management des Shoppingcenters. Die Dienstleistungen reichen dabei von der Vermietung und dem Betreiben der Objekte bis hin zur Organisation von kundenbindenden Veranstaltungen, wie Ausstellungen oder Weihnachtsaktionen. Die ECE sorgt für einen attraktiven und ausgewogenen Mieter- und Branchenmix, der einerseits möglichst viele Kunden anspricht und andererseits eine langfristige Anziehungskraft des Shoppingcenters garantiert und somit die Cashflows auch langfristig sicherstellt. Beim Zukauf neuer Objekte sollte eine Nettoanfangsrendite von derzeit mindestens 5,5% erzielt werden.

Operative Entwicklung

Die Halbjahreszahlen sind über unseren Erwartungen ausgefallen. Der Umsatz (55,2 Mio. EUR; Vj.: 45,6 Mio. EUR) stieg vor allem durch die neu eröffneten Center in Hameln und Danzig (4,9 Mio. EUR). Aber auch die übrigen Shoppingcenter konnten ihre Mieteinnahmen um 2,0% steigern. Die Kosten (Grundstücksbetriebs- und -verwaltungskosten) wuchsen unterproportional und fielen geringer aus, als von uns erwartet, so dass sich die höheren Umsätze auch in einem höheren EBIT widerspiegelten. Das Finanzergebnis (-24,1 Mio. EUR; Vj.: 19,7 Mio. EUR) fiel im Rahmen unserer Erwartungen aus. Vor allem höhere Zinsaufwendungen und An-

Deutsche EuroShop AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

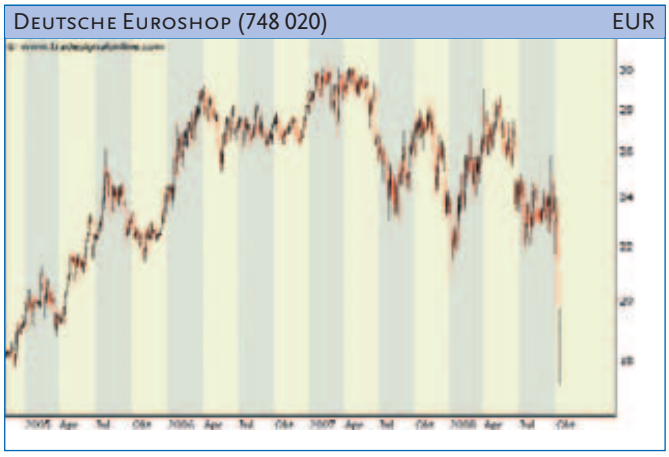
Internetadresse	www.deutsche-euroshop.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0007480204	**Umsatz**	**92,9**	**95,8**	**113,0**	**120,8**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	748 020	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	3,1%	17,9%	6,9%	KGV 2008e	10,1
Bloombergkürzel	DEQ	**EBIT**	**86,3**	**77,2**	**92,7**	**100,2**	KGV 2009e	9,4
Kurs (08.10.2008, 15:27 ETR) in EUR	21,74	- Veränderung ggü. Vorjahr	50,1%	-10,5%	20,1%	8,1%		
Aktienanzahl in Mio.	34,4	- EBIT-Marge	92,9%	80,6%	82,0%	83,0%	Dividendenrendite 2008e	5,1%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	747,4	**EBT**	**117,7**	**77,8**	**87,7**	**94,2**	Dividendenrendite 2009e	5,5%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-33,9%	12,7%	7,4%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	29,75	- EBT-Marge	126,7%	81,2%	77,6%	78,0%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	24,60
52-Wochen-Tief (in EUR)	19,61	**Jahresüberschuss**	**100,3**	**94,2**	**73,8**	**79,3**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	26,91
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	122.221	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-6,1%	-21,7%	7,4%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-10,5%	- Nettomarge	108,0%	98,3%	65,3%	65,7%	Anzahl der Objekte (2008)	16
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-21,8%	**Ergebnis je Aktie***	**2,92**	**2,74**	**2,15**	**2,31**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	643.000
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-6,1%	-21,7%	7,4%	Leerstandsquote (2008)	<1%
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**1,05**	**1,05**	**1,10**	**1,20**	Mitarbeiter (2008)	4
Nächster Termin	14.11.2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	9,4%	0,0%	4,8%	9,1%		
Aktionärsstruktur	Familie Otto 19,5%; Free Float 80,5%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

teile Dritter wirkten sich negativ aus. Andererseits konnte die Gesellschaft im ersten Halbjahr positive Währungseffekte verbuchen. Für die Finanzverbindlichkeiten zahlt das Unternehmen 5,36%. Im Durchschnitt sind die Zinsen 7,7 Jahre festgeschrieben. Damit sollte unseres Erachtens das Zinsrisiko, zumindest bei der Finanzierung des Bestandsportfolios, gering sein. Die Gesellschaft konzentriert sich auf das langfristige Wachstum und damit verbunden auf solide Wertsteigerungen, um den Aktionären eine attraktive Dividende zu sichern. In der Vergangenheit war die Dividendenpolitik sehr aktionärsfreundlich. Unseres Erachtens sollte sich dies auf absehbare Zeit fortsetzen können. Zurzeit ist die Dividende steuerfrei, was einen zusätzlichen Anreiz bietet.

Ausblick

Für das Gesamtjahr erwarten wir einen Umsatz von ca. 113,0 Mio. EUR (Vj.: 95,8 Mio. EUR). Treiber hinter dieser Entwicklung sind vor allem die im letzten und diesem Jahr eröffneten Shoppingcenter. Auch für das nächste Jahr rechnen wir mit weiter steigenden Umsätzen (120,8 Mio. EUR). Durch diese höheren Einnahmen sowie Skaleneffekte auf der Ausgabenseite wird unseres Erachtens das EBIT überproportional auf 92,7 Mio. EUR bzw. 100,2 Mio. EUR steigen. Über das Jahr 2009 hinaus sollte vor allem die Erweiterung des Shoppingcenters in Dresden für Wachstumsphantasie sorgen. Die Eröffnung ist für den Herbst 2010 geplant. Das Projekt hat ein gesamtes Investitionsvolumen von 150 Mio. EUR, wobei der Anteil der Deutsche EuroShop bei 50% liegt. Die Nettomietrendite beträgt 5,5%.



Innenansicht des CityCenters in Wolfsburg.
Foto: Deutsche Euroshop

Zudem ist das Management zuversichtlich, in den nächsten Monaten weitere neue Objekte hinzukaufen zu können. Da man nur in Objekte mit der angestrebten Nettoanfangsrendite investiert, stellte sich ein Investment in den letzten Quartalen als schwierig dar. Aktuell verfügt das Unternehmen über einen Investitionsspielraum von ungefähr 200 Mio. EUR.

Fazit

Das operative Wachstum der Gesellschaft ist bis 2009 durch die neuen Center in Danzig, Hameln und Passau gesichert. Ein weiterer Ausbau des Portfolios durch die Erweiterung des Shoppingcenters in Dresden wird ab Herbst 2010 für weiteres Wachstum sorgen. Die steuerfreie Dividende für 2008 von min. 1,05 EUR/Aktie ist ein zusätzlicher Aspekt, der für ein Investment in diesen Wert spricht. Unserer Meinung nach ist die Aktie aktuell günstig bewertet; wir sehen in diesem Wert eine Kauf-Position. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Wohnungsbeispiel der Dt. Wohnen in der Berliner Laubacher Straße (oben), die Hufeneisensiedlung in Berlin-Britz; Fotos: Dt. Wohnen

Deutsche Wohnen AG

Bestandshalter mit Fokussierung auf Berlin und Frankfurt

Unternehmensprofil

Die im SDAX gelistete Deutsche Wohnen entstand in ihrer heutigen Gestalt im Juli 2007 durch die Fusion der Deutsche Wohnen, deren Immobilienportfolio seinen Schwerpunkt vor allem in Frankfurt hatte, und der Gehag, deren Wohnimmobilienschwerpunkt Berlin bildete. Aktuell ist das Unternehmen der zweitgrößte börsengelistete Wohnimmobilienbestandhalter mit einem Gesamtportfolio von über 51.000 Wohneinheiten. Die Gesellschaft fokussiert sich vermehrt auf Ballungszentren, derzeit um Berlin und Frankfurt.

Strategie

Im Zuge der Übernahme der Gehag wurde das Geschäftsmodell der Deutsche Wohnen angepasst. Während seit 1999 die Privatisierung des Wohnungsbestandes im Fokus stand, rückt nun das Bestandsmanagement in den Mittelpunkt. Das Unternehmen betreibt dabei ein aktives Portfolio-Management. Dies bedeutet einerseits das Heben von Wertpotenzialen durch Mietenmanagement (u.a. Mietoptimierung, Modernisierung und Sanierung) und andererseits die Veräußerung von Wohnimmobilien, deren Wertsteigerungspotenzial aktuell als gering eingestuft wird oder deren Lage nicht optimal ins Portfolio passt. Das Core-Portfolio besteht momentan aus knapp 34.000 Einheiten. Davon sind ca. 30.000 Wohneinheiten zur Generierung von stabilen Cashflows gedacht, und bei ca. 4.000 Wohneinheiten kann durch Modernisierung weiteres Wertpotenzial gehoben werden. Dazu kommen noch ca. 15.400 Einheiten, die durch Blockverkauf (ca. 9.900 Einheiten) oder Privatisierung (5.500 Einheiten) in den nächsten Jahren veräußert werden sollen. Zudem besitzt die Deutsche Wohnen einen Anteil an dem Fonds DB14 mit 2.600 Wohneinheiten. Die Immobilien für Blocktransaktionen sollen bis Ende 2011 veräußert werden. Eine erste Tranche von einem Viertel der Einheiten befindet sich aktuell bereits im Vertrieb. Die zur Privatisierung gehaltenen Immobilien sollen dagegen in den nächsten zehn Jahren veräußert werden. Neben der Optimierung des Bestandes wird auch verstärkt Augenmerk auf Einsparungen gelegt. Im Zuge dieses Hintergrundes kam es im Laufe 2008 zur Optimierung der Konzernstruktur sowie dem Abbau von Mitarbeitern. Zudem sollte die Implementierung einer neuen Softwarelösung für weitere Entlastungen sorgen. Insgesamt wird mit einem Einsparvolumen von bis zu 13 Mio. EUR im Jahr gerechnet. Bereits 2009 werden 10 Mio. EUR durch den bereits erfolgten Personalabbau eingespart werden. Der NOI beim Portfolio liegt unter den aktuellen Gegebenheiten bei 4,7%. Die durchschnittliche Verzinsung des Fremdkapitals beträgt im Portfolio aktuell 4,62% und die durchschnittliche Laufzeit dieser Verbindlichkeiten liegt bei sieben Jahren.

Operative Entwicklung

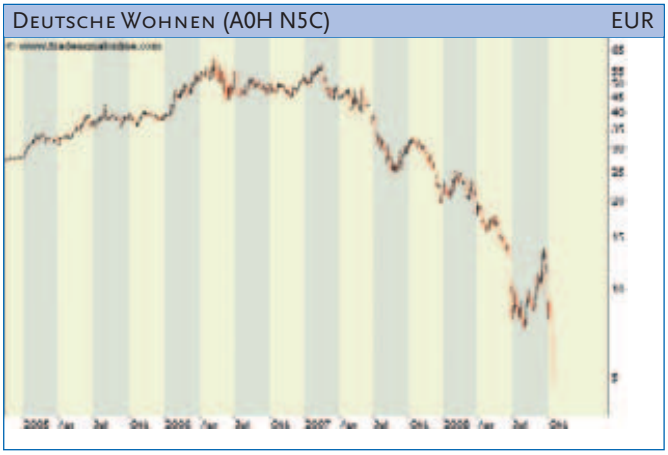
Das Jahr 2008 steht für die Deutsche Wohnen im Zeichen der Umstrukturierung. Im ersten Halbjahr 2008 stieg der Umsatz

Deutsche Wohnen AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.deutsche-wohnen.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE000A0HN5C6	**Umsatz**	**62,1**	**204,4**	**301,2**	**268,8**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0H N5C	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	229,1%	47,4%	-10,8%	KGV 2008e	18,4
Bloombergkürzel	DWNI	**EBIT**	**35,9**	**141,6**	**103,1**	**114,4**	KGV 2009e	8,2
Kurs (08.10.2008, 15:28 ETR) in EUR	6,65	- Veränderung ggü. Vorjahr	-8,9%	294,4%	-27,2%	10,9%		
Aktienanzahl in Mio.	26,4	- EBIT-Marge	57,8%	69,3%	34,2%	42,5%	Dividendenrendite 2008e	3,0%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	175,6	**EBT**	**20,3**	**65,7**	**13,7**	**26,8**	Dividendenrendite 2009e	7,5%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	223,8%	-79,2%	96,2%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	32,89	- EBT-Marge	32,7%	32,2%	4,5%	10,0%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	35,48
52-Wochen-Tief (in EUR)	6,40	**Jahresüberschuss**	**10,9**	**29,8**	**9,6**	**21,4**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	37,35
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	120.865	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	172,8%	-67,9%	124,2%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-69,2%	- Nettomarge	17,6%	14,6%	3,2%	8,0%	Anzahl der Objekte (2008)	51836
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-79,9%	**Ergebnis je Aktie***	**0,41**	**1,13**	**0,36**	**0,81**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	3.195.000
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	172,8%	-67,9%	124,2%	Leerstandsquote (2008)	6,4%
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**1,75**	**0,00**	**0,20**	**0,50**	Mitarbeiter (2008)	350
Nächster Termin	27.11.2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	0,0%	-100,0%	---	150,0%		
Aktionärsstruktur	Oaktree 24,2%; Andere 30,4%; Free Float 45,4%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl



auf 149,4 Mio. EUR (Vj.: 60,5 Mio. EUR). Die Mieten konnten im ersten Halbjahr weiter gesteigert werden. Und auch die Verkaufserlöse stärkten die operative Basis der Gesellschaft. Das EBIT betrug 47,9 Mio. EUR (Vj.: 47,8 Mio. EUR), was nicht zuletzt den hohen Restrukturierungsaufwendungen geschuldet war. Dies sollte sich unseres Erachtens in den kommenden Jahren auszahlen.

Ausblick

Aktuell gehen wir nicht davon aus, dass der Immobilienbestand in diesem Jahr ausgebaut wird. Die Deutsche Wohnen wird unseres Erachtens aktuell vor allem auf der Verkäuferseite tätig sein. Bis Ende des Jahres bzw. Anfang des kommenden Jahres ist ein Verkauf des ersten Blockportfolios in Höhe von 2.500 Wohneinheiten möglich. Zudem kommt eine mögliche Veräußerung der Senioren- und Pflegeeinrichtung Katharinenhof GmbH in Betracht. Neben den Blockverkäufen sollen auch Einzelprivatisierungen weiterhin durchgeführt werden. Mit der Zielmarke von 500 Einheiten wird aktuell kalkuliert. Im ersten Halbjahr wurden bereits 85% dieser Zielmarke veräußert. Zudem sollte das Core-Portfolio weiter optimiert werden, was durch Leerstandsreduktion sowie Mietanhebungen realisiert werden kann. Der Leerstand könnte in diesem Teil des Portfolios bis Jahresende auf ca. 4% gesenkt werden.

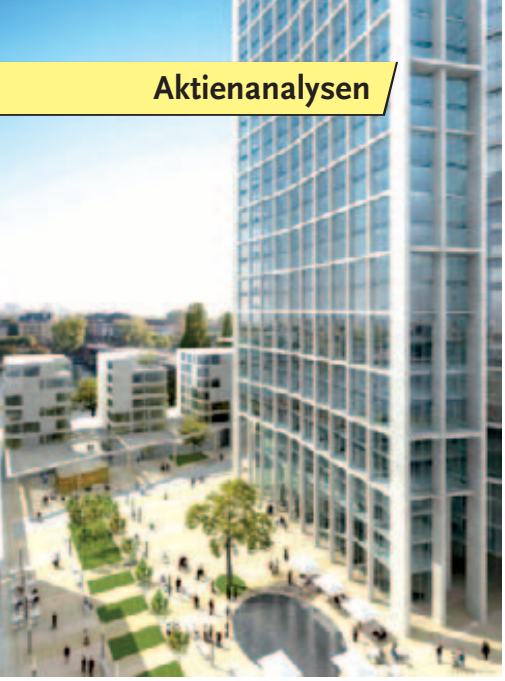
Mittelfristig wird nach Gesellschaftsangaben der Bestand aber wieder ausgebaut. Mit den aktuellen Kapazitäten lässt sich personell sowie logistisch ein Portfolio bis zu einem Umfang von 60.000 bis 70.000 Einheiten managen. Das Kernportfolio könnte in den nächsten Jahren auf 50.000 Wohneinheiten ansteigen. Dieses Ziel könnte in vier bis fünf Jahren erreicht werden.

Firmensitz der Dt. Wohnen „auf der" Pfaffenwiese in Frankfurt/Main (klein), sowie ein Objekt in der Stroofstraße (ebenfalls Frankfurt/Main). Fotos: Dt. Wohnen

Fazit

Das Management hat seine Aufgaben, die Integration zweier Unternehmen, bisher gut bewältigt. In den nächsten Quartalen sollten hierfür die Erträge zu sehen sein. Weitere Hausaufgaben sind unseres Erachtens weiterhin die Optimierung des Bestandes, die Senkung der Nettofinanzverbindlichkeiten sowie die Implementierung weiterer Kostensenkungsmaßnahmen (z.B. neue Softwareapplikationen). Insgesamt sehen wir das Unternehmen auf einem guten Weg. Angesichts des hohen Abschlags zum Net Asset Value (NAV) stufen wir die Aktie trotz ihrer geringen Cashflows mit Kaufen ein. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe



In Frankfurt ist DIC Asset mit dem MainTor sowie dem Komplex in der Hasengasse präsent, in Offenbach mit dem Stadthaus; in Erfurt hält es DIC Asset über das Gebäude der Hauptpost mit der städtebaulichen Tradition deutscher Prägung; Fotos: DIC Asset

DIC Asset AG

Wachstum und hohe Ausschüttungen

Unternehmensprofil

Das Frankfurter Unternehmen ist auf den Erwerb, die Bestandshaltung und Veräußerung von Gewerbeimmobilien spezialisiert. Der regionale Anlagefokus liegt in Deutschland, wobei sich die Bestände größtenteils im west- und süddeutschen Raum befinden. Aktuell verwaltet das Unternehmen insgesamt ein Immobilienportfolio von rund 3,6 Mrd. EUR, z.T. über Co-Investments. Mit der DIC ONSITE verfügt der Konzern zudem über ein Asset und Property Management-Unternehmen, welches an sechs Standorten aktiv ist und die Objekte der DIC Asset verwaltet.

Strategie

Das Immobilienportfolio der DIC Asset AG gliedert sich in die drei Segmente Core, Value Added und Opportunistic Co-Investments. Im Core-Segment der Gesellschaft befinden sich 43% der Immobilien. Es handelt sich vorwiegend um Objekte mit lang laufenden Mietverträgen und niedrigen Leerstandsquoten (aktuell 2%). In den beiden anderen Teilportfolien wird in Immobilien mit einem höheren Wertsteigerungspotenzial investiert, was sich unter anderem in deren Leerstand (bis zu 18%) widerspiegelt. Die Value Added-Immobilien (Anteil von ca. 46% am Portfolio) haben kurz- bis mittelfristig realisierbares Wertsteigerungspotenzial durch Leerstandsabbau, Refurbishments und Optimierung der Mieterstruktur. Die opportunistischen Co-Investments stellen 11% des Portfolios dar. Die Gesellschaft beteiligt sich hier als passiver Co-Investor mit 20%. In allen drei Teilportfolien sind die Anfangsrenditen vergleichbar und liegen zwischen 6,3% bis 6,6%. Die aktuelle durchschnittliche Nettomietrendite beträgt 6,5%. Bei Neuzukäufen wird in Abhängigkeit vom Risiko eine Anfangsrendite zwischen 6,5% und 7,5% angesetzt. Nachdem das Portfolio in den letzten Jahren umfangreich ausgebaut wurde, flachte diese Entwicklung in diesem Jahr ab. Hintergrund ist der Mangel an adäquaten Immobilienangeboten. Die Bestandsimmobilien sind aktuell mit einem Loan-to-Value von ca. 70% finanziert, was in der aktuellen Marktlage angemessen erscheint. Die Büroimmobilien stellen mit einem Anteil von 64% den Großteil des Portfolios dar. Weitere nennenswerte Anteile haben Logistikimmobilien mit 15% sowie Einzelhandelsimmobilien mit ca. 13%. Beim Weiterverkauf der Objekte hat die Gesellschaft ihre Strategie an die aktuelle Marktlage angepasst. Während man vor einem Jahr auf Portfolioverkäufe setzte, werden aktuell die Objekte im Einzelverkauf veräußert.

Operative Entwicklung

Im ersten Halbjahr 2008 stellten sich die Mieteinnahmen mit einem Wachstum von 70% als Treiber heraus (67,7 Mio. EUR; Vj.: 39,8 Mio. EUR). Dies ist durch den größeren Immobilienbestand

DIC Asset AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.dic-asset.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0005098404	**Umsatz**	**38,4**	**93,6**	**140,7**	**154,1**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	509 840	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	143,7%	50,4%	9,5%	KGV 2008e	6,1
Bloombergkürzel	DAZ	**EBIT**	**28,5**	**80,0**	**95,8**	**122,1**	KGV 2009e	4,0
Kurs (08.10.2008, 15:29 ETR) in EUR	5,35	- Veränderung ggü. Vorjahr	93,9%	180,8%	19,7%	27,5%		
Aktienanzahl in Mio.	28,5	- EBIT-Marge	74,2%	85,5%	68,1%	79,3%	Dividendenrendite 2008e	23,1%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	152,5	**EBT**	**19,9**	**43,7**	**32,4**	**48,6**	Dividendenrendite 2009e	31,6%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	119,7%	-25,9%	50,0%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	25,00	- EBT-Marge	51,8%	46,7%	23,0%	31,5%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	18,86
52-Wochen-Tief (in EUR)	5,41	**Jahresüberschuss**	**15,0**	**36,0**	**24,9**	**37,9**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	23,04
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	89.077	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	140,9%	-30,8%	52,0%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-73,3%	- Nettomarge	38,9%	38,5%	17,7%	24,6%	Anzahl der Objekte (2008)	349
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-76,7%	**Ergebnis je Aktie***	**0,52**	**1,26**	**0,87**	**1,33**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	1.296.000
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	140,9%	-30,8%	52,0%	Leerstandsquote (2008)	12,0%
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,75**	**1,65**	**1,24**	**1,69**	Mitarbeiter (2008)	-
Nächster Termin	12.11.2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	33,9%	120,0%	-25,0%	36,6%		
Aktionärsstruktur	Deutsche Immobilien Chancen Group 39,4%; MSREF 10,4%; Free Float 50,2%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

(Core und Value Added) bedingt, der einen Wert von 2,1 Mrd. EUR per 31.3. (Vj.: 1,1 Mrd. EUR) hatte. Auch die Erträge aus den Immobilienverwaltungsgebühren konnten auf 0,5 Mio. EUR (Vj.: 0,2 Mio. EUR) ausgebaut werden. Wegen des aktuell schlechten Marktumfeldes fielen die Gewinne aus Veräußerungsgeschäften auf ein sehr niedriges Niveau (0,2 Mio. EUR; Vj.: 11,6 Mio. EUR); damit fiel diese wichtige Ertragssäule in diesem Zeitraum weg. In der zweiten Jahreshälfte konnten bisher mehrere Verkäufe erfolgreich durchgeführt werden. Der Verwaltungs- und Personalaufwand wuchs mit 48,6% gegenüber dem Vorjahr unterproportional zur Erhöhung der Mieteinnahmen. Insgesamt konnte die Gesellschaft durch die hohen Mieterlöse ein dynamisch wachsendes Betriebsergebnis vermelden. Durch höhere Aufwendungen für Finanzverbindlichkeiten, bedingt durch den Anstieg der Verbindlichkeiten (36,9 Mio. EUR; Vj.: 15,8 Mio. EUR), und weniger Verkaufserlöse im Vergleich zum Vorjahreszeitraum fiel der Konzernüberschuss gegenüber dem Vorjahr allerdings geringer aus. Finanzierungsseitig sehen wir aktuell kaum Risiken. Das Unternehmen ist langfristig finanziert (96% der Finanzverbindlichkeiten laufen mindestens noch drei Jahre). Für Fremdkapital muss die Gesellschaft durchschnittlich 5,25% aufbringen. Damit ist das Unternehmen unseres Erachtens solide finanziert. Bisher betrug die Ausschüttungssumme für Dividenden bis zu 90% des Ergebnisses vor Abschreibungen (EBDA). Ob dies so fortgesetzt wird, bleibt abzuwarten. Bislang hält das Management an der bisherigen Strategie fest.

Ausblick

In wie weit das Portfolio der Gesellschaft in den nächsten Monaten weiter wachsen wird, ist aus heutiger Sicht nicht zu beurteilen. Unseres Erachtens verfügt die Gesellschaft aber über genügend Reserven, um einen dreistelligen Millionenbetrag investieren zu können. Wie auch schon in den vergangenen Monaten wird es hier aber vor allem an Immobilienangeboten mangeln. Dennoch gehen wir von einer Erhöhung der Mieteinnahmen aus. Einerseits durch das gegenüber dem Vorjahreszeitraum größere Portfolio und andererseits durch die erfolgten Neuvermietungen. Der Verkauf von Immobilien sollte vor allem auf kleine und mittlere Transaktionen beschränkt bleiben. Das Unternehmen rechnet für das Gesamtjahr mit einem Jahresüberschuss von 25-27 Mio. EUR. Unseres Erachtens ist dies nur unter Zuhilfenahme von Transaktionen möglich. Das Management wird sich unseres Erachtens in den kommenden Monaten vor allem der Optimierung des Portfolios widmen. Auch die Konsolidierung und damit verbunden eine Effizienzsteigerung der stark gewachsenen Kapazitäten der Gesellschaft, vor allem im Asset Management-Bereich, steht in den nächsten Monaten im Fokus.

Fazit

Der Aktienkurs ist, wie bei vielen anderen deutschen Immobilienunternehmen auch, im letzten Jahr deutlich unter Druck geraden. Aktuell notiert die Aktie stark unter dem NAV. In Verbindung mit den hohen Cashflows und damit hohen zu erwartenden Dividendenzahlungen ist die Aktie attraktiv bewertet. Weiterhin verweisen wir auf den geringen Refinanzierungsbedarf, der auf absehbare Zeit besteht. Insgesamt stufen wir diesen Wert mit Kaufen ein.

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Die Opera Offices in Hamburg verbinden Nutzen mit leichter Architektur. Fotos: DIC Asset

DR Real Estate AG

Opportunitäten nutzen

Zum Portfolio der DR Real Estate gehören sowohl moderne Bauten als auch Altbau-Objekte. Fotos: DR Real Estate

Unternehmensprofil

Die DR Real Estate AG ist die umfirmierte Deutsche REIT AG. Das Unternehmen deckt in der Wertschöpfungskette die Bereiche Bestandshaltung, Portfoliohandel, Asset Management und REIT-Initiierung ab. Damit geht man gleichzeitig höhere Risiken ein, kann aber auch Opportunitäten nutzen. Zunehmend wird der Bestand jedoch auch vergrößert.

Strategie

Die Strategie des Unternehmens stützt sich auf den kleinvolumigen Ankauf von Gewerbe- und Wohnimmobilien. Diese werden in größeren Portfolien gebündelt. Grundsätzlich sollen die Objekte im eigenen Bestand verbleiben und somit durch Mieteinnahmen zu stabilen Cashflows führen. Der Bestandsaufbau wird durch die Möglichkeit des Immobilienhandels unterstützt. In dieser Handelsstrategie ist zwangsläufig ein gewisses Risiko inhärent. Im Wohnimmobilienportfolio der DR Real Estate befinden sich ca. 2.500 Wohneinheiten. Das Unternehmen legt hier seinen Schwerpunkt vor allem auf wachstumsstarke Regionen in Deutschland, deren Bevölkerungs- bzw. Wirtschaftswachstum in den nächsten Jahren überdurchschnittlich ausfallen soll. Die Wohnungsmieten stellen einen stabilen Cashflow für die Gesellschaft dar. Der Leerstand beträgt ca. 6,2%. Im REIT-Segment will sich das Unternehmen als REIT-Initiator positionieren. Hierzu hat die DR Real Estate mit der DR Commercial 1 AG bereits eine Tochter mit Vor-REIT-Status gegründet. Das Volumen an REIT-fähigen Immobilien der Gesellschaft beläuft sich auf ca. 80.000 m². Im Asset Management sind alle Leistungen der Gesellschaft gebündelt, die den Immobilienbestand optimieren sollen. Aktuell spielt dieses Segment in sichtbaren Zahlen ausgedrückt noch eine untergeordnete Rolle, soll aber mittelfristig starke Umsatz- und Gewinnbeiträge liefern. Die Dienstleistungen werden intern genutzt, aber auch Dritten angeboten. Ziel ist es, ein Bestandsportfolio aufzubauen. Dennoch werden Blockverkäufe im Rahmen des Portfolioaufbaus immer wieder realisiert, um Gewinne zu zeigen und die Innenfinanzierungskraft der Gesellschaft zu stärken. Damit nutzt das Management lukrative Gelegenheiten, um den Wert der Aktie zu erhöhen.

Operative Entwicklung

Die Umsatzerlöse im 1. Halbjahr 2008 waren gegenüber dem Vorjahreszeitraum rückläufig (24,8 Mio. EUR; Vj.: 33,0 Mio. EUR). Die Umsätze setzten sich im Wesentlichen aus einer Veräußerung eines Grundstücksportfolios in Höhe von 17,9 Mio. EUR und Umsätze aus der Hausbewirtschaftung von 5,8 Mio. EUR (Vj.: 4,4 Mio. EUR) zusammen. Korrespondierend hierzu

DR Real Estate AG				Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
Internetadresse	www.dr-realestate.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**		
ISIN	DE0005577001	**Umsatz**	**1,1**	**69,1**	**52,5**	**55,5**			
Wertpapierkennnummer (WKN)	557 700	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-24,0%	5,7%	KGV 2008e	19,6	
Bloombergkürzel	DOL	**EBIT**	**0,7**	**18,3**	**13,2**	**13,0**	KGV 2009e	19,9	
Kurs (08.10.2008, 15:26 ETR) in EUR	3,10	- Veränderung ggü. Vorjahr	110,2%	---	-27,9%	-1,5%			
Aktienanzahl in Mio.	35,4	- EBIT-Marge	63,6%	26,5%	25,1%	23,4%	Dividendenrendite 2008e	0,0%	
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	109,7	**EBT**	**0,6**	**14,7**	**8,3**	**8,1**	Dividendenrendite 2009e	0,0%	
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-43,9%	-1,8%			
52-Wochen-Hoch (in EUR)	34,50	- EBT-Marge	54,5%	21,3%	15,7%	14,6%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	3,75	
52-Wochen-Tief (in EUR)	3,30	**Jahresüberschuss**	**0,3**	**9,4**	**5,6**	**5,5**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	-	
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	15.116	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-40,3%	-1,8%			
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-63,0%	- Nettomarge	27,3%	13,6%	10,7%	9,9%	Anzahl der Objekte (2008)	-	
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-72,3%	**Ergebnis je Aktie***	**0,01**	**0,27**	**0,16**	**0,16**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	-	
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-40,3%	-1,8%	Leerstandsquote (2008)	-	
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	Mitarbeiter (2008)	27	
Nächster Termin	-	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---			
Aktionärsstruktur	DRB Beteiligung ca. 27,2%; SAJEP ca. 13,5%; Vivacon ca. 9%; eigene Aktien ca. 9%; Heinrich Becker Immobilien ca. 4,9%; Free Float ca: 36,3%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

sind die Aufwendungen für bezogene Lieferungen und Leistungen, die -14,1 Mio. EUR betrugen (12,3 Mio. EUR aus dem Veräußerungsgeschäft und 1,9 Mio. EUR aus der Wohnungsbewirtschaftung), zu sehen. Bedingt durch die Ausweitung der Geschäftstätigkeit stieg der Personalaufwand von 0,7 Mio. EUR auf 1,2 Mio. EUR. Zudem musste das Unternehmen durch einen höheren Fremdkapitalbedarf, bedingt durch ein ausgebautes Portfolio, ein schlechteres Finanzergebnis (-3,1 Mio. EUR; Vj.: -0,7 Mio. EUR) verbuchen. Das Konzernergebnis lag mit 2,9 Mio. EUR beim Dreifachen des Vorjahreswertes. Durch den Verkauf von Erbbaurechten konnte einerseits ein Gewinn realisiert werden, andererseits dienen die erzielten Erlöse in Höhe von 17,9 Mio. EUR dem kurzfristigen Abbau von Finanzverbindlichkeiten sowie der Erhöhung der Liquidität. Die veräußerten Grundstücke gehören zu einem Teilbestand des Wohnimmobilienportfolios der DR Real Estate AG. Die entsprechenden Wohneinheiten generieren positive Cashflows und verbleiben zunächst noch bei der DR Real Estate, eine Veräußerung ist jedoch geplant. Zum 1. Juli wurde eine Kapitalerhöhung um 10% durchgeführt. Die Vivacon AG zeichnete alle Anteile. Durch die Barkapitalerhöhung stieg die Zahl der Aktien der Gesellschaft auf 8.639.950. Es flossen der Gesellschaft Mittel in Höhe von ca. 4,2 Mio. EUR brutto zu.

Ausblick

Mit den Aussagen über den weiteren Jahresverlauf hält sich die Gesellschaft zurück. Der Vorstand geht davon aus, dass sämtliche Ergebniskennzahlen im 2. Halbjahr des laufenden Jahres weiter deutlich gesteigert werden können. Unter anderem soll der Leerstand auf 5,7% bis Jahresende reduziert werden. Im Halbjahresbericht wurde die kommunizierte Guidance für den Konzerngewinn bei 15,0 Mio. EUR noch bestätigt. Unseres Erachtens wird dieses Ziel unter den aktuellen Marktgegebenheiten nicht zu erreichen sein. Das Wohnimmobilienportfolio soll langfristig ein Zielvolumen von mindestens 500 Mio. EUR haben. Langfristig soll auch der Gewerbe-Vor-REIT ein Volumen von 500 Mio. EUR erhalten. Der Börsengang soll erst bei einem positiven Kapitalmarktumfeld stattfinden.

Fazit

Bisher hat es die Gesellschaft geschafft, die stabilen Cashflows durch einmalige Verkaufserlöse zu sekundieren. Durch die angespannte Situation an den Kapitalmärkten gehen wir in unserem Basisszenario nicht davon aus, dass sich dies skalieren lässt. Insgesamt sehen wir aktuell keinen Grund, in diesem Wert investiert zu sein. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Die abgebildeten Motive wurden dem aktuellen Geschäftsbericht entnommen.

ESTAVIS AG

Der Portfoliohändler diversifiziert das Geschäft

Unternehmensprofil

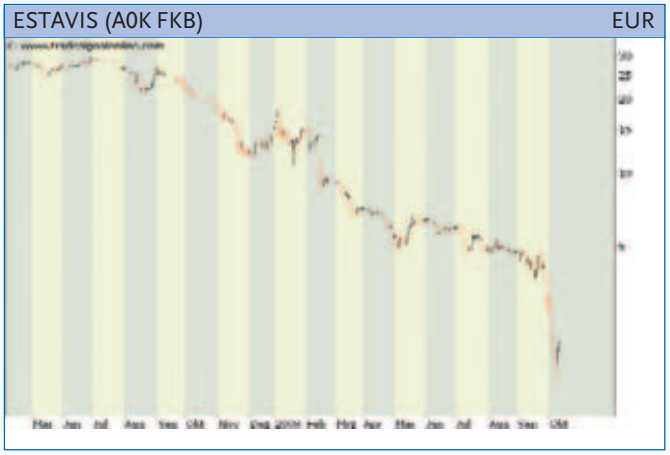
ESTAVIS ist ein Immobilienkonzern, der sich auf inländische Immobilien vor allem in Ballungszentren des ost- und norddeutschen Raums fokussiert. Dabei wird sowohl in Wohn- als auch in Gewerbeimmobilien investiert. Die traditionellen Geschäftsfelder Portfoliohandel und Development werden vor allem von den operativen Einheiten des ESTAVIS-Teilkonzerns betrieben. Auf den Immobilienverkauf an private Investoren und das Maklergeschäft konzentrieren sich – mit unterschiedlichen regionalen Schwerpunkten – der HAG-Konzern und die B&V-Gruppe. Die Immobilienbestandshaltung ist im HAG-Konzern angesiedelt, spielt jedoch eine untergeordnete Rolle. Im Geschäftsfeld Development wurde im 3. Quartal des Geschäftsjahres 2007/2008 ein Joint Venture mit einem etablierten Bauträger begründet, das der Entwicklung und Vermarktung verschiedener Einzelhandels- und Gewerbezentren im Raum Stuttgart, Pforzheim und Limburg sowie weiteren Städten dient.

Strategie

ESTAVIS agiert in den Geschäftsbereichen Portfoliohandel, Development, Immobilienverkauf an Privatinvestoren, Immobilienbestandshaltung und Property Management. Das traditionelle Kerngeschäft bildet der Portfoliohandel, bei dem das Unternehmen als Market Maker zwischen Immobilienanbietern und Nachfragern von Portfolios tätig wird. Dabei erwirbt das Unternehmen nach genau definierten Kriterien Einzelimmobilien, bündelt diese zu strukturierten Portfolios und verkauft sie anschließend an institutionelle Investoren aus dem In- und Ausland. Soweit erforderlich, werden die Objekte im Zuge des Weiterverkaufs saniert und modernisiert. Die Strukturierung der Portfolios erfolgt nach den Vorgaben und Investitionskriterien des jeweiligen Investors. Im Geschäftsbereich Development verfolgt ESTAVIS eine opportunistische Strategie und wird tätig, falls sich beim Immobilienerwerb die Gelegenheit ergibt, geeignete Objekte günstig zu erwerben oder für eine Projektentwicklung nutzbar machen zu können. Voraussetzung für eine Projektentwicklung ist, dass sich das Projekt in ein Portfolio einbringen lässt und vor Baubeginn in wesentlichen Teilen die Vermietung oder der Weiterverkauf gewährleistet ist. Der Verkauf von Immobilien an Privatinvestoren ist ein weiteres Geschäftsfeld. Im sog. Retailhandel werden einzelne Objekte an Kapitalanleger für die Altersvorsorge veräußert. Darüber hinaus betreibt ESTAVIS in geringem Maße Immobilienbestandhaltung und Property Management. Der Konzern verfügt in den Gesellschaften des HAG-Konzerns über geringe Immobilienbestände. Ziel der Bestandshaltung ist es angabegemäß, durch fortlaufende Mieteinnahmen und Wertzuwachs der Objekte überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Im Geschäftsbereich Property Management werden Dienstleistungen zur Immobilienverwaltung angeboten. Das Management strebt an, die Ertragsquellen der Gesellschaft zunehmend zu diversifizieren. Hierzu gehört insbesondere der deutliche Ausbau des Verkaufs von Eigentumswohnungen an private Investoren, um letztlich im Konzern in geringerem Maße von Marktschwankungen abhängig zu sein.

Operative Entwicklung

ESTAVIS hat zuletzt Zahlen für das Geschäftsjahr 2007/08 vorgelegt. Der Geschäftsverlauf wurde aufgrund der anhaltenden Finanzmarktkrise stark belastet. Der Umsatz fiel im Vergleich zum Vorjahr um beachtliche 26% von 198,4 Mio. EUR auf 147,5



ESTAVIS AG			Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
Internetadresse	www.estavis.de	nach IFRS	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE000A0KFKB3	**Umsatz**	**198,4**	**147,5**	**150,4**	**162,4**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0K FKB	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-25,7%	2,0%	8,0%	KGV 2008e	- - -
Bloombergkürzel	E7S	**EBIT**	**16,6**	**-6,8**	**0,8**	**5,5**	KGV 2009e	13,7
Kurs (08.10.2008, 14:37 ETR) in EUR	1,80	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	587,5%		
Aktienanzahl in Mio.	8,0	- EBIT-Marge	8,3%	-4,6%	0,5%	3,4%	Dividendenrendite 2008e	0,0%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	14,4	**EBT**	**14,6**	**-10,5**	**-3,2**	**1,5**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	- - -	- - -	- - -		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	21,90	- EBT-Marge	7,4%	-7,1%	-2,1%	0,9%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	11,09
52-Wochen-Tief (in EUR)	1,52	**Jahresüberschuss**	**8,8**	**-6,7**	**-3,2**	**1,1**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	-
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	10.509	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	- - -	- - -	- - -		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-88,5%	- Nettomarge	4,4%	-4,5%	-2,1%	0,6%	Anzahl der Objekte (2008)	-
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-92,5%	**Ergebnis je Aktie***	**1,10**	**-0,83**	**-0,40**	**0,13**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	-
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	- - -	- - -	- - -	Leerstandsquote (2008)	-
Geschäftsjahr	30.06.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	Mitarbeiter (2008)	88
Nächster Termin	14.11.2008; Q1	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---		
Aktionärsstruktur	Free Float 35%, Rainer Schorr 42%, Asset Value Investors 10%, Galloway Ltd. 7%, Harris Associates L.P. 6%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

Mio. EUR, wobei der wesentliche Umsatzrückgang vor allem durch einen deutlichen Einbruch im Portfoliohandel hervorgerufen wurde. Stabilisiert wurde die operative Entwicklung durch den Einzelwohnungsverkauf. Hier konnten 70,3 Mio. EUR (Vj.: 17,6 Mio. EUR) erlöst werden. Einen großen Beitrag hierzu leistete die Übernahme der B&V-Gruppe, die seit dem 1. November 2007 für acht Monate in den Konzernabschluss einbezogen wurde und auf die in der Berichtsperiode ein Umsatzanteil von 44,6 Mio. EUR entfiel. Unter dem Strich mussten nicht unerwartet rote Ergebniszahlen vermeldet werden. Das EBIT sank von 16,6 Mio. EUR auf -6,8 Mio. EUR. Größter Verlustträger war der Portfoliohandel, der ein EBIT von -4,1 Mio. EUR beisteuerte. Der Retailhandel erreichte ein ausgeglichenes EBIT von 0 Mio. EUR. Der Konzerngewinn ging von 8,8 Mio. EUR auf -6,7 Mio. EUR zurück. Im Hinblick auf die Entwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres wird der Vorstand vorschlagen, keine Dividende auszuzahlen.

Ausblick

Das Management hat im derzeitigen Marktumfeld von einer konkreten Guidance abgesehen. Der Vorstand erwartet für das Geschäftsjahr 2008/2009 ein Umsatzplus und eine Rückkehr in die Gewinnzone. Sollte die Finanzkrise anhalten und der Verkauf von Eigentumswohnungen und der Portfoliohandel nur auf Vorjahresniveau liegen, rechnet der Vorstand dennoch mit einem positiven Ergebnis. Das Management prognostiziert steigende Umsätze im Bereich der Eigentumswohnungen, während der Portfoliohandel in hohem Maße von der Entwicklung an den Finanzmärkten abhängig ist. Wir erwarten insbesondere in den ersten beiden Quartalen eine anhaltende Schwäche des Portfoliohandels.

Fazit

Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte ESTAVIS den Wachstumskurs nicht halten und musste eine deutliche Abschwächung im Portfoliohandel hinnehmen. Richtigerweise treibt der Konzern seine Diversifikation voran. Derzeit überwiegen aber im schwierigen Marktumfeld die Risiken für die Geschäftsentwicklung. Das Geschäftsmodell ist nicht zuletzt weiterhin anfällig für volatile Entwicklungen, so dass wir nicht zu einem Kauf der ESTAVIS-Aktie raten. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

FranconoWest AG

Bestandshalter in Westdeutschland

Oben links: Marienstraße 22 in Meerane, Oben rechts: Hermann Löns-Straße 35 in Herne; Mitte links: Lessingsstraße 1 in Wiesbaden, Üllendahlerstraße 21 in Wuppertal; Unten: Dresdner Straße 103 in Freital. Fotos: FranconoWest

Unternehmensprofil

Die FranconoWest AG ist ein Bestandshalter für Wohnimmobilien und konzentriert sich auf Mietshäuser in prosperierenden Gegenden in Nordrhein-Westfalen. Ca. 78% der Bestände befinden sich in Regionen mit mehr als 100.000 Einwohnern. Das Unternehmen investiert vornehmlich in städtisch gelegene Immobilien. Das Portfolio hatte zum 30.6.2008 einen Wert von ca. 80 Mio. EUR. Neben dem Bestandsaufbau setzt die Gesellschaft auf eine Bestandsoptimierung, die durch gezieltes Asset Management sowie durch selektive Bestandsveräußerung erreicht wird.

Strategie

Der Ankauf der Immobilien erfolgt vor allem über Makler, aber überwiegend von Privatpersonen. Wichtiger Bestandteil der Strategie ist dabei der Einzelkauf von Objekten. Bisher erfolgte der Ankauf nicht über Portfoliokäufe, in Zukunft kann sich das Management aber vorstellen, auch kleinere Portfolien zu erwerben. Die FranconoWest interessiert sich für mittelgroße Mietshäuser. Ein Investment in Hochhäuser (ab 6 Geschossen) wird ausgeschlossen. Die Objekte sollten keinen Leerstand oder Sanierungsstau aufweisen und eine Mietrendite von mindestens 8% haben. Der Ankaufsprozess und die Prüfung des Objektes erfolgen durch eigene Mitarbeiter.

Die Wertschöpfung erzielt die Gesellschaft einerseits durch den erwähnten günstigen Einkauf und andererseits durch geeignete Maßnahmen, wie das Heben von Mieterhöhungspotenzialen und Weiterverkauf von Bestandsimmobilien. So sollen pro Jahr 15% bis 20% des Immobilienportfolios verkauft werden. Damit kann das Unternehmen einerseits mögliche Wertzuschreibungen im Portfolio auch Cashflow-wirksam realisieren und zugleich die Werte der Immobilien bestätigen. Bei Verkauf können die Bestände auch in kleine Portfolien gebündelt und in dieser Form veräußert werden. Man setzt beim Verkauf vor allem auf das eigene Netzwerk und gezielte Investorenansprache. Das Asset Management wird intern vorgenommen, dies deckt insbesondere die Einkaufs- und Verkaufsstrategie, die Mieterhöhnungen und das Mietermanagement ab. Das Property Management wird durch externe Dienstleister durchgeführt.

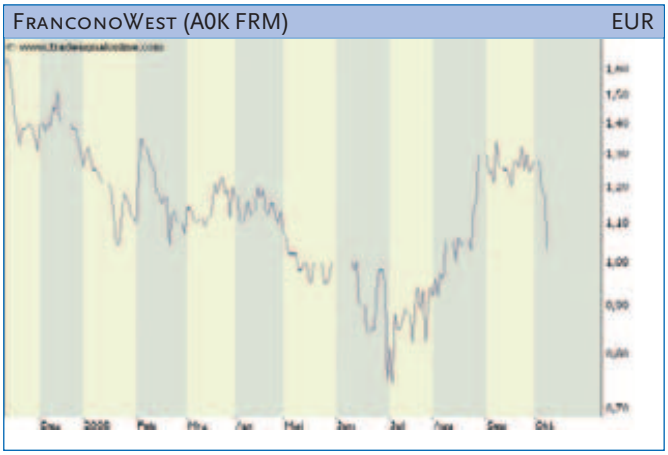
Franconowest AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.franconowest.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE000A0KFRM5	**Umsatz**	**0,0**	**1,8**	**6,6**	**9,9**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0K FRM	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	265,6%	50,3%	KGV 2008e	13,2
Bloombergkürzel	4FR	**EBIT**	**-0,1**	**6,7**	**6,5**	**8,8**	KGV 2009e	12,2
Kurs (07.10.2008, 12:01 ETR) in EUR	1,18	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-2,3%	34,6%		
Aktienanzahl in Mio.	33,0	- EBIT-Marge	---	---	99,4%	89,0%	Dividendenrendite 2008e	0,0%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	38,9	**EBT**	**0,0**	**6,2**	**4,3**	**4,6**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-31,0%	8,1%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	1,79	- EBT-Marge	---	---	65,0%	46,8%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	1,26
52-Wochen-Tief (in EUR)	1,04	**Jahresüberschuss**	**0,0**	**4,3**	**3,0**	**3,2**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	1,35
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	9.485	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-31,3%	8,1%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-16,3%	- Nettomarge	---	---	44,9%	32,3%	Anzahl der Objekte (2008)	n.a.
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-	**Ergebnis je Aktie***	**0,00**	**0,13**	**0,09**	**0,10**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	n.a.
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-31,3%	8,1%	Leerstandsquote (2008)	5,0%
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	Mitarbeiter (2008)	6
Nächster Termin	Nov 2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---		
Aktionärsstruktur	Franconofurt 84,9%; Free Float 15,1%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

Das Unternehmen finanziert seine Investitionen mit ca. 20% Eigenkapital. Das Fremdkapital hat eine Zinsbindung von jeweils 5 und 10 Jahren. Der durchschnittliche Zinssatz beträgt dabei 5,5%. Laut Managementangaben haben sich die Finanzierungsmöglichkeiten für zukünftige Objekte in den letzten Monaten nicht verschlechtert, man hat laut Angabe ausreichend Reserven, um das Portfolio in den nächsten Monaten weiter auszubauen. Durch die derzeitige Kapitalmarktsituation ist keine Kapitalerhöhung geplant. Sollte sich der Aktienkurs zukünftig positiv entwickeln, wird dies wieder eine gangbare Option sein. Die Dividendenpolitik wird auch in Zukunft mit ca. 80% Gewinnausschüttung des HGB-Gewinns sehr aktionärsfreundlich sein. Unseres Erachtens geht dies zu Lasten der Innenfinanzierungskraft der Gesellschaft.



Operative Entwicklung

Im ersten Halbjahr 2008 verbuchte die Gesellschaft Mieteinnahmen in Höhe von 2,7 Mio. EUR (Vj.: 0,2 Mio. EUR). Dies war auf das erweiterte Portfolio zurückzuführen, dessen Volumen auf 78,9 Mio. EUR angestiegen ist. Es wurden dabei besonders Objekte in der Rhein-Ruhr-Region erworben. Weitere Ergebnisquellen waren die Bewertungsergebnisse in Höhe von 3,3 Mio. EUR (Vj.: 1,8 Mio. EUR) sowie die Gewinne aus Veräußerungsgeschäften mit 0,2 Mio. EUR; hier wurden im Vorjahr keine Gewinne erzielt. Das Unternehmen schloss mit einem EBIT von 4,3 Mio. EUR ab, was beinahe eine Verdreifachung des Vorjahreswertes von 1,5 Mio. EUR bedeutet. Darauf belastend wirkte das Finanzergebnis mit -0,8 Mio. EUR, im Vorjahr konnte hier noch ein positiver Beitrag in Höhe von 0,1 Mio. EUR erzielt werden. Insgesamt betrug das Periodenergebnis 2,3 Mio. EUR (Vj.: 1,0 Mio. EUR). Insgesamt ist festzuhalten, dass das Ergebnis vor allem durch die Bewertungsgewinne getrieben wurde. Unseres Erachtens wird sich dies in den kommenden Jahren ändern, wenn das Immobilienportfolio weiter ausgebaut wird. Der Ausbau des Portfolios lässt die Mieteinnahmen weiter steigern, so dass in Zukunft das Ergebnis vor allem aus den stetigen und gut planbaren Mieteinnahmen gespeist wird.

Ausblick

In den nächsten Monaten wird sich das Management darauf fokussieren, den Bestand an Immobilien zu optimieren. Dies soll mittels Mieterhöhung, Leerstandsreduzierung und Veräußerung von Bestandsimmobilien gelingen. Ob und in welchem Umfang das Portfolio bis Jahresende ausgebaut wird, bleibt offen. Das Management plant ein Ergebnis über dem Vorjahreswert.

Unseres Erachtens dürfte die Gesellschaft durch die aktuelle Kapitalausstattung einen Immobilienbestand von 120 bis 130 Mio. EUR aufbauen können. Dieser Bestand sollte im Laufe des nächsten Jahres erreicht werden. Ein Ausbau des Bestandes darüber hinaus sollte nur durch weitere Kapitalerhöhungen finanzierbar sein oder in langsamerem Maße durch die Innenfinanzierungskraft. In Anbetracht des aktuellen Börsenumfeldes ist ein solcher Schritt momentan auszuschließen.

Fazit

Unseres Erachtens befindet sich das Unternehmen auf einem guten Weg des Portfolioausbaus. Angesichts der aktuellen Eigenkapitallimitation kalkulieren wir in unserem Basisszenario damit, dass das Portfolio auf ca. 130 Mio. EUR ausgebaut werden kann. Ein weiterer Ausbau könnte nach einer Kapitalerhöhung erfolgen, die beim aktuellen Kapitalmarktumfeld in den nächsten Monaten nicht stattfinden dürfte. Angesichts des aktuellen Kostenblocks der Gesellschaft ist ein Investment in diesen Wert unseres Erachtens erst ab einem größeren Bestandsportfolio zu rechtfertigen. Damit würden wir bei dieser Aktie abwartend agieren. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Gagfah S.A.

Deutschlandweiter Wohnungsbestandshalter

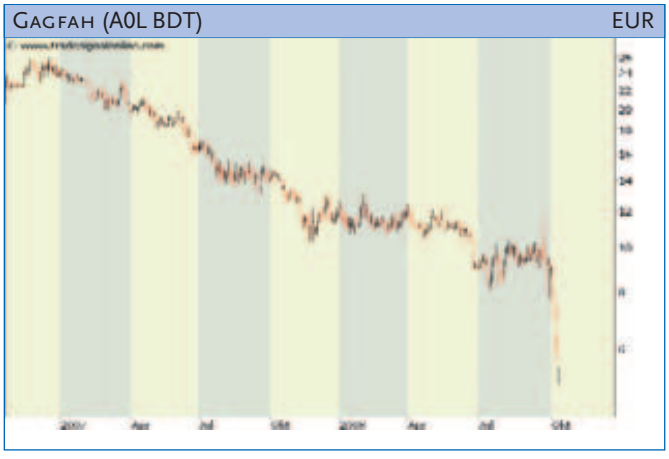
Gagfah-Wohnanlage in München-Bogenhausen und Objekt in Mühlheim-Mitte. Fotos: Gagfah

Unternehmensprofil

Die Gagfah ist der größte börsennotierte Bestandshalter für Wohnimmobilien in Deutschland. Neben der Bestandshaltung privatisiert das Unternehmen einen kleinen Anteil seines Portfolios. Aktuell hält Gagfah ca. 176.000 Mietwohnungen und verwaltet 29.000 Wohnungen für Dritte. Das Immobilienportfolio hat einen Gesamtwert von über 10 Mrd. EUR. Die geografischen Schwerpunkte des Portfolios der Gesellschaft liegen aktuell in Dresden und Berlin.

Strategie

Das Wohnimmobilienportfolio soll mittelfristig weiter ausgebaut werden. Anders als im Vorjahr, als mehr Visibilität herrschte, gibt es aktuell keine Aussagen zu möglichen Zukäufen in den nächsten Monaten. Das wahrscheinlichste Szenario in dieser Beziehung ist der Ankauf von kleineren Portfolien. Grundsätzlich ist bei Ankauf von Immobilien für die Gesellschaft die Qualität des Portfolios ausschlaggebend. Vor allem Immobilien, die einen positiven FFO-Beitrag liefern, stehen im Blickfeld der Gesellschaft. Dies könnte, angesichts der hohen Immobilienpreise in Deutschland, das Wachstum der Bestandsportfolios verlangsamen. Das Bestandsportfolio der Gagfah wird kontinuierlich optimiert und die Wirtschaftlichkeit aufgewertet. Dies geschieht auf klassischem Weg über die sukzessive Anpassung der Mieten auf das marktübliche Niveau, Verringerung von Leerständen, ausgewählte Modernisierungen sowie durch Senkung von Verwaltungskosten bzw. Realisierung von Synergien. Die Wohnungen werden über die Regionalbüros, die sich in Berlin, Dresden, Essen und Hamburg befinden, gemanagt. Dazu kommen die lokalen Kundencenter, von denen jedes ca. 5.000 Wohnungen betreut. Die gesamten Backoffice-Tätigkeiten, wie Controlling, Einkauf, Finanzen, IT, Personal, Rechnungswesen als auch der Zukauf von Immobilien, wurden zentralisiert, um die Produktivität zu erhöhen.



Gagfah S.A.							Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR		
Internetadresse	www.gagfah.com	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**		
ISIN	LU0269583422	**Umsatz**	**774,9**	**927,8**	**1006,4**	**1057,5**			
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0L BDT	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	19,7%	8,5%	5,1%	KGV 2008e		8,2
Bloombergkürzel	GFJ	**EBIT**	**324,3**	**1397,7**	**546,0**	**637,5**	KGV 2009e		5,7
Kurs (08.10.2008, 15:32 ETR) in EUR	6,46	- Veränderung ggü. Vorjahr	68,5%	331,0%	-60,9%	16,8%			
Aktienanzahl in Mio.	225,6	- EBIT-Marge	41,9%	150,6%	54,3%	60,3%	Dividendenrendite 2008e		13,3%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	1457,4	**EBT**	**163,4**	**1107,4**	**240,8**	**308,1**	Dividendenrendite 2009e		15,8%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	577,7%	-78,3%	28,0%			
52-Wochen-Hoch (in EUR)	14,85	- EBT-Marge	21,1%	119,4%	23,9%	29,1%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)		12,49
52-Wochen-Tief (in EUR)	5,91	**Jahresüberschuss**	**135,6**	**563,9**	**178,4**	**254,0**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)		14,15
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	345.451	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	315,9%	-68,4%	42,4%			
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-47,9%	- Nettomarge	17,5%	60,8%	17,7%	24,0%	Anzahl der Objekte (2008)		175370
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-56,8%	**Ergebnis je Aktie***	**0,60**	**2,50**	**0,79**	**1,13**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)		10.573.099
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	315,9%	-68,4%	42,4%	Leerstandsquote (2008)		4,6%
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,17**	**0,77**	**0,86**	**1,02**	Mitarbeiter (2008)		-
Nächster Termin	Nov 2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	352,9%	11,7%	18,6%			
Aktionärsstruktur	Fortress und andere Hauptaktionäre 75,2%; Free Float 24,8%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

Das Asset Management der Objekte übernimmt die Gesellschaft selbst. Neben den stabilen Cashflows, die durch die Vermietung der Immobilien generiert werden, werden weitere Einnahmen durch die gezielte Privatisierung von Wohnimmobilien erwirtschaftet. Das Unternehmen plant einen jährlichen Verkauf von bis zu 1,5% des Bestandsportfolios mit dem Ziel, die Erlöse in neue Wohneinheiten zu investieren.

Operative Entwicklung

Die Nettomieterträge (489,0 Mio. EUR; Vj.: 459,7 Mio. EUR) stiegen weiter, auch wenn das Wachstum langsam an Dynamik verliert. Die Gewinne aus Veräußerungsgeschäften in Höhe von 24,9 Mio. EUR (Vj.: 27,1 Mio. EUR), als zweite Säule der Geschäftstätigkeiten, haben sich weiterhin stabil entwickelt. Vor allem die Margen von 36% konnten in diesem Zusammenhang beeindrucken. Es wurden im ersten Halbjahr 1.274 Wohneinheiten veräußert (Vj.: 528 Wohneinheiten). Die Leerstandsquote (einschließlich Zukäufe) wurde durch die Gesellschaft auf 4,6% gesenkt. Die Mieten stiegen im Schnitt um 1,3% im ersten Halbjahr. Die Managementkosten je Wohneinheit konnten auf 424 EUR gesenkt werden. Für das Jahr 2007 wurden noch im Schnitt 448 EUR je Wohneinheit ausgegeben. Der Vergleich zu den Vorjahreszahlen stellt sich gerade im Bezug auf die Gewinnreihen als schwierig dar, da im ersten Halbjahr 2007 unrealisierte Bewertungsgewinne in Höhe von 644,2 Mio. EUR vermeldet werden konnten. Im ersten Halbjahr 2008 war dagegen ein geringer Verlust aus Bewertungsgewinnen in Höhe von -3,0 Mio. EUR zu verbuchen. Neben den EBIT- und Periodenüberschusszahlen sind für das Unternehmen die FFO (Funds from Operations) ausschlaggebend. Diese Kennzahl lag im ersten Halbjahr bei 98,0 Mio. EUR und damit nur 4,3% über dem Vorjahresniveau. Je Aktie entspricht dies 0,43 EUR (Vj.: 0,42 EUR). Für die ersten beiden Quartale 2008 wurden insgesamt 0,40 EUR je Aktie an Dividende ausgeschüttet; je Quartal 0,20 EUR. In den ersten Monaten dieses Jahres ist die Gesellschaft vor allem durch kleinere Transaktionen gewachsen.

Ausblick

Für das Gesamtjahr will die Gesellschaft den Leerstand weiter auf 4,5% senken, die Verwaltungskosten je Wohneinheit sollen weiter zurückgehen (400 EUR je Wohneinheit) und die Mieten weiter erhöht werden (2% auf „Same store"-Basis). Zudem sollen mehr als 2.500 Einheiten im Gesamtjahr veräußert werden. Nur eine geringe Wachstumsdynamik sollte sich unseres Erachtens aus den oben genannten Maßnahmen erzielen lassen. Für dieses Jahr geht die Gesellschaft von bis zu 1,00 EUR FFO je Anteilsschein aus (Vj.: 0,88 EUR). Unseres Erachtens ist dies möglich, aber ambitioniert, da im zweiten Halbjahr 0,57 EUR je Aktie FFO erwirtschaftet werden müssten. Überraschungen negativer Natur könnte es durch die Bewertung von Immobilien sowie von Derivaten zur Absicherung von Zinsrisiken geben. Über das Jahr 2008 hinaus gehen wir von einem weiterhin intakten Aufwärtstrend aus. Dieser wird durch einen leichten Anstieg der Mieteinnahmen, stabil gebliebene Privatisierungserlöse sowie strikte Kostenkontrolle bestimmt werden.

Fazit

Das schlechte Sentiment für Immobilienaktien, Unsicherheiten über möglichen Bewertungsverlust durch nötige Abschreibungen auf das Portfolio sowie eine aktuell mangelnde Wachstumsphantasie veranlassten uns zuletzt, unsere Modelle anzupassen. Für uns ist dieser Titel eine Halteposition. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Kinder fühlen sich im Schweizer Viertel in Berlin pudelwohl (klein), in Magdeburg setzt Gagfah auf farbige Akzente in den Wohnanlagen. Fotos: Gagfah

GRÜEZI Real Estate AG

Das klassische Handelshaus

In Wilmersdorf hält GRÜEZI Wohnobjekte mit alter Substanz in neuem Gewand im Bestand. Fotos: GRÜEZI

Unternehmensprofil

Die GRÜEZI Real Estate AG fokussiert sich auf den Handel mit Wohnungen und deckt das gesamte Leistungsspektrum in diesem Marktsegment ab. Die Gesellschaft wurde 1999 gegründet und ist seit Mai 2007 im Entry Standard gelistet. GRÜEZI fokussiert sich auf den Erwerb von attraktiven Wohnanlagen in Städten mit Wachstumspotenzial zur Aufteilung von Mehrfamilienhäusern in Eigentumswohnungen (Vermarktung en détail) sowie die Zusammenstellung und Vermarktung ausgesuchter Einzelimmobilien (Mehrfamilienhäuser) als Wohnimmobilien-Portfolio (Vermarktung en gros). Ferner ist die Gesellschaft im Bereich der Bestandshaltung von Anlageimmobilien unter Ausschöpfung von Wertsteigerungspotenzialen (Asset Management) sowie im Wohnungsvermarktungsservice für Dritte tätig. Regional fokussiert sich GRÜEZI derzeit auf Berlin und Leipzig und investiert vornehmlich in gut gewachsene bürgerliche Stadtteile.

Strategie

Die Gesellschaft versteht sich als klassisches Handelshaus, wobei das Geschäftsmodell auf vier Bereichen aufbaut. Kerngeschäftsfeld des Unternehmens ist die Wohnungsprivatisierung. Hierbei werden ausgesuchte Wohnimmobilien in mittleren bis guten Lagen vorwiegend in den Zielmärkten Berlin und Leipzig erworben, in Eigentumswohnungen aufgeteilt und Kapitalanlegern, Eigennutzern sowie Mietern zum Kauf angeboten. Zur Steigerung des Ertragspotenzials werden die Immobilien baulich aufgewertet und wenn möglich durch Ausbauten verdichtet. Die durchschnittliche Transaktionsdauer vom Ankauf der Immobilie bis zum Abschluss der Verkaufsphase beträgt zwölf Monate, wobei das Unternehmen die Objekte systematisch selektiert und weiterverarbeitet. Während der gesamten Privatisierungsphase können Mieteinnahmen erzielt werden. Der Vertrieb erfolgt durch die auf Vermittlung spezialisierten Konzerntöchter sowie über mehrere ausgesuchte Kooperationspartner. In diesem Geschäftsfeld bewegt sich GRÜEZI in einer Nische, die mittel- bis langfristig von dem anhaltenden Trend, private Altersvorsorge zu betreiben, profitieren sollte. Die zweite bedeutende Säule im Geschäftsmodell stellt der Handel mit Immobilien dar. Zu diesem Zweck werden Einzelimmobilien erworben und den Anforderungsprofilen der Kunden entsprechend zu Immobilienportfolios mit bis zu 350 Wohneinheiten zusammengestellt. Nach baulichen Maßnahmen, einer Verbesserung der Mieterstruktur und Nutzung von Kosteneinsparpotenzialen werden sie an institutionelle Investoren oder an Privatanleger im gehobenen Segment weiterveräußert. Die durchschnittliche Transaktionsdauer beträgt hier in der Regel acht bis zwölf Monate, wobei während der gesamten Haltedauer Mieteinnahmen erzielt werden. Die Prozesse im Unternehmen sind in starkem Maße standardisiert, woraus sich Kostenoptimierungen ergeben. Die weiteren Geschäftfelder, die nicht zum Kerngeschäft gehören, sind der Privatisierungsservice und das Asset Management. Insbesondere das letztgenannte Feld soll einhergehend mit einer verbesserten Kapitalstruktur ausgebaut werden. Das Unternehmen arbeitet zielgerichtet an der Kapitalmarktausrichtung, um vermehrt in den Fokus der Anleger zu rücken.

GRÜEZI Real Estate AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.grueezi.com	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE000A0LR423	**Umsatz**	**16,6**	**33,1**	**41,5**	**47,9**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0L R42	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	99,2%	25,2%	15,4%	KGV 2008e	9,0
Bloombergkürzel	GRP	**EBIT**	**4,9**	**8,1**	**8,7**	**11,5**	KGV 2009e	5,3
Kurs (08.10.2008, 14:57 ETR) in EUR	14,50	- Veränderung ggü. Vorjahr	209,9%	65,3%	7,6%	31,9%		
Aktienanzahl in Mio.	2,5	- EBIT-Marge	29,4%	24,4%	21,0%	24,0%	Dividendenrendite 2008e	3,4%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	36,3	**EBT**	**4,7**	**7,0**	**6,1**	**9,0**	Dividendenrendite 2009e	6,9%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	48,9%	-12,9%	47,5%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	32,16	- EBT-Marge	28,2%	21,1%	14,7%	18,8%	Buchwert je Aktie (Dez 2007; in EUR)	3,24
52-Wochen-Tief (in EUR)	14,50	**Jahresüberschuss**	**3,7**	**4,4**	**4,0**	**6,8**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	-
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	489	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	18,9%	-8,6%	70,1%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-36,8%	- Nettomarge	22,2%	13,3%	9,7%	14,3%	Anzahl der Objekte (2008)	-
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-35,5%	**Ergebnis je Aktie***	**1,48**	**1,76**	**1,61**	**2,74**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	-
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	18,9%	-8,6%	70,1%	Leerstandsquote (2008)	-
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,50**	**0,50**	**1,00**	Mitarbeiter (2008)	29
Nächster Termin	Apr 2009; GB	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	0,0%	100,0%		
Aktionärsstruktur	Grüezi Invest AG 68%; Management 22%; Free Float: ca. 10%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

Operative Entwicklung

Das Unternehmen hat zuletzt Zahlen zum ersten Halbjahr 2008 vorgelegt. Demnach konnte der Umsatz um 14% auf 20,2 Mio. EUR gesteigert werden (Vj.: 17,8 Mio. EUR). Getrieben wurde diese Entwicklung von den Handelserträgen im en-détail-Geschäft. Hier konnten 18,4 Mio. EUR ausgewiesen werden (Vj.: 6,3 Mio. EUR). Der deutliche Rückgang im Portfoliogeschäft auf 0,3 Mio. EUR (Vj.: 10,20 Mio. EUR) konnte somit überkompensiert werden. Darüber hinaus wurden Mieterträge in Höhe von 0,8 Mio. EUR (Vj.: 0,4 Mio. EUR) sowie Verkaufsprovisionen in Höhe von 0,5 Mio. EUR (Vj.: 0,6 Mio. EUR) erzielt. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) lag mit 3,7 Mio. EUR auf genau dem gleichen Niveau des Vergleichszeitraums des Vorjahres. Der Konzerngewinn lag bei 1,9 Mio. EUR und damit um 10% unter dem des Vorjahreszeitraums (2,1 Mio. EUR).

Ausblick

In den kommenden Monaten plant die Gesellschaft, das en-détail-Geschäft weiter auszubauen und das Geschäftsmodell zu diversifizieren, wobei gleichzeitig die Fokussierung auf das Marktsegment Wohnimmobilien beibehalten wird. Die Gesellschaft beabsichtigt darüber hinaus, einen aktiven Part in der Konsolidierung einzunehmen. Das organische Wachstum soll mit einem sukzessiven Personalaufbau einhergehen. Derzeit beschäftigt das Unternehmen 29 Mitarbeiter. Der Vorstand strebt zudem an, die Liquidität und die Finanzierung langfristig zu sichern. Eine zuletzt abgeschlossene Mezzanine-Finanzierung steht hierfür bereits exemplarisch. Nach Angaben des Vorstands ist eine Ausschüttungsquote von ca. 25% in den kommenden Jahren realistisch.

Fazit

Als klassisches Handelshaus hat sich GRÜEZI zuletzt im schwierigen Marktumfeld behaupten können. Hierbei konnten die deutlichen Rückgänge im Portfoliogeschäft durch das en-détail-Geschäft ausgeglichen werden. Folgerichtig beabsichtigt die Gesellschaft, das Geschäftsmodell weiter zu diversifizieren, um die Schwankungen im Markt ausgleichen zu können. Zurzeit mangelt es dem Unternehmen noch an einer umfassenden Kapitalmarktausrichtung. Im derzeit schwierigen Marktumfeld ist ein Investment aufgrund der Marktenge infolge des sehr geringen Free Floats (ca. 10%) mit großen Unsicherheiten behaftet. Unter der Voraussetzung, dass GRÜEZI die Hausaufgaben macht, bestehen aber langfristige Aufwärtspotenziale für die Aktie. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

In der Steinstraße in Leipzig lässt sich die renovierte Bausubstanz der Messestadt bewundern. Foto: GRÜEZI

GWB Immobilien AG

Einzelhandelsexpertise aus einer Hand

Gewerbeobjekt von GWB in Nürnberg. Foto: GWB

Unternehmensprofil

Die GWB-Unternehmensgruppe ist ein Spezialist für die Realisierung von großflächigen Einzelhandelsobjekten (über 1.200 m²) sowie die Sanierung von Industrie- und Gewerbebrachen (Revitalisierung). Der Fokus liegt dabei auf mittelgroßen Städten und Vorzentren von Metropolen. Das Unternehmen bietet alle erforderlichen Leistungen – von der Projektentwicklung über den Bau bis hin zur Vermarktung und Verwaltung – aus einer Hand über die Tochtergesellschaften GWB MAFO, GWB OBJEKT und GWB PLAN an. Die Gesellschaft hat einen Track Record von über 15 Jahren und mehr als 40 Projekten. Die GWB Immobilien AG ist seit dem 4. Oktober 2006 im Prime Standard gelistet.

Strategie

Die GWB-Unternehmensgruppe ist in einem Nischenmarkt tätig. Einkaufs- und Fachmarktzentren in mittelgroßen deutschen Städten werden entweder neu gebaut oder einer Revitalisierung unterzogen. In diesen Prozess bringt GWB die eigene Expertise für Marktforschung und Standortanalyse ein. Die Gesellschaft sieht in dem Marktsegment hohe Wachstumspotenziale und geht von einem Trend zu größeren Handelsflächen, die unmittelbar an Stellplätzen für PKW angebunden sind, aus. Das Management sieht Bedarf für neue Shoppingcenter in Deutschland, da die Verkaufsfläche pro Einwohner im europäischen Vergleich unterproportional klein ist. Eine Vielzahl veralteter Einzelhandelszentren, deren Funktionalität heutigen Ansprüchen nicht gerecht wird, die aber über eine gute Standortqualität und ausreichendes Marktvolumen verfügen, bietet zudem attraktive Revitalisierungsmöglichkeiten. Die GWB Immobilien AG hat zuletzt bekannt gegeben, dass zusammen mit der HSH Real Estate AG eine gemeinsame Projektgesellschaft gegründet wird, wobei die Geschäftsführung bei der GWB liegt. Das Gesamtinvestitionsvolumen in Einzelhandelsimmobilien beträgt bis zu 100 Mio. EUR. An der gemeinsamen Projektgesellschaft market 10 GmbH & Co. KG ist die GWB mit 51% und die HSH Real Estate AG mit 49% beteiligt. Der HSH Real Estate AG wird außerdem eine Option zum Erwerb von 25,1% des Aktienkapitals an der GWB Immobilien AG eingeräumt, die bei einer weiteren Kapitalerhöhung der GWB ausgeübt werden kann. Die GWB hat zurzeit ein Investitionsvolumen von ca. 234 Mio. EUR in der Pipeline, wovon ca. 134 Mio. EUR auf den Neubau und ca. 100 Mio. EUR auf die Revitalisierung entfallen. Im Neubaubereich handelt es sich um aktuell 10 Objekte, die sich in der Planung befinden. Die Fertigstellungen dieser Objekte sind für 2009 bis 2011 geplant. Im Bereich der Revitalisierung sind derzeit 9 Objekte in der Planungsphase und sollen noch in diesem Jahr oder 2009 erworben werden. Rund 30 Objekte befinden sich aktuell in der Verwaltung der GWB. Die Gesellschaft plant, ihr Immobilienportfolio konsequent weiter auszubauen.

Operative Entwicklung

Die GWB Immobilien AG hat zuletzt Zahlen zum ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres vorgelegt. Das Portfolio des Unternehmens ist auf 111 Mio. EUR angewachsen. Die Umsatzerlöse der GWB stiegen im ersten Halbjahr 2008 um 54% auf rund 4,9 Mio. EUR, nachdem im Vorjahr 3,2 Mio. EUR erzielt wurden. Zu diesem Anstieg haben in erster Linie die Mieterlöse in Höhe von 4,3 Mio. EUR beigetragen (Vj.: 2,8 Mio. EUR). Das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) ist um 2,5 Mio. EUR an-

GWB Immobilien AG

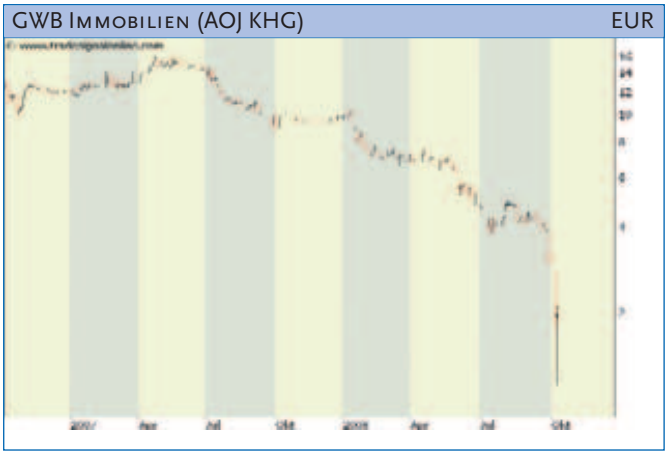
Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.gwb-immobilien.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE000AOJKHG0	**Umsatz**	**47,4**	**7,1**	**n.a.**	**n.a.**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	AOJ KHG	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-85,0%	---	---	KGV 2008e	---
Bloombergkürzel	G7B	**EBIT**	**2,2**	**11,7**	**n.a.**	**n.a.**	KGV 2009e	---
Kurs (08.10.2008, 14:03 ETR) in EUR	1,95	- Veränderung ggü. Vorjahr	37,5%	432,7%	---	---		
Aktienanzahl in Mio.	2,0	- EBIT-Marge	4,6%	---	---	---	Dividendenrendite 2008e	---
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	3,8	**EBT**	**3,5**	**9,1**	**n.a.**	**n.a.**	Dividendenrendite 2009e	---
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	157,6%	---	---		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	10,40	- EBT-Marge	7,5%	---	---	---	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	5,71
52-Wochen-Tief (in EUR)	1,11	**Jahresüberschuss**	**2,2**	**6,7**	**n.a.**	**n.a.**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	n.a.
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	2.564	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	202,8%	---	---		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-81,9%	- Nettomarge	4,7%	---	---	---	Anzahl der Objekte (2008)	n.a.
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-82,7%	**Ergebnis je Aktie***	**1,13**	**3,44**	**n.a.**	**n.a.**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	n.a.
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	202,8%	---	---	Leerstandsquote (2008)	n.a.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,00**	**n.a.**	**n.a.**	Mitarbeiter (2008)	22
Nächster Termin	5.11.2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---		
Aktionärsstruktur	Dr. Norbert Herrmann 22,41%; Wolfgang Mertens-Nordmann 22,41%; HR-MN Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH 19,10%; Free Float 13,73%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

gewachsen und beträgt nun 0,4 Mio. EUR. Die GWB konnte im zweiten Quartal die Finanzierung für die Objekte Bremerhaven und Buxtehude in einer Größenordnung von jeweils rund 10 Mio. EUR wie geplant sicherstellen. Im Geschäftsjahr 2007 konnten ein EBIT in Höhe von 11,7 Mio. EUR (2006: 2,2 Mio. EUR) und ein Jahresüberschuss von 6,7 Mio. EUR (2006: 2,2 Mio. EUR) erzielt werden. Das Ergebnis je Aktie stieg von 0,75 EUR 2006 auf 1,36 EUR. Ausschlaggebend war eine deutliche Steigerung der Mieteinnahmen auf 6,1 Mio. EUR sowie die Neubewertung der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien. Durch den Bestandsaufbau stieg die Gesamtleistung um 16,8% auf 53,5 Mio. EUR (2006: 45,8 Mio. EUR). Die Finanzkrise an den internationalen Märkten hat dazu geführt, dass die für Ende 2007 geplanten Objektverkäufe nicht wie geplant abgeschlossen werden konnten. Die GWB hat sich dafür entschieden, ihre Objekte nicht unter dem angestrebten Wert zu verkaufen, sondern vorerst zu halten. So betrug der Umsatz im Jahr 2007 nur 7,1 Mio. EUR, nach 47,4 Mio. EUR im Vorjahr. Dafür hat sich der Wert des Immobilienportfolios von 9,7 Mio. EUR (31.12.2006) auf 98,0 Mio. EUR erhöht.

Auch ein Küchencenter in Nauen gehört zu GWB, ebenso die Tetra Pak-Zentrale in Reinbek. Foto: GWB



Ausblick

Zum Halbjahr hat die Gesellschaft bekannt gegeben, dass der Geschäftsverlauf im Rahmen der Erwartungen liegt, wobei die Finanzkrise auch an der GWB nicht spurlos vorbei geht. Konkrete Prognosen für die Finanzzahlen hat das Unternehmen nicht ausgegeben. Das Management fokussiert sich auf das Wachstum der Gesellschaft. Das Immobilienportfolio soll zum Ende des Jahres bei 120 Mio. EUR liegen (derzeit: 111 Mio. EUR). Außerdem ist auf der letzten Hauptversammlung die Zahlung einer Dividende von 0,40 EUR für das Geschäftsjahr 2008 avisiert worden.

Fazit

Im derzeitigen Marktumfeld ist die fehlende Liquidität in der Aktie problematisch. Zudem birgt das projektgetriebene Geschäft derzeit hohe Risiken, so dass die operative Entwicklung derzeit schwer abzusehen ist. Positiv ist die bereits avisierte Dividendenzahlung für 2008 zu bewerten, wobei wir unterm Strich derzeit nicht zu einem Investment raten. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

Die HAHN-Einzelhandelszentren in Dietzenbach (unten) und am Sterkrader Tor kommen bei den Kunden gut an. Foto: HAHN

HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG

Manager und Co-Investor für Einzelhandelsimmobilien

Unternehmensprofil

Die Hahn Gruppe ist ein etablierter Spezialist für großflächige Einzelhandelsimmobilien. Das Unternehmen ist seit über 25 Jahren in diesem Geschäftsfeld tätig und ist hier Marktführer in Deutschland. Hahn versteht sich als Manager und Co-Investor mit einem Full-Service-Angebot. 83 Mitarbeiter sind derzeit für die Gruppe tätig. Hahn hat eine verwaltete Mietfläche von 1,5 Mio. m² an über 170 Standorten und betreut ein Vermögen von rund 2,4 Mrd. EUR. Zu den Mietern gehören große Einzelhandelsgruppen wie Metro, Edeka, REWE, Tengelmann und Kaufland. Die Hahn Gruppe bietet Asset-, Fonds- und Property-Management für private und institutionelle Investoren an und betätigt sich darüber hinaus als Investor. Das Unternehmen besteht aus der HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG und ist durch die Tochtergesellschaften HAHN Trading GmbH, HAHN Asset Management GmbH, HAHN Property Management GmbH, HAHN Fonds Management GmbH und HAHN Investment GmbH in den Geschäftsfeldern Trading, Management und Investment tätig. Die Aktie der HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG ist seit dem 30. Oktober 2006 im General Standard notiert.

Strategie

Die Hahn Gruppe deckt über die Managementleistungen (Asset-, Property- und Fund Management) den kompletten Lebenszyklus einer Immobilie ab und profitiert über die Co-Investments von einer positiven Investmentperformance. Wachstumstreiber des Unternehmens sind dabei die wiederkehrenden Gebührenerträge. Regional ist die Hahn-Gruppe in hohem Maße diversifiziert, wobei Standorte außerhalb Deutschlands derzeit nicht adressiert werden. Vielmehr sieht Hahn weiterhin Wachstumsmöglichkeiten innerhalb Deutschlands. 2007 wurde die Hahn Gruppe neu ausgerichtet. Wichtigste Bestandteile waren der Ausbau des Risikomanagements, der Neuaufbau des Portfolio-Managements als Stabstelle und die Erweiterung des Center Managements. Der bisherige Verlauf des Jahres 2008 stand in strategischer Hinsicht im Zeichen des Ausbaus des Fondsgeschäfts und der Managementtätigkeiten. Der HAHN FCP – German Retail Fund, der ein Zielinvestmentvolumen von rund 750 Mio. EUR aufweist und in großflächige Einzelhandelsimmobilien in Deutschland investiert, bildete hierbei den Mittelpunkt der Aktivitäten. Die Hahn Gruppe hat zuletzt bekannt gegeben, dass die Platzierung des FCP-Startportfolios in Höhe von rund 240 Mio. Euro vollzogen wurde. Das institutionelle Fondsgeschäft verspricht größere Investmentvolumina als im Privatkundengeschäft und erhöht den Anteil von wiederkehrenden Erträgen in der Gruppe. Weiterhin besteht ein Gemeinschaftsportfolio mit der MEAG. Das Joint Venture mit Capital & Regional plc. wurde hingegen zum Ende des dritten Quartals 2008 beendet. Die Hahn Gruppe beabsichtigt derzeit weiterhin nicht, einen REIT-Status zu erlangen, da die Gesellschaft breit aufgestellt ist und eine diversifizierte Struktur aufweist. Als Exit-Vehikel ist ein REIT aber grundsätzlich denkbar. Zur Erfüllung der Wachstumspläne plant Hahn einen weiteren Personalaufbau im Asset Management und im Fondsmanagement und beabsichtigt, Managementleistungen auch für Dritte anzubieten.

HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.hahnag.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0006006703	**Umsatz**	**127,9**	**130,0**	**290,0**	**112,5**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	600 670	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	1,6%	123,1%	-61,2%	KGV 2008e	41,3
Bloombergkürzel	H4I	**EBIT**	**8,3**	**22,7**	**12,2**	**15,7**	KGV 2009e	15,0
Kurs (07.10.2008, 09:13 ETR) in EUR	4,03	- Veränderung ggü. Vorjahr	-17,5%	173,5%	-46,3%	28,7%		
Aktienanzahl in Mio.	12,0	- EBIT-Marge	6,5%	17,5%	4,2%	14,0%	Dividendenrendite 2008e	0,0%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	48,4	**EBT**	**6,3**	**11,0**	**1,8**	**4,6**	Dividendenrendite 2009e	2,5%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	74,6%	-83,6%	155,6%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	10,67	- EBT-Marge	4,9%	8,5%	0,6%	4,1%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	2,95
52-Wochen-Tief (in EUR)	3,30	**Jahresüberschuss**	**4,1**	**7,1**	**1,2**	**3,2**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	-
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	1.353	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	73,2%	-83,5%	175,2%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-53,6%	- Nettomarge	3,2%	5,5%	0,4%	2,9%	Anzahl der Objekte (2008)	-
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-66,8%	**Ergebnis je Aktie***	**0,34**	**0,59**	**0,10**	**0,27**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	1.543.000
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	73,2%	-83,5%	175,2%	Leerstandsquote (2008)	3,1%
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,12**	**0,18**	**0,00**	**0,10**	Mitarbeiter (2008)	83
Nächster Termin	13.11.2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	50,0%	---	---		
Aktionärsstruktur	Michael Hahn 79,06%; Vorstand 0,67%; Free Float 20,27%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

Operative Entwicklung

Die Hahn Gruppe konnte im ersten Halbjahr 2008 die Umsatzerlöse auf 29,7 Mio. EUR steigern (Vj.: 18,9 Mio. EUR). Der Anstieg war im Wesentlichen auf gestiegene Mieterlöse zurückzuführen. Das EBIT konnte auf 9,7 Mio. EUR nach 3,0 Mio. EUR im Vorjahr gesteigert werden. Das Ergebnis nach Steuern war im ersten Halbjahr 2008 negativ (-2,2 Mio. EUR). Im Vorjahr konnten noch 1,8 Mio. EUR ausgewiesen werden. Ausschlaggebend für den Ergebnisrückgang waren die im Vergleich zum Vorjahr geringeren Provisionserträge aus der Platzierung von Pluswertfondsanteilen sowie die Vorlaufkosten für die Vermarktung des institutionellen Fonds HAHN FCP-FIS – German Retail Fund. Die Hahn Gruppe hat im Berichtszeitraum fünf Immobilien bzw. Beteiligungen an Objektgesellschaften mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von rund 140 Mio. EUR von Dritten erworben. Von den neu erworbenen Objekten wurden Immobilien für rund 31 Mio. EUR über entsprechende Vehikel bei Investoren investiert. Davon entfallen rund 10 Mio. EUR auf private Anleger und 21 Mio. EUR auf institutionelle Investoren. Für die Zeichnung der ersten Tranche des HAHN FCP-FIS – German Retail Fund mit einem Eigenkapitalvolumen von insgesamt 125 Mio. Euro konnten angabegemäß namhafte institutionelle Investoren aus Deutschland und Österreich gewonnen werden. Die Hahn Gruppe selbst hat einen Co-Investmentanteil von 30 Mio. EUR gezeichnet.

HAHN-Immobilien (600 670) EUR

Ausblick

Der Vorstand hat im Rahmen der Veröffentlichung der Halbjahresergebnisse angekündigt, dass der Gewinn nach Steuern für das Gesamtjahr entgegen bisheriger Prognosen deutlich unter dem des Vorjahres liegen wird. Die bisherige Guidance sah noch ein Ergebnis vor, das stabil auf Vorjahreshöhe von rd. 7 Mio. EUR liegt. Die ausgeweitete Platzierungstätigkeit soll zu einem deutlichen Anstieg der Umsatzerlöse für das Gesamtjahr 2008 führen. Auf der Ertragsseite wird allerdings mit Belastungsfaktoren gerechnet, die aus dem gestiegenen Zinsniveau sowie Konzeptions- und Vermarktungskosten für den erfolgreich gestarteten HAHN FCP resultieren.

Fazit

Im derzeitigen Marktumfeld ist die Hahn Gruppe über das Management-Modell gut aufgestellt. Wir bevorzugen dennoch derzeit eine abwartende Haltung gegenüber der Aktie, was aus der geringen Liquidität der Aktie und aus Unsicherheiten über die Ergebniszahlen für das Gesamtjahr 2008 resultiert. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

In der Hansestadt Bremen verfügt Hamborner mit der Büroliegenschaft in der Hermann-Köhl-Straße über ein echtes Schmuckstück. Foto: Hamborner

Hamborner AG

Strategiewechsel wird weiter vorangetrieben

Unternehmensprofil

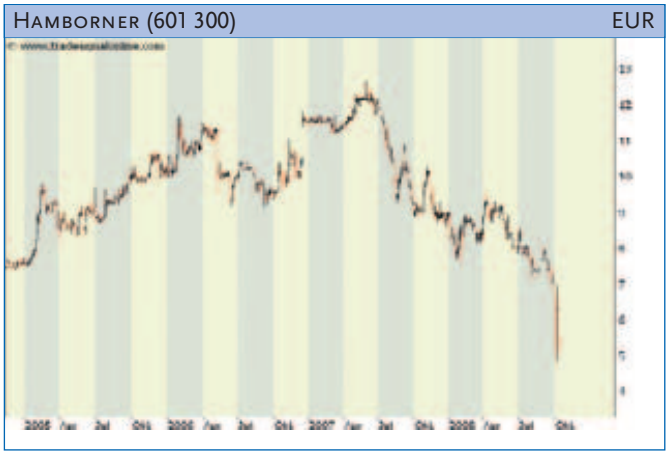
Die Hamborner AG wurde 1953 als Montanunternehmen gegründet, bevor Anfang der 70er Jahre eine Neuausrichtung hin zu einem reinen Immobilienunternehmen erfolgte. Im Frühjahr 2007 kam es durch die knapp über 50%-Beteiligung der HSH Real Estate zum Wechsel des Großaktionärs. In diesem Zusammenhang wurde auch ein Strategiewechsel vollzogen. Das Unternehmen hat sich von dem Segment Finanzanlagen getrennt und ist als langfristig orientierter aktiver Bestandshalter ausschließlich im Immobilienbereich tätig. Zum Jahresende 2007 umfasste das Immobilienportfolio 58 Objekte an 40 verschiedenen Standorten. Zuletzt wurde bekannt gegeben, dass der Aufsichtsrat die Bestellung von Roland J. Stauber zum Mitglied des Vorstands aus wichtigem Grund mit sofortiger Wirkung widerrufen hat. Dr. Rüdiger Mrotzek, der bislang das Finanzressort verantwortete, führt das Unternehmen seitdem zunächst als Alleinvorstand.

Strategie

Im ersten Halbjahr 2008 wurden die operative Weiterentwicklung und die strategische Neuausrichtung weiter vorangetrieben. So wurden weitere Immobilien im Wert von insgesamt 6,3 Mio. EUR erworben. Nach dem Stichtag wurden weitere Immobilien im Gesamtwert von 32,3 Mio. EUR erworben. 2007 wurden 114 Mio. EUR investiert. Die größten Zugänge entfielen dabei auf die Städte Meppen, Münster und Bremen. Hamborner verkauft auf der anderen Seite sukzessive Immobilien, die nicht zur Strategie der Gesellschaft passen. 2007 wurde im Wert von 16,8 Mio. EUR desinvestiert. Weitere Verkäufe sind mittelfristig zu erwarten, wobei die Gesellschaft aufgrund der derzeit schwierigen Marktlage zunächst abwartend agiert. Hamborner kauft Immobilien in Einzeltransaktionen oder in kleinen Portfolien. Die einzelnen Objekte haben einen Wert zwischen 3 und 15 Mio. EUR. Hamborner investiert in Geschäftshäuser in Toplagen und fokussiert sich dabei auf hoch frequentierte Fachmärkte und profitable Bürohäuser. Die Gesellschaft verzichtet beim Ankauf bewusst auf Immobilien mit großem Leerstand. Aktuell beträgt der Leerstand 2,5%, wobei die Zielmarke bei 2% liegt. Das Immobilienvolumen soll durch Zukäufe in Höhe von mindestens 50-100 Mio. EUR pro Jahr weiter ausgebaut werden. Kurz- bis mittelfristig wird mit dieser Strategie ein Portfolio von 500 Mio. EUR angestrebt. Die Erreichung der Zielsetzung, dieses Volumen möglichst bereits 2008 zu erreichen, ist im derzeitigen Marktumfeld allerdings nicht gesichert. Der Wachstumskurs soll jedoch weiter beschritten werden, wobei ein Portfolio von 1 Mrd. EUR ein weiterer Meilenstein wäre. Die Gesellschaft strebt an, in fünf Jahren zu den Top 5 REIT-Gesellschaften in Deutschland zu gehören. Hamborner hat die Vorbereitungshandlungen für die Umwandlung in einen REIT angabegemäß aufgenommen. Die Kapitalausstattung als Basis für weiteres Wachstum des Unternehmens ist weiter gut. So liegt die Eigenkapitalquote per 30.6.2008 bei 57,6%. Die Fremdfinanzierung wird an Bedeutung gewinnen, was sich an der Ziel-EK-Quote von 45% ablesen lässt. Die Gesellschaft finanziert Neuinvestitionen derzeit mit rd. 60% Fremdkapital. Das Asset Management wird von den eigenen Mitarbeitern durchgeführt, wobei Dienstleistungen für Dritte nicht angeboten werden.

Operative Entwicklung

Die Erträge aus der Grundstücks- und Gebäudebewirtschaftung lagen im 1. Halbjahr mit insgesamt 10,4 Mio. EUR um rund 54% über dem Vorjahresniveau. Der Anstieg resultiert im Wesentlichen aus den 2007 getätigten Neuinvestitionen und verdeutlicht den Wachstumskurs des Unternehmens. Die Gesellschaft hat per 30.06.2008 ein Betriebsergebnis in Höhe von 6,2



Hamborner AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.hamborner.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0006013006	**Umsatz**	**12,6**	**13,2**	**21,2**	**30,3**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	601 300	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	4,8%	60,6%	42,9%	KGV 2008e	10,8
Bloombergkürzel	HAB.FSE	**EBIT**	**13,8**	**45,1**	**16,9**	**27,4**	KGV 2009e	7,9
Kurs (08.10.2008, 14:55 ETR) in EUR	6,20	- Veränderung ggü. Vorjahr	7,0%	227,2%	-62,6%	62,1%		
Aktienanzahl in Mio.	22,7	- EBIT-Marge	109,5%	342,0%	79,7%	90,4%	Dividendenrendite 2008e	6,5%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	140,7	**EBT**	**13,8**	**45,4**	**13,9**	**24,5**	Dividendenrendite 2009e	8,1%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	229,2%	-69,4%	76,3%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	10,30	- EBT-Marge	109,5%	344,2%	65,6%	80,9%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	6,72
52-Wochen-Tief (in EUR)	4,85	**Jahresüberschuss**	**11,3**	**52,2**	**13,0**	**17,9**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	11,36
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	5.354	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	363,1%	-75,0%	37,1%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-27,8%	- Nettomarge	89,5%	395,7%	61,5%	59,0%	Anzahl der Objekte (2008)	-
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-30,8%	**Ergebnis je Aktie***	**0,50**	**2,30**	**0,57**	**0,79**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	153.667
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	363,1%	-75,0%	37,1%	Leerstandsquote (2008)	2,5%
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,30**	**0,35**	**0,40**	**0,50**	Mitarbeiter (2008)	25
Nächster Termin	14.11.2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	16,7%	14,3%	25,0%		
Aktionärsstruktur	HSH Real Estate AG 51,48%; Prof. Dr. Theo Siegert 10,37%; Streubesitz 38,15%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

Mio. EUR (Vorjahr 7,4 Mio. EUR) und einen Konzernüberschuss in Höhe von 4,3 Mio. EUR (Vorjahr 28,3 Mio. EUR) erwirtschaftet. Hierbei ist zu beachten, dass die Vorjahreszahlen aufgrund von Sonder- und Einmaleffekten (Buchgewinne sowie hohe Ergebnisse aus nicht fortzuführenden Aktivitäten) erheblich abweichen. So entfällt ein Ergebnis von 34,5 Mio. EUR im Gesamtjahr 2007 auf nicht fortzuführende Aktivitäten. Im Geschäftsjahr 2007 konnten die Miet- und Pachterträge auf 13,2 Mio. EUR (Vorjahr 12,6 Mio. EUR) gesteigert werden, Der für die Ausschüttung maßgebliche Bilanzgewinn im Einzelabschluss der Hamborner AG betrug 2007 rd. 7,97 Mio. EUR (Vorjahr 7,94 Mio. EUR) Der Net Asset Value (NAV) lag zum Ende des Geschäftsjahres 2007 bei 11,36 EUR je Aktie. Zum Halbjahr wurde kein aktualisierter NAV veröffentlicht.

Ausblick

Die Miet- und Pachterträge sollen infolge der Neuinvestitionen im Gesamtjahr 2008 auf mehr als 20 Mio. EUR gesteigert werden. Einhergehend mit fortschreitendem Wachstum ist hier von einer weiteren Aufwärtsentwicklung auszugehen. Im Bestandsportfolio geht Hamborner von einer stabilen Entwicklung der Miet- und Pachterträge aus. 2008 laufen angabegemäß keine größeren Mietverträge aus, für die bisher noch keine Anschlussverträge abgeschlossen werden konnten. Weiterhin will die Gesellschaft an der bisher praktizierten Dividendenpolitik festhalten und die Aktionäre angemessen am Gewinn beteiligen. Für 2007 wurden 0,35 EUR je Anteilsschein ausbezahlt, nachdem 2006 noch 0,30 EUR ausgeschüttet wurden. Wir rechnen mit 0,40 EUR für das Geschäftsjahr 2008. Die Gesellschaft geht von einer vollen Abzugsfähigkeit der Zinsaufwendungen aus und erwartet daher keine steuerlichen Nachteile durch die sogenannte Zinsschranke.

Meppen kauf im Kaufland „Am Neuen Markt“ ein, in Osnabrück arbeitet es sich schön in den Büros an der Sutthauser Straße. Foto: Hamborner

Fazit

Die Umstrukturierung der Gesellschaft spiegelt sich bereits im Jahresabschluss 2007 wider und wird weiter vorangetrieben. Eine Hauptaufgabe von Hamborner besteht weiterhin in einer stärkeren Kapitalmarktausrichtung und in der Etablierung im Markt, um als wichtiger Player bei Büro- und Einzelhandelsimmobilien zu gelten. Die Hamborner AG ist aus unserer Sicht solide aufgestellt. Allerdings geben wir zu bedenken, dass nach der Abberufung von Stauber der Vorstandsposten noch vakant ist. Gegen die Aktie spricht zudem die mangelnde Liquidität, so dass der Anleger abwarten sollte, ob sich die Gesellschaft dauerhaft etablieren kann. Derzeit raten wir von einem Investment ab. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

HELMA Eigenheimbau AG

Innovativer Baudienstleister

Die Musterhäuser der HELMA Eigenheimbau lassen die Vielfalt der Palette erkennen: Vom Energiesparhaus bis hin zum toskanischen Eigenheim hat der Kunde die freie Wahl. Fotos: HELMA

Unternehmensprofil

Die HELMA Eigenheimbau AG ist ein kundenorientierter Baudienstleister mit einem Full-Service-Angebot. Der Fokus der Gesellschaft liegt auf Entwicklung, Planung, Verkauf und Bauregie von schlüsselfertigen oder teilfertigen individuellen oder typisierten Ein- und Zweifamilienhäusern, die in Massiv- bzw. Elementmassivbauweise erstellt werden. Der Bau der Häuser erfolgt ausschließlich auf den Grundstücken der Käufer. Die Ausführung der zur Erstellung notwendigen Handwerksleistungen wird an geprüfte und beauftragte Vertragspartner übergeben. Das Tochterunternehmen HELMA Wohnungsbau GmbH & Co. KG ergänzt als Bauträger das Unternehmensangebot und erschließt gesellschaftseigene Grundstücke, um diese anschließend als Komplettangebot zu verkaufen. Die Aktien der HELMA Eigenheimbau AG sind seit dem 19. September 2006 im Entry Standard gelistet.

Strategie

HELMA konzentriert sich im Rahmen seines Geschäftsmodells auf strategisch wichtige und margenstarke Bereiche der Wertschöpfungskette. In der Produktentwicklung liegt der Fokus auf einer stetigen Aktualisierung des Produktportfolios und der Einbringung neuer Technologien in das Dienstleistungsangebot des Unternehmens. Im Vertriebsbereich zeichnet sich HELMA nach der vollzogenen Musterhausexpansion durch eine hohe Marktpräsenz im gesamten Bundesgebiet aus. Besonderer Fokus wurde auf die Vertriebsausweitung in die wachstumsstarken Regionen Bayern und Baden-Württemberg gelegt. Aktuell verfügt die Gesellschaft über 39 Musterhäuser, die in der Nähe von Ballungszentren oder in Fertighausausstellungen platziert sind. 89 selbständige Handelsvertreter garantieren die Präsenz in den Niederlassungen. Ein wichtiges Alleinstellungsmerkmal von HELMA besteht in der Individualität des Objektes. Diese Individualität wird durch eigene Architekten und Bauzeichner gewährleistet. Die Bauregie der Objekte erfolgt im Rahmen langjähriger Partnerschaften mit ausführenden Bauunternehmen. Neben dem Merkmal Individualität zeichnet sich die Strategie von HELMA durch den Fokus auf Innovation aus. Die Gesellschaft weist eine hohe Kompetenz in ökologischen Lösungen auf. Als wichtigstes Produkt ist hier das Sonnenhaus zu nennen, dessen Wärmebedarf komplett aus regenerativen Energien gespeist wird. Mindestens 50% des Bedarfs stammen dabei aus der Sonnenenergie. Das Sonnenhaus wurde Ende 2007 erfolgreich in den Markt eingeführt. Marktseitig ist 2007 ein Rückgang der Baugenehmigungen um 35% zu verzeichnen, wobei das Unternehmen 2008 von einer Stabilisierung ausgeht. In einem langfristig wachsenden Markt sieht HELMA Raum für weiteres Wachstum der Gesellschaft, nicht zuletzt da-

HELMA Eigenheimbau (A0E Q57) EUR

HELMA Eigenheimbau AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.helma.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE000A0EQ578	**Umsatz**	**57,6**	**38,6**	**57,5**	**71,0**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0E Q57	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-33,0%	49,1%	23,5%	KGV 2008e	106,6
Bloombergkürzel	H5E	**EBIT**	**1,8**	**-5,5**	**0,7**	**3,2**	KGV 2009e	5,1
Kurs (08.10.2008, 12:40 ETR) in EUR	4,10	- Veränderung ggü. Vorjahr	205,2%	---	---	357,1%		
Aktienanzahl in Mio.	2,6	- EBIT-Marge	3,1%	---	1,2%	4,5%	Dividendenrendite 2008e	0,0%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	10,7	**EBT**	**1,8**	**-5,7**	**0,1**	**3,0**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	9,80	- EBT-Marge	3,2%	---	0,2%	4,2%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	3,09
52-Wochen-Tief (in EUR)	3,80	**Jahresüberschuss**	**0,3**	**-5,5**	**0,1**	**2,1**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	-
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	1.488	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-27,1%	- Nettomarge	0,6%	---	0,2%	3,0%	Anzahl der Objekte (2008)	-
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-58,6%	**Ergebnis je Aktie***	**0,12**	**-2,10**	**0,04**	**0,81**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	-
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---	Leerstandsquote (2008)	-
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	Mitarbeiter (2008)	112
Nächster Termin	Apr 2009; GB	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---		
Aktionärsstruktur	Familie Maerzke 44,2%; Hindenburg Immobilien GmbH & Co. KG 25,3%; oberes Management 2,9%; Free Float 27,6%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

durch, dass auch größere Anbieter nicht über signifikant höhere Marktanteile verfügen. Signifikante Wachstumsimpulse erwartet das Management hierbei in den kommenden Jahren u.a. von der weiteren Etablierung der neuen Musterhausstandorte sowie einer positiven Geschäftsentwicklung beim Sonnenhaus.

Operative Entwicklung

In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres konnte HELMA die Gesamtleistung um über 35% auf 25,3 Mio. EUR steigern und dabei eine Rohertragsmarge von 21,8% (GJ 2007: 16,9%) erzielen. Mit der Verkürzung der durchschnittlichen Durchlaufzeiten auf 10,4 Monate und der Reduzierung des Personalaufwands (2,9 Mio. EUR nach 6,5 Mio. EUR im Gesamtjahr 2007) wurden zudem weitere, wichtige Etappenziele erreicht. Zur Jahresmitte ergab sich ein Konzern-EBIT von -0,54 Mio. EUR (GJ 2007: -5,3 Mio. EUR). HELMA hat zuletzt Vertriebszahlen für das dritte Quartal 2008 vorgelegt. Demnach wurde ein Netto-Auftragseingang von 16,6 Mio. EUR (Vj.: 12,3 Mio. EUR) erzielt. Die Anzahl der abgesetzten Einheiten konnte dabei von 79 auf 100 gesteigert werden. Der Netto-Auftragseingang nach neun Monaten lag bei 52,1 Mio. EUR (Vj.: 42,0 Mio. EUR) und die Anzahl der abgesetzten Einheiten lag bei 315 (Vj.: 279). Deutliche Wachstumsimpulse gingen hierbei insbesondere von den Vertriebsregionen Bayern und Baden-Württemberg mit 37 verkauften Einheiten (Q1-Q3 2007: 9) sowie vom HELMA-Sonnenhaus aus, welches in diesem Jahr 28 Mal verkauft wurde.

Ausblick

Der Vorstand strebt an, die Gesamtleistung und die Profitabilität zu steigern. Für 2008 wird eine Gesamtleistung von 55,0 bis 58,0 Mio. EUR in Aussicht gestellt, wobei 2009 ein weiterer Anstieg auf 68,0 bis 72,0 Mio. EUR erfolgen soll. EBIT-seitig rechnet das Management ab dem laufenden Geschäftsjahr mit schwarzen Zahlen. Während 2007 dieses noch deutlich negativ war (-5,3 Mio. EUR), soll 2008 ein EBIT von 0,4 bis 0,7 Mio. EUR erzielt werden. Im darauf folgenden Jahr wird ein Anstieg auf 2,7 bis 3,3 Mio. EUR prognostiziert. 2010 ist nach Aussagen der Gesellschaft mit einem zweistelligen Anstieg der Gesamtleistung und einem überproportionalen Wachstum des EBIT zu rechnen.

Fazit

Unter der Prämisse, dass sich das Niveau der Baugenehmigungen stabilisiert, ist mit einer dynamisch positiven Geschäftsentwicklung von HELMA zu rechnen. Der vor Jahressicht noch fragliche Turnaround stellt sich 2008 sukzessive ein. Zunehmend versteht es das Unternehmen, in der Nische auch attraktive Margen zu erzielen. Die Kostensenkungsmaßnahmen wurden bereits in den Halbjahreszahlen visibel. Wir weisen darauf hin, dass marktseitig Risiken existieren, ob im Eigenheimbereich die Nachfrage robust sein wird. Aufgrund der Tatsache, dass HELMA operativ nunmehr gut aufgestellt ist, überwiegen für uns aber die Chancen gegenüber den Risiken, was positive Impulse für die Aktie zur Folge haben sollte. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

IFM Immobilien AG

Developer für Büro- und innerstädtische Einzelhandelsimmobilien

Der Bürokomplex WestendFirst in Frankfurt überzeugt durch seine architektonische Schlichtheit (oben), ebenso der Romeo-and-Julia-Tower. Fotos: IFM

Unternehmensprofil

Die IFM Immobilien AG wurde im Oktober 2005 gegründet und ist seit April 2008 im Prime Standard gelistet. Obwohl die Gesellschaft sehr jung ist, kann sie, personifiziert durch ihren Vorstand sowie die zweite Managementebene, auf mehr als 20 Jahre unternehmerische Tätigkeit im Bereich Projektentwicklung und Bestandvitalisierung zurückblicken. Spezialisiert hat sich IFM auf das Investment und die Entwicklung von Büro- und innerstädtischen Einzelhandelsimmobilien.

Unternehmensstrategie

Die Gesellschaft ist ein Investor und Projektentwickler für gewerbliche Immobilien mit Schwerpunkt Büro- und innerstädtische Einzelhandelsnutzung in einer Größenordnung von 15-100 Mio. EUR. Im Zentrum der Geschäftstätigkeit stehen die Restrukturierung, das Redevelopment und die Neupositionierung von Gewerbeimmobilien sowie die Entwicklung der dazugehörigen Marketing- bzw. Vermietungskonzepte. Die IFM kauft veraltete oder im Markt falsch positionierte Objekte günstig auf. Zurzeit ist die Gesellschaft in elf Objekte investiert. Der Schwerpunkt der Investitionstätigkeit liegt dabei im Rhein-Main- und Rhein-Neckar-Gebiet sowie in Berlin (Mitte). 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. Um die Wertsteigerungspotenziale der Projekte zu heben, greift die IFM Immobilien AG in hohem Maße auf externe Dienstleister zurück. Sind die Wertzuwächse in der jeweiligen Immobilie gehoben, entscheidet das Management auf der Basis der Rendite auf das eingesetzte Kapital, ob dieses Objekt weiter im Bestand gehalten werden soll oder eine Veräußerung die bessere Alternative ist. Bisher hat die Gesellschaft noch keine Verkäufe vollzogen.

Operative Entwicklung

Im ersten Halbjahr 2008 stieg der Konzernumsatz auf 6,8 Mio. EUR (Vj.: 3,8 Mio. EUR). Die Treiber hinter dieser Entwicklung sind die zusätzlichen Mieteinnahmen durch die im Jahr 2007 erworbenen Objekte „Maxxon“ in Eschborn, „Kureck“ in Wiesbaden, „Office Tower“ in Darmstadt sowie die fortschreitende Vermietung des Objekts „GutenbergPark“ in Mainz. Vor allem durch Einmaleffekte im Rahmen des Börsensegmentwechsels in Höhe von 0,6 Mio. EUR war ein rückläufiges EBT (3,0 Mio. EUR ; Vj.: 3,8 Mio. EUR) zu verbuchen. Weiterhin wirkte sich auf das EBT das Finanzergebnis in Höhe von -2,1 Mio. EUR (Vj.: -0,5 Mio. EUR) negativ aus. Der Anstieg dieser Position korrespondiert mit der Zunahme des Immobilienbestandes und den entsprechenden Mieteinnahmen. Durch geringere steuerliche Aufwendungen konnte mit 2,3 Mio.

IFM Immobilien AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

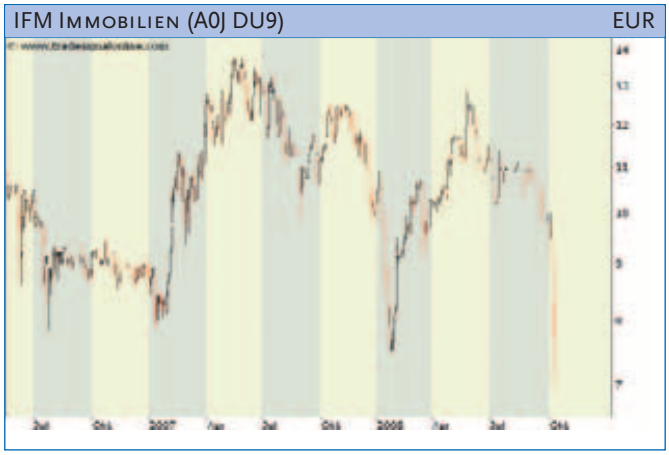
Internetadresse	www.ifm.ag	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE000A0JDU97	**Umsatz**	**4,3**	**9,3**	**14,4**	**19,8**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0J DU9	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	116,5%	55,4%	37,4%	KGV 2008e	14,5
Bloombergkürzel	IFM	**EBIT**	**3,4**	**8,3**	**17,1**	**23,6**	KGV 2009e	10,5
Kurs (08.10.2008, 10:21 ETR) in EUR	9,00	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	144,1%	106,4%	37,6%		
Aktienanzahl in Mio.	9,4	- EBIT-Marge	---	89,6%	119,1%	119,2%	Dividendenrendite 2008e	0,0%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	84,2	**EBT**	**0,9**	**4,3**	**8,4**	**11,1**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	377,8%	95,1%	32,0%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	12,85	- EBT-Marge	---	46,4%	58,3%	56,0%	Buchwert je Aktie (Dez 2007; in EUR)	11,08
52-Wochen-Tief (in EUR)	8,55	**Jahresüberschuss**	**0,4**	**5,2**	**5,8**	**8,0**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	16,02
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	3.810	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	1073,8%	11,8%	38,2%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-14,1%	- Nettomarge	---	56,1%	40,4%	40,6%	Anzahl der Objekte (2008)	11
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-25,0%	**Ergebnis je Aktie***	**0,05**	**0,56**	**0,62**	**0,86**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	139.000
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	1073,8%	11,8%	38,2%	Leerstandsquote (2008)	n.a.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	Mitarbeiter (2008)	28
Nächster Termin	-	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---		
Aktionärsstruktur	Management/Aufsichtsrat 11%; Andere 31%; Free Float 58%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

EUR ein Jahresüberschuss auf Vorjahresniveau ausgewiesen werden. Ende des zweiten Quartals wurde eine Barkapitalerhöhung um rund 10% des Grundkapitals vollzogen. Mit diesem Schritt flossen der Gesellschaft, vor Abzug der Kosten, 9,4 Mio. EUR zu, was einem rechnerischen Aktienkurs von 11,00 EUR entspricht. Das Grundkapital erhöhte sich damit von 8,5 Mio. EUR auf 9,35 Mio. EUR. Bereits im dritten Quartal erwarb die IFM die „Zeilgalerie" in Frankfurt/Main. Insgesamt will das Unternehmen 59 Mio. EUR in dieses Objekt investieren, davon 8,0 Mio. EUR als Revitalisierungsmaßnahme.

Ausblick

Das Portfolio hat einen bilanziellen Wert von ca. 243 Mio. EUR. Zuzüglich der Investitionen in die laufenden Projektentwicklungen entspricht dies einem fairen Marktwert von ca. 400 Mio. EUR. Zudem hat das Unternehmen mit zwei Grundstücken in Berlin sowie freien Flächen in Wiesbaden weitere Assets im Bestand, deren Entwicklung noch bevorsteht, wobei aber der Investitionsbedarf noch durch den realisierten Qualitätsstandard variieren kann. Mittelfristig plant die Gesellschaft, ein Portfolio von 500 Mio. EUR aufzubauen. In den nächsten Monaten gilt es für das Unternehmen, sein Objekt „Romeo und Julia" erfolgreich zu beenden und erste Mietverträge abzuschließen. Dies könnte neben positiven Cashflows auch zu Bewertungsgewinnen (vor allem 2009) führen. Weiterhin sollten konkretere Schritte bei der Zeilgalerie zu erwarten sein, so zum Beispiel der Eintritt ins Objekt-Marketing. Das größte Handicap der Gesellschaft ist unseres Erachtens der fehlende Track Record auf



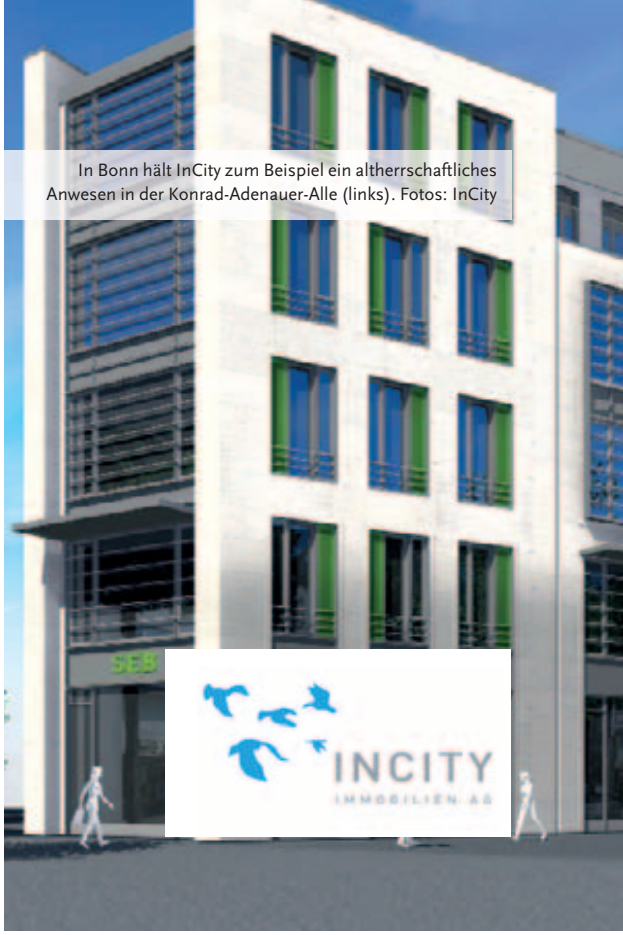
Die über die Stadtgrenzen hinaus bekannte Zeil-Galerie gehört ebenfalls zu IFM Immobilien. Foto: IFM

der Verkaufsebene. Bisher hat die IFM Immobilien noch keine Objekte veräußert. Wir gehen davon aus, dass mittelfristig die Veräußerung eines Objektes stattfinden dürfte.

Fazit

Anders als vor Jahresfrist hat die Gesellschaft nun eine bessere Streuung der Objekte. Einerseits sind einige Objekte bereits fertig, bei anderen steht die Fertigstellung unmittelbar bevor. Zudem verfügt die Gesellschaft momentan über einige Projekte in der Pipeline, deren Fertigstellung noch einiger Jahre bedarf. Somit sollte auch langfristig Wachstumsphantasie in diesem Wert inhärent sein. 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 sehr beeindruckend. Weiterhin realisiert die Gesellschaft mit dem vorhandenen Portfolio stabile Cashflows. Zusammenfassend ist ein Investment in diesen Wert als Beimischung zu einem langfristig ausgerichteten Depot in Erwägung zu ziehen. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe



In Bonn hält InCity zum Beispiel ein altherrschaftliches Anwesen in der Konrad-Adenauer-Alle (links). Fotos: InCity

InCity Immobilien AG

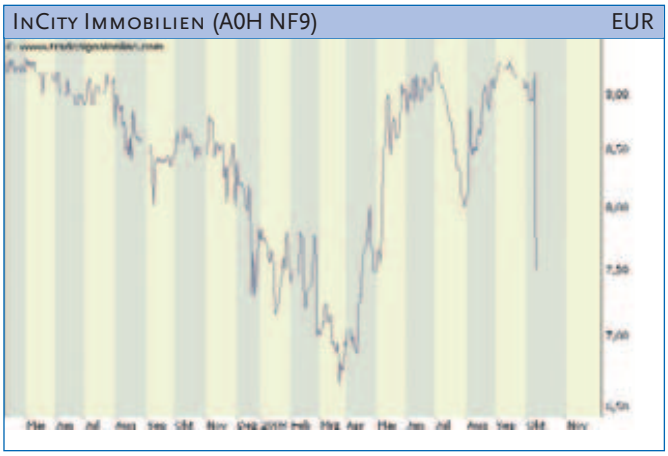
Der Lifestyle Spezialist

Unternehmensprofil

Die InCity Immobilien AG, die Ende 2005 gegründet wurde und seit März 2007 im Entry Standard notiert, ist auf die Konzeption und Realisierung von hochwertigen Immobilien in Innenstadtlagen spezialisiert. Die Gesellschaft fokussiert sich auf die kaufkräftige Kundschaft und stellt bei den Projekten den Aspekt „Lifestyle“ in den Mittelpunkt. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt in den Innenstädten bzw. Regionen von Köln/Bonn/Düsseldorf (44% der Flächen), Berlin (25%) und Weimar/Erfurt (20%). Auf die Rhein/Main-Region sowie auf Sonstige entfallen 11% der Flächen. Die Gesellschaft veräußert diese Objekte weiter und baut keinen eigenen Bestand auf (Buy-and-Sell-Strategie). Der Fokus des Unternehmens ist wohnungswirtschaftlich, wobei vermehrt Opportunitäten im Einzelhandelsbereich wahrgenommen werden.

Strategie

Die Gesellschaft übernimmt sämtliche Prozesse innerhalb der Wertschöpfungskette. So werden die Due Diligence, die Finanzierung und der Ankauf als auch der Vertrieb der Objekte aus einer Hand und vollständig mit eigenen Mitarbeitern angeboten. Durch die parallel laufenden Einzelprozesse lässt sich der Gesamtprozess beschleunigen und letztlich ein schnellerer Return on Investment erzielen. Die klassische Strategie der InCity stellt sich wie folgt dar: Das Unternehmen kauft oben genannte Top-Objekte nach bestimmten Investmentkriterien. Hierzu zählen z.B. die gute bis sehr gute Lage im Innenstadtbereich und die Eignung des Objektes für die standardisierte Projektentwicklung. Im Falle einer einstimmigen Vorstandsentscheidung für den Ankauf werden die Objekte dann revitalisiert (Teil- und Vollsanierung sowie Denkmalsanierung). Auch die Entwicklung von Neubauten gehört zur Geschäftsstrategie. Danach werden Wohnimmobilien in rechtlich unabhängige Einheiten aufgeteilt und ein Vermarktungskonzept entwickelt. Die Käuferzielgruppe der Gesellschaft sind Kapitalanleger und Eigennutzer (Jungsenioren ab 50 Jahre und solvente jüngere Menschen ab 30 Jahre).



Der Vertrieb erfolgt in einem zweigleisigen Vertriebskonzept. Zum einen bedient sich InCity eines gewachsenen Netzwerks für den Fremdvertrieb, welches aus verschiedenen lokalen und auch überregionalen Maklern und Kapitalanlagevertrieben besteht. Zum anderen werden Objekte mittels der eigenen Internetplattform (www.IKP21.de) vertrieben. Der datenbankgestützte Vertrieb erfolgt im Raum Köln/Bonn und soll auf weitere Regionen ausgedehnt werden. Abseits des Kerngeschäfts weist InCity mittlerweile erste Referenzobjekte im Bereich REIS (Real Estate Investment Services) auf. So wurde zuletzt ein Einzelhandelsobjekt in der Kölner Innenstadt revitalisiert und veräußert. Die Gesellschaft nutzt bei derartigen Projekten den Dealflow aus dem Kerngeschäft, so dass sich Synergien zum Kerngeschäft ergeben. Langfristige strategische Ziele sind die Erschließung neuer geografischer Märkte in Frankfurt oder Hamburg und die aktive Mitwirkung an der Branchenkonsolidierung.

InCity Immobilien AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

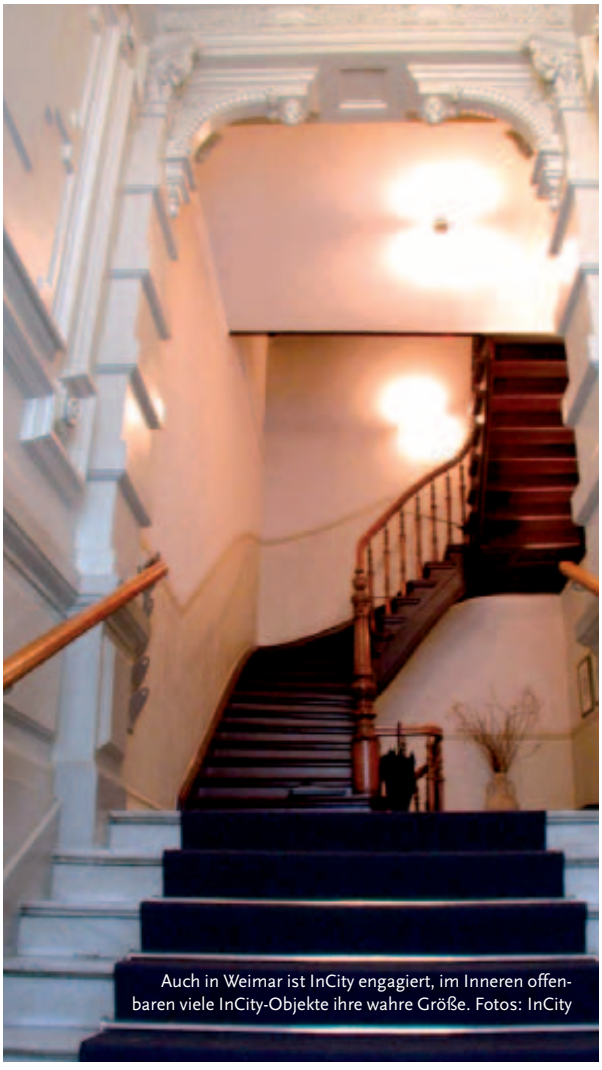
Internetadresse	www.incity.ag	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE000A0HNF96	**Umsatz**	**24,4**	**53,4**	**91,0**	**105,0**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0H NF9	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	118,8%	70,4%	15,4%	KGV 2008e	3,6
Bloombergkürzel	IC8	**EBIT**	**2,9**	**7,3**	**11,2**	**13,7**	KGV 2009e	2,8
Kurs (07.10.2008, 09:02 ETR) in EUR	9,20	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	156,2%	52,5%	22,3%		
Aktienanzahl in Mio.	2,5	- EBIT-Marge	---	13,7%	12,3%	13,0%	Dividendenrendite 2008e	5,4%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	23,0	**EBT**	**2,3**	**5,1**	**7,7**	**8,9**	Dividendenrendite 2009e	7,1%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	118,2%	52,4%	15,6%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	9,50	- EBT-Marge	---	9,5%	8,5%	8,5%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	5,10
52-Wochen-Tief (in EUR)	8,95	**Jahresüberschuss**	**1,4**	**3,0**	**6,4**	**8,1**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	-
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	2.408	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	119,8%	110,0%	26,6%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	16,6%	- Nettomarge	---	5,7%	7,0%	7,7%	Anzahl der Objekte (2008)	-
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	3,3%	**Ergebnis je Aktie***	**0,55**	**1,22**	**2,56**	**3,24**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	-
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	119,8%	110,0%	26,6%	Leerstandsquote (2008)	-
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,25**	**0,50**	**0,65**	Mitarbeiter (2008)	29
Nächster Termin	-	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	100,0%	30,0%		
Aktionärsstruktur	Familie Peto 35,27%; K. Prokop 31,39%; Free Float 24,40%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

Operative Entwicklung

Im ersten Halbjahr 2008 wurde ein Umsatz von 33,6 Mio. EUR (IFRS) erzielt. Gegenüber dem Halbjahresergebnis 2007 von 12,7 Mio. EUR (HGB) entspricht das einer Steigerung von rund 165%. Die Gesamtleistung steigerte sich auf 51,2 Mio. EUR (Vorjahr: 28,7 Mio. EUR). Das operative Ergebnis (EBIT) verbesserte sich im Berichtszeitraum auf 5,6 Mio. EUR nach 2,8 Mio. EUR im Vorjahr. Nach Zinsen und Steuern ergab sich ein Periodenüberschuss in Höhe von 2,9 Mio. EUR. Aktuell verfügt die Gesellschaft über einen Auftragsbestand sowie im Vertrieb- oder Entwicklungsstadium befindliche Immobilienprojekte mit einem Verkaufsvolumen von über 200 Mio. EUR, das in den kommenden zwölf bis 18 Monaten sukzessive realisiert werden soll.

Zuletzt hat InCity bekannt gegeben, dass gemeinsam mit der Primus Immobilien AG ein Grundstück in attraktiver Lage in Berlin-Schöneberg erworben wurde. Drei Neubauten mit insgesamt 35 Wohneinheiten sowie Stellplätzen werden errichtet. Das Objekt soll nach Fertigstellung, die für Mitte 2010 geplant ist, eine Gesamtnutzfläche von knapp 3.900 m² mit einem Verkaufsvolumen von insgesamt rund 13,5 Mio. EUR umfassen.



Auch in Weimar ist InCity engagiert, im Inneren offenbaren viele InCity-Objekte ihre wahre Größe. Fotos: InCity

Ausblick

Für das Gesamtjahr 2008 erwartet der Vorstand im Vergleich zum Vorjahr eine Steigerung des Umsatzes um 44% auf 77 Mio. EUR bei einer Gesamtleistung von rund 90 Mio. EUR und einer Verbesserung des EBIT um über 50% auf 11,1 Mio. EUR. Der Jahresüberschuss soll im Geschäftsjahr 2008 auf 6,4 Mio. EUR mehr als verdoppelt werden. Vor diesem Hintergrund geht der Vorstand für das laufende Geschäftsjahr von einer deutlichen Erhöhung der Dividende aus. Für 2007 wurden 0,25 EUR ausgeschüttet.

Fazit

Mittlerweile hat sich InCity erfolgreich im Markt etabliert und wächst dynamisch in einer attraktiven Nische. Diese Entwicklung hat aber, auch in Verbindung mit der Erschließung des neuen Geschäftsbereiches und neuer Märkte, Risiken, auf die wir explizit hinweisen. So muss der Aufbau des Mittel-Managements vorangetrieben werden, um das Wachstum bewältigen zu können und die Abhängigkeit vom derzeitigen Management zu reduzieren. Positiv werten wir im derzeitigen Marktumfeld die detaillierte Guidance für das Gesamtjahr. Unter dem Strich erwarten wir eine Seitwärtsbewegung der Aktie. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

„Unsere Aktie muss den wahren Wert unseres Unternehmens widerspiegeln“

Smart Investor sprach mit André Peto, Vorstand und Gründer der InCity Immobilien AG, über mögliche Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf das operative Geschäft, das Engagement bei Gewerbeimmobilien und die relative Stärke der eigenen Aktie.

Smart Investor: Die Finanzmarktkrise hat sich zuletzt dramatisch verschärft. Inwieweit belastet das einen Immobilienentwickler wie InCity in seiner Planung und Geschäftstätigkeit?
Peto: Natürlich ist die momentane Situation herausfordernd. Auswirkungen der Krise spüren wir bei unserer Geschäftstätigkeit jedoch im Moment noch nicht. Die Finanzierungen sind allgemein schwieriger geworden, grundsätzlich ist aber keine Kreditklemme zu spüren. Wir halten daher auch an unseren Planungen fest. In der jetzigen Situation sind krisenfeste und inflationssichere Anlageprodukte gesucht, so dass wir teilweise neue Käufergruppen ansprechen können.

Smart Investor: Sie sprechen mit den von Ihnen gebauten oder sanierten Innenstadtwohnungen nicht nur Eigennutzer, sondern auch Kapitalanleger an. Befürchten Sie nicht, dass mit der schwierigen Situation am Kreditmarkt die Nachfrage in Zukunft deutlich zurückgehen wird?
Peto: Seit 1995 ist der Wohnungsbau in Deutschland rückläufig und der Trend hin zu attraktiven urbanen Ballungszentren steigt weiter. Leben in der City ist in, Wohnraum knapp, Preissteigerungen sind vorprogrammiert. Der deutsche Immobilienmarkt bleibt attraktiv. Diese Chance werden wir nutzen. Unsere Endkunden haben durch ihren in der Regel relativ hohen Eigenkapitalanteil unseres Erachtens nach keinerlei Finanzierungsprobleme. Aktuell sehe ich auch eher Spielraum für ein mittelfristiges Sinken der langfristigen Zinsen, was unserem Vertrieb helfen müsste.

Smart Investor: Es fällt auf, dass Sie sich wie im Fall der Objekte in der Kölner Breite Straße auch bei Büro- und Gewerbeimmobilien engagieren. Verwässern Sie sich damit nicht Ihr Profil als Entwickler von Wohnimmobilien?
Peto: Von unserer operativen Plattform aus werden wir uns stetig in solche Bereiche hinein- und weiterentwickeln, in denen wir unsere Kernkompetenzen einsetzen können. Mit der Diversifikation unseres Produktportfolios erreichen wir nun einerseits eine kontinuierliche Wertsteigerung mit hoher Planungssicherheit und andererseits ein beschleunigtes Wachstum für unsere Unternehmensgruppe. Denn die Entwicklung und Herstellung von Einzelhandelsobjekten sowie von Wohnungsportfolios bewerkstelligen wir mit externen eigenkapitalähnlichen Mitteln, die keine Anteilsverwässerung nach sich ziehen. Aber unsere Linie, die Konzeption und Realisierung von hochwertigen Immobilien in Innenstadtlagen, verlassen wir dabei keinesfalls.

Smart Investor: Das erste Halbjahr konnten Sie mit Bestmarken bei Umsatz wie Ergebnis abschließen. Die Erlöse nahmen um rund 165% auf 33,6 Mio. EUR zu, der Überschuss erreicht 2,9 Mio. EUR. Was darf man als Anleger im Gesamtjahr von Ihnen erwarten?
Peto: Für das Gesamtjahr 2008 erwarten wir eine Steigerung des Umsatzes auf 77 Mio. EUR bei einer Gesamtleistung von rund 90 Mio. EUR und eine Verbesserung des operativen Ergebnisses auf 11,1 Mio. EUR. Den Jahresüberschuss wollen wir auf 6,4 Mio. EUR mehr als verdoppeln. Unsere Aktionäre dürfen mit einer Dividendenerhöhung rechnen.

André Peto

Smart Investor: Stehen nach dem Verkauf großer Objekte in Stuttgart und Köln bis Jahresende weitere solcher Deals an?
Peto: Wir haben eine gut gefüllte Entwicklungs- und Vertriebspipeline und werden sowohl kleinere als auch größere Objekte bis zum Jahresende verkaufen.

Smart Investor: Auf breiter Front purzeln an den Weltbörsen die Aktienkurse, so auch die Immobilienwerte. Was sind die Gründe dafür, dass sich die InCity-Aktie diesem Negativtrend bisher entziehen konnte?
Peto: Es freut uns natürlich, unter Deutschlands Immobilienwerten bislang in diesem Jahr die beste Kursperformance gezeigt zu haben. Wir haben ein gutes Geschäftsmodell und haben unsere Planungen eingehalten. Das alleine reicht aber nicht. Mit der Unterstützung unserer IR-Agentur stehe ich in einem fortwährenden Dialog mit bestehenden und potenziellen Investoren. Wir versuchen stets die Anregungen unserer Stakeholder zu berücksichtigen. Für uns kann es nur ein Ziel geben: Unsere Aktie muss den wahren Wert unseres Unternehmens widerspiegeln. Und da sind wir trotz der vergleichsweise guten Performance noch nicht.

Smart Investor: Herr Peto, besten Dank für das Gespräch. ■

Interview: Marcus Wessel

Bitte einsenden an: Smart Investor Media GmbH · Hofmannstr. 7a · 81379 München · Telefon: 089- 2000 339-0

Fax-Order: 089- 2000 339-38 oder online unter **www.smartinvestor.de/abo**

ABONNEMENT

❑ **Ja,** bitte senden Sie mir den **Smart Investor** ab der kommenden Ausgabe für ein Jahr (12 Ausgaben) zum Preis von 48,- Euro* zu. Das Abonnement verlängert sich um jeweils ein Jahr, wenn es nicht bis sechs Wochen vor Ablauf gekündigt wird.

KOSTENLOSES KENNENLERN-ANGEBOT

❑ **Ja,** ich möchte den **Smart Investor** gerne testen und nehme Ihr kostenloses Kennenlern-Abonnement an. Bitte senden Sie mir die kommenden zwei Ausgaben an die unten stehende Adresse zu. Überzeugt mich die Qualität des Magazins, beziehe ich den Smart Investor anschließend zum Preis von 48,- Euro* pro Jahr (12 Ausgaben). Andernfalls kündige ich mein Kennenlern-Abonnement bis zwei Wochen nach Erhalt der zweiten Ausgabe, und mir entstehen keine weiteren Verpflichtungen.

*) 48,- Euro bei Lieferung innerhalb Deutschland, 60,- Euro Luftpost innerhalb Europa, 80,- Euro Luftpost Rest Welt

Name, Vorname: .....

Postfach/Straße: ..... PLZ, Ort: .....

Telefon: ..... Fax: ..... eMail-Adresse: .....

Ort und Datum: ..... Unterschrift: .....

Widerrufsgarantie: Dieser Auftrag kann binnen zwei Wochen widerrufen werden. Rechtzeitiges Absenden genügt.

Wohnanlage in Merseburg (oben und unten), Mehrfamileinhaus in Weimar (rechts); Fotos: informica

informica real invest AG

Immobilien von Würzburg bis Berlin

Unternehmensprofil

Die im Entry Standard gelistete Gesellschaft investiert in Wohnimmobilien mit geringem Leerstand, was einen Hauptunterschied zu den meisten anderen Gesellschaften darstellt, und mit Mieten unter dem Marktniveau. Nach erfolgtem Kauf wird die Wertsteigerung vor allem durch Mieterhöhungen realisiert. Der regionale Anlageschwerpunkt der Gesellschaft liegt auf der Linie von Würzburg über Thüringen bis nach Berlin. Die Gesellschaft hat zurzeit 30 Bestandsobjekte mit einem Volumen von über 53 Mio. EUR. Neben diesem Stammgeschäft investiert das Unternehmen opportunistisch in Entwicklungen von Gewerbeimmobilien. Außerdem betreibt das Unternehmen ein eigenes Asset Management in Berlin und Thüringen.

Strategie

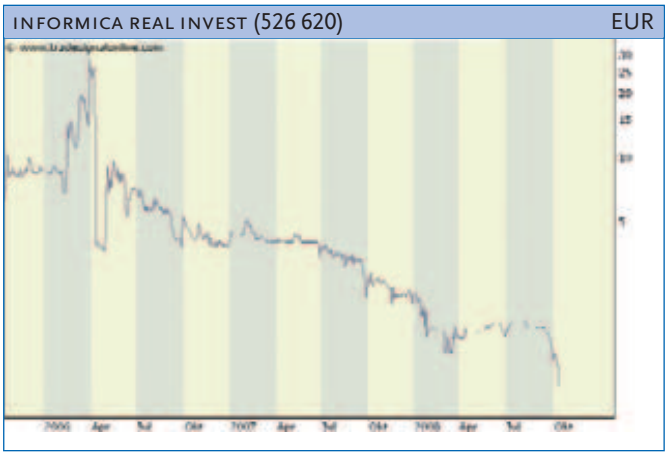
Im Bereich der Wohnimmobilien erreicht das Unternehmen seine Wertschöpfung durch zwei Kanäle. Einerseits durch den günstigen Einkauf der Immobilien (Anfangsrendite >8%) und andererseits durch das vorhandene Mietsteigerungspotenzial sowie durch kleinere Flächenerweiterungen. Zum Ende des letzten Geschäftsjahres betrug der durchschnittliche Mietzins 6,08 EUR je m², was einem durchschnittlichen Einkaufspreismultiplikator von 11,85 entspricht. Wohnimmobilien im Bestand der Gesellschaft werden unter dem Dach der informica real invest aggregiert. Die Wertsteigerung durch die Verringerung von Leerständen fällt bei der informica weg, da man bewusst auf den Kauf von Immobilien mit hohem Leerstand verzichtet. Die potenziellen Kaufobjekte sind Immobilien, die eine Eigenkapitalrendite von 20% ermöglichen, sich in zentraler Lage befinden, hohe Vermietungsstände aufweisen sowie niedrigen Sanierungsbedarf haben. Das Heben der Optimierungspotenziale dauert, abhängig von der Immobilie, mindestens drei Jahre, dann wird, sofern für diese ein attraktiver Preis erzielt werden kann, der Exit vollzogen. Die frei werdenden Mittel stärken den Finanzierungsspielraum der Gesellschaft und werden in andere Objekte investiert. Die Gewerbeimmobilien sind in dem 100%igen Tochterunternehmen informica REIT AG zusammengefasst. Eine Umwandlung dieses Unternehmens in einen REIT ist aktuell auszuschließen. Dies hat verschiedene Gründe; so befasst sich dieser Teil der Gesellschaft vor allem mit Projektentwicklungen, die kritische Masse für einen REIT wäre zudem zu gering. Es ist festzuhalten, dass dieses Geschäftssegment vor allem opportunistischer Natur ist. Insgesamt befinden sich in diesem Bereich drei Entwicklungsprojekte. Während im Bereich der Wohnimmobilien die stabilen Cashflows generiert werden sollen, sorgt dieser Bereich in unregelmäßigen Abständen für zusätzliche Erträge. Das dritte Standbein der Gesellschaft ist das Asset Management. Hier hat man zwei jeweils 50%ige Tochterunternehmen, eines für Berlin und ein weiteres in Thüringen. Als Nebengeschäftsfeld ist die Gesellschaft mit der infomica Immobilienbörse GmbH im Immobilien-Brokerage tätig. Hier sollen zusätzliche Erträge erwirtschaftet werden. Wichtig für die Durchsetzung der eingeschlagenen Strategie der informica ist das Management, welches über eine 25-jährige Erfahrung im Immobiliensektor verfügt. Finanzierungsseitig hat die informica einen durchschnittlichen Zins von ca. 5,4%, bei einer durchschnittlichen Restlaufzeit der Finanzverbindlichkeiten von acht Jahren. Bei der Dividendenpolitik gehen wir in den nächsten Jahren davon aus, dass die Gesellschaft die entstandenen Gewinne im Unternehmen belassen wird, um weiteres Wachstum zu finanzieren.

informica real invest AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.informacia-real-invest.ag	nach IFRS	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0005266209	**Umsatz**	**1,1**	**4,1**	**5,0**	**5,8**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	526 620	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	276,2%	21,5%	15,0%	KGV 2008e	5,4
Bloombergkürzel	IDE	**EBIT**	**4,3**	**3,4**	**4,2**	**4,4**	KGV 2009e	5,3
Kurs (07.10.2008, 11:21 ETR) in EUR	1,16	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-20,2%	21,0%	5,1%		
Aktienanzahl in Mio.	9,1	- EBIT-Marge	390,9%	82,9%	82,5%	75,4%	Dividendenrendite 2008e	0,0%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	10,6	**EBT**	**4,0**	**2,2**	**2,8**	**2,9**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-44,2%	26,3%	2,6%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	2,90	- EBT-Marge	363,6%	54,0%	56,1%	50,0%	Buchwert je Aktie (Mrz. 2008; in EUR)	3,20
52-Wochen-Tief (in EUR)	1,01	**Jahresüberschuss**	**2,5**	**2,2**	**1,9**	**2,0**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	-
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	2.692	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-11,4%	-12,1%	2,6%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-56,8%	- Nettomarge	227,3%	53,5%	38,7%	34,5%	Anzahl der Objekte (2008)	30
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-61,9%	**Ergebnis je Aktie***	**0,27**	**0,24**	**0,21**	**0,22**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	55.993
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-11,4%	-12,1%	2,6%	Leerstandsquote (2008)	2,4%
Geschäftsjahr	31.03.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	Mitarbeiter (2008)	8
Nächster Termin	Nov. 2008: Hj. Zahlen	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---		
Aktionärsstruktur	Absolute Capital Management ca. 51%; Management ca. 4%; Free Float ca. 45%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl



Operative Entwicklung

Die Mieterträge konnten im Geschäftsjahr 2007/ 2008 nach vorläufigen Zahlen um 273% auf 4,1 Mio. EUR gesteigert werden. Das Immobilienvermögen erhöhte sich im Geschäftsjahr um 20,2 Mio. EUR auf 53,1 Mio. EUR. Der Anteil des Bewertungsergebnisses an der Bestandserhöhung lag mit 2,6 Mio. EUR unter dem vergleichbaren Wert des Vorjahres (Vj.: 4,9 Mio. EUR). Zusätzlich konnten Veräußerungserlöse in Höhe von 2,7 Mio. EUR erzielt werden. Dies ist vor allem auf niedrigere Einkäufe von Immobilien im Vergleich zum Vorjahr zurückzuführen. Die Gesamtleistung (Mieteinnahmen, Erlöse aus Veräußerungen und Bewertungsergebnis) lag mit 9,6 Mio. EUR ca. 59% über dem Vorjahreswert. Auf der EBIT-Ebene konnten 3,4 Mio. EUR (Vj.: 4,3 Mio. EUR) erzielt werden. Auch der Jahresüberschuss war mit 2,2 Mio. EUR (Vj.: 2,5 Mio. EUR) rückläufig. Dies ist vor allem den geringeren Bewertungsgewinnen geschuldet. Mit einer Eigenkapitalquote von 42,2% ist das Unternehmen solide finanziert.

Ausblick

Die Gesellschaft plant mittelfristig den weiteren Aufbau des Immobilienportfolios, das Problem stellt aber die Aktionärsstruktur dar. War das Management letztes Jahr noch zuversichtlich, sich durch Kapitalerhöhungen, die der Hauptaktionär begleitet, refinanzieren zu können und das Portfolio stark auszubauen, so verweist man aktuell auf einen möglichen Wechsel des Hauptaktionärs. Damit verbunden könnte es zu einer Anpassung der Strategie sowie möglichen Investitionshöhen kommen. Wir gehen im kommenden Geschäftsjahr von weiter steigenden Mieteinnahmen aus, unabhängig von möglichen Kapitalerhöhungen. Unter anderem erhöhte Mieten sollten hier mögliche Treiber sein. Ohne eine Kapitalerhöhung wird unseres Erachtens die Wertschöpfung, die durch den Einkauf realisiert wird, in den nächsten Quartalen ins Stocken geraden. Damit werden sich die Bewertungsgewinne rückläufig entwickeln, was eine negative Entwicklung der operativen Performance zur Folge hat.

Fazit

Die letzten Monate haben gezeigt, dass das Geschäftsmodell der Gesellschaft funktioniert. Positiv wollen wir auf die stabilen Cashflows der Gesellschaft hinweisen und die unserer Meinung nach gute Aufstellung bezüglich der Zinsschranke. Negative Punkte sollten unseres Erachtens die Problematik bezüglich des Hauptaktionärs sein sowie das aktuell relativ geringe Portfoliovolumen. Auch wenn der Aktienkurs der Gesellschaft aktuell weit unter dem NAV von ca. 3,20 EUR notiert, raten wir abzuwarten, bis ein neuer Hauptaktionär in das Unternehmen eingestiegen ist und gegebenenfalls seine Vorstellung bezüglich der weiteren Unternehmensstrategie kommuniziert hat. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Wohnanlage in Weimar. Foto: informica

IVG Immobilien AG

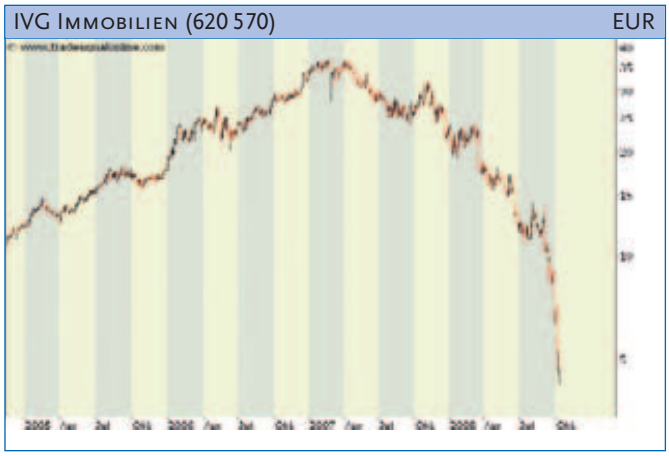
Viele Chancen und einige Risiken

Unternehmensprofil

Die IVG Immobilien ist ein europaweit führender Immobilien-Asset-Manager mit den Kerngeschäftsfeldern Investment, Development, Immobilienfonds sowie Kavernen. Das Unternehmen hält Immobilien mit einem Wert von 5,8 Mio. EUR. Hinzu kommen Assets under Management im Fondsgeschäft in Höhe von 14,0 Mrd. EUR. Insgesamt befanden sich zum Jahresende 2007 mehr als 21 Mrd. EUR Assets under Management. Die Gesellschaft konzentriert sich auf Büroimmobilien in bedeutenden europäischen Metropolen und Wachstumsregionen.

Strategie

Im Bereich IVG Investment verfolgt die Gesellschaft mit der Konzentration auf Büroimmobilien eine klare Strategie. Durch die Nutzung der Marktzyklen in Europa (v.a. in Deutschland, Frankreich und England) im Rahmen einer aktiven „Buy-and-Sell"-Strategie findet eine Wertgenerierung statt. Vor allem im letzten Jahr wurde der Immobilienbestand stark ausgeweitet. Dies geschah vor allem vor dem Hintergrund, dass man mit den erworbenen deutschen Büroimmobilien einen REIT auflegen wollte. Durch die aktuellen Verwerfungen am Kapitalmarkt wurde dieser Plan vorerst verschoben. Ein Börsengang des REIT soll laut Management erst erfolgen, wenn dieser mindestens zum Net Asset Value platziert werden kann. Im Bereich IVG Development engagiert man sich bei der Entwicklung neuer Objekte in europäischen Wachstumsregionen. Bisher hatte man die Pipeline in diesem Bereich weiter anwachsen lassen. Auf absehbare Zeit wird diese wieder etwas konsolidiert. Im Bereich IVG Funds wird ein Angebot von offenen Immobilien-Spezialfonds und geschlossenen Immobilienfonds angeboten. Hierbei beschränkt sich das Unternehmen nicht nur auf Europa, sondern ist auch weltweit tätig. Das vierte Standbein des Unternehmens ist die IVG Caverns. Hierin sind die unterirdischen Lagerstätten zusammengefasst. Anfang September wurde bekannt gegeben, dass 40 vermietete Kavernen sowie 30 vermietete, aber noch zu bauende Kavernen von insgesamt 130 Kavernen an einen von der IVG aufgelegten Fonds veräußert werden sollen. Der gesamte Kaufpreis betrug 1,7 Mrd. EUR und wird in mehreren Tranchen bis 2014 gezahlt. Alleine dieses Jahr wird dadurch zusätzlich ein positiver Cashflow in Höhe von mehr als 500 Mio. EUR sowie ein zusätzliches EBIT in Höhe von 261 Mio. EUR erwirtschaftet.



Operative Entwicklung

Die Gesamtleistung (Umsatz, Bestandsveränderung und Bewertungsergebnis) des Unternehmens war zum Halbjahr gegenüber dem Vorjahr rückläufig und belief sich auf 463,2 Mio. EUR (Vj.: 525,2 Mio. EUR). Dabei entwickelten sich die Nettomieten (180,2 Mio. EUR; Vj.: 121,0 Mio. EUR) durch das vergrößerte Immobilienportfolio und mehr vermietete Kavernen

IVG Immobilien AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.ivg.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0006205701	**Umsatz**	**446,2**	**532,4**	**530,0**	**638,9**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	620 570	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	19,3%	-0,5%	20,5%	KGV 2008e	26,8
Bloombergkürzel	IVG	**EBIT**	**222,9**	**475,6**	**251,2**	**362,0**	KGV 2009e	7,6
Kurs (08.10.2008, 15:43 ETR) in EUR	4,66	- Veränderung ggü. Vorjahr	-8,1%	113,4%	-47,2%	44,1%		
Aktienanzahl in Mio.	116,0	- EBIT-Marge	50,0%	89,3%	47,4%	56,7%	Dividendenrendite 2008e	15,0%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	540,6	**EBT**	**169,0**	**359,8**	**50,3**	**128,0**	Dividendenrendite 2009e	15,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	112,9%	-86,0%	154,5%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	32,26	- EBT-Marge	37,9%	67,6%	9,5%	20,0%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	17,55
52-Wochen-Tief (in EUR)	4,40	**Jahresüberschuss**	**102,9**	**271,1**	**20,2**	**71,1**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	27,62
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	1.294.039	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	163,5%	-92,6%	252,4%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-79,5%	- Nettomarge	23,1%	50,9%	3,8%	11,1%	Anzahl der Objekte (2008)	-
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-82,5%	**Ergebnis je Aktie***	**0,89**	**2,34**	**0,17**	**0,61**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	-
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	163,5%	-92,6%	252,4%	Leerstandsquote (2008)	-
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,50**	**0,70**	**0,70**	**0,70**	Mitarbeiter (2008)	-
Nächster Termin	13.11.2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	31,6%	40,0%	0,0%	0,0%		
Aktionärsstruktur	Santo Holding ca. 11%; Sal. Oppenheim 10%; Free Float ca. 79%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

positiv. Auch Projektverkäufe (40,4 Mio. EUR; Vj.: 24,1 Mio. EUR) und Bestandsveränderungen (142,8 Mio. EUR; Vj.: 30,0 Mio. EUR) vor allem im Bereich Development stützten das Ergebnis. Dagegen wirkten sich unrealisierte Bewertungsgewinne aus dem Portfolio (-45,6 Mio. EUR; Vj.: 189,1 Mio. EUR) negativ aus. Diese Wertminderung der Bestände wurde einerseits wegen Ankaufkosten und andererseits wegen Wertkorrekturen, die aus einem höheren Diskontierungszins beim Immobilienbestand entstanden, nötig. Die hohen Buchverluste wirkten auch negativ auf das EBIT, das unter dem Vorjahreswert lag. Insgesamt reduzierte der Vorstand die EBIT-adjusted-Guidance für das Gesamtjahr auf 265 bis 290 Mio. EUR (vorher 365 bis 400 Mio. EUR). Dies ist vor allem durch die oben genannten Bewertungsverluste bedingt. Der Net Asset Value je Anteilsschein beträgt aktuell 27,62 EUR (31.12.2007: 29,03 EUR). Nach den Halbjahreszahlen wurde der oben genannte Verkauf eines Teils des Kavernenportfolios bekannt gegeben. Zudem ist Ende September der CEO der Gesellschaft zurückgetreten.

Ausblick

Es könnte bei der Präsentation der Neun-Monatszahlen zu einer Veränderung der Guidance kommen, da diese bisher unter Ausschluss weiterer Bewertungsveränderungen sowie ohne Gewinne, die durch den Verkauf der Kavernen erzielt werden konnten, kommuniziert wurde. Unseres Erachtens könnte es dieses Jahr noch zu weiteren Bewertungsveränderungen auf das Immobilienportfolio kommen. Für das Jahr 2009 hat das Management dagegen bisher keine Angaben zur Guidance gemacht. Neben dem Verkaufserlös des Kavernengeschäfts plant der Vorstand der Gesellschaft im Laufe des Jahres Immobilien mit einem kumulierten Wert von bis zu 500 Mio. EUR zu veräußern. Dies sollte für zusätzliche Cashflows sorgen, die zur Tilgung von Teilen der Fremdfinanzierungen herangezogen werden können. Auch die Cashflows aus der Kavernenveräußerung sollten weitere Entlastung auf der Finanzierungsseite bringen.

Fazit

Im Zuge der Veräußerung des Kavernengeschäfts der IVG Immobilien AG hat der Markt unserer Meinung nach überreagiert. Die durchgeführte Transaktion wird eine Entlastung der Schulden sowie einen möglichen höheren Gewinn mit sich bringen. Negativ ist aber ins Kalkül zu ziehen, dass im Immobilienportfolio noch Abschreibungsbedarf bestehen könnte sowie die Verzinsung der Assets dort nur gering ausfällt. Zusammenfassend sehen wir in dieser Aktie einen Kauf, nicht zuletzt durch den hohen Abschlag des Aktienkurses verglichen mit dem Net Asset Value. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Medienhochhaus in der Willy-Brandt-Straße in Hamburg (oben), Media Works Munich (Mitte) sowie Euro Select 16 The Square in Luxemburg. Fotos: IVG

KWG hält Wohnungsbestände in Bremen (oben links), Chemnitz und Schleswig (unten rechts). Fotos: KWG

KWG Kommunale Wohnen AG

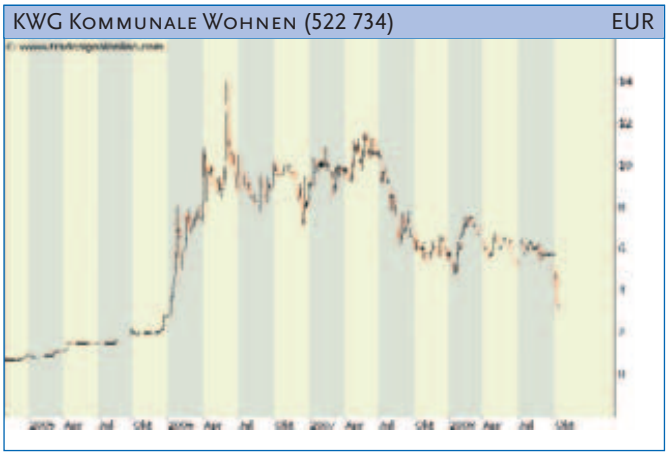
Wohnimmobilienbestandshalter mit hohen Renditen

Unternehmensprofil

Im Jahr 2005 erwarb ein Zusammenschluss aus Investoren den börsennotierten Mantel der Carthago Biotech AG, aus dem die KWG Kommunale Wohnen AG entstand. Das Unternehmen ist ein deutschlandweit tätiger Wohnimmobilienbestandshalter (Buy-and-hold-Strategie). Es investiert in Wohnimmobilien mit bestimmten betriebswirtschaftlichen Rahmenbedingungen. So werden nur Bestände angekauft, bei denen die Mietrendite mindestens 8% beträgt und die Mietfläche maximal 800 EUR je Quadratmeter kostet. Ein Investment findet vor allem in mittleren Städten statt, in den großen deutschen Städten nur in ausgewählten Lagen. Schwerpunkte des Portfolios liegen in Mecklenburg-Vorpommern, Sachsen und Thüringen. Aktuell beläuft sich das Portfolio der Gesellschaft auf ca. 4.800 Wohneinheiten, die das Unternehmen direkt hält, und weitere ca. 10.000 Einheiten, an der die KWG Kommunale Wohnen in Greifswald über eine 49,9%ige Beteiligung investiert ist.

Strategie

Das Unternehmen wird über Makler, direkte Ansprache sowie das Netzwerk in der Branche auf Immobilienangebote aufmerksam. Bevorzugt interessiert sich die Gruppe für Immobilien oder Geschäftsanteile von öffentlichen Wohnungsbaugesellschaften. Bestände aus diesem Bereich haben eine Vielzahl von Vorteilen, unter anderem ist hier der Werdegang einer Immobilie oft sehr gut dokumentiert. Von Interesse sind vor allem Immobilien mit einer Mietrendite von 8% (die jüngsten Zukäufe lagen bei ca. 10%) und einem maximalen Quadratmeterpreis von 800 EUR. Das Management interessiert sich sowohl für Immobilien mit Leerstand als auch vollständig vermietete Objekte. Auch der Erwerb von unsanierten Beständen für das Portfolio ist vorstellbar, wenn dieses Investment zugleich mit einem Wertsteigerungspotenzial verbunden ist. Die Wertschöpfung erfolgt, sofern erforderlich, über gezieltes Asset Management. Darunter zählen ggf. Sanierung, Senkung von Leerständen und Erhöhung von Mieten. Gerade bei Mieterhöhungen wird eine mittelfristige Strategie verfolgt. Durch das interne Asset Management wird ein für jede Immobilie individuelles Maßnahmenkonzept erstellt und umgesetzt. Für die Hausverwaltung (Property Management) sind externe Dienstleister beauftragt. Dies könnte sich mittelfristig ändern, denn hier evaluiert die Gesellschaft aktuell alle Aspekte. Eine Privatisierung oder Veräußerung von Beständen ist im Moment, abgesehen von Optimierungsmaßnahmen, nicht geplant. Aktuell ist die Mietrendite des aktuellen Portfolios mit annualisierten 5,3% noch relativ gering, sollte aber bis Jahresende auf annualisierte 7,8% anwachsen. Der Zinssatz auf das Fremdkapital beträgt derzeit ca. 5,5%. Die Kredite sind langfristig zinsgesichert (Zinssicherung 7 bis 10 Jahre). Das rasante Wachstum der Gesellschaft wird vor allem durch Kapitalerhöhungen finanziert, die teilweise mit Kursen über dem aktuellen Aktienkurs stattfinden. Bisher haben die



KWG Kommunale Wohnen AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.kwg-ag.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0005227342	**Umsatz**	**0,0**	**3,0**	**12,1**	**24,4**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	522 734	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	301,0%	101,2%	KGV 2008e	14,0
Bloombergkürzel	BIW	**EBIT**	**-0,5**	**3,4**	**6,3**	**12,7**	KGV 2009e	11,6
Kurs (08.10.2008, 14:30 ETR) in EUR	3,55	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-728,5%	86,4%	101,4%		
Aktienanzahl in Mio.	8,6	- EBIT-Marge	---	---	52,2%	52,3%	Dividendenrendite 2008e	0,0%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	30,5	**EBT**	**-0,4**	**2,6**	**2,6**	**3,1**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-1,7%	20,6%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	7,65	- EBT-Marge	---	---	21,4%	12,8%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	6,64
52-Wochen-Tief (in EUR)	3,58	**Jahresüberschuss**	**-0,3**	**3,1**	**2,2**	**2,6**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	-
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	2.399	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-29,6%	20,6%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-36,1%	- Nettomarge	---	---	18,0%	10,8%	Anzahl der Objekte (2008)	4800
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-41,3%	**Ergebnis je Aktie***	**-0,03**	**0,36**	**0,25**	**0,31**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	-
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	-29,6%	20,6%	Leerstandsquote (2008)	16,5%
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	Mitarbeiter (2008)	20
Nächster Termin	-	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---		
Aktionärsstruktur	Investorengruppe Ehlerding ca. 65%; Free Float ca. 35%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

Hauptaktionäre diese Strategie mitgetragen. Es ist davon auszugehen, dass die Gesellschaft mittelfristig keine Dividenden zahlen wird, um auch mit diesen Mitteln weiteres Wachstum zu finanzieren.

Operative Entwicklung

Das Unternehmen hat einen Umsatz, ausschließlich durch Mieteinnahmen, von 5,8 Mio. EUR (Vj.: 1,0 Mio. EUR) im 1. Halbjahr 2008 erwirtschaftet. Hinzu kommen Neubewertungsgewinne von 2,2 Mio. EUR und Erträge aus Zinssicherungsgeschäften von 0,7 Mio. EUR. Das Konzernergebnis bezifferte sich in diesem Zeitraum auf 1,4 Mio. EUR (Vj.: -0,56 Mio. EUR). Durch den relativ geringen Bestand an direkt gehaltenen Wohnimmobilien und den vorhandenen Kostenblock ist das Ergebnis nur durch die Zinssicherungsinstrumente sowie die Neubewertungsgewinne positiv ausgefallen. Dies unterstreicht auch die Cashflow-Rechnung der Gesellschaft, die einen Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit von -2,5 Mio. EUR ausweist. Wir gehen hier aber davon aus, dass mit einer Skalierung des Geschäftsmodells und der Anzahl der Wohneinheiten der relative Kostenblock sinken und damit cashwirksame Gewinne geschrieben werden sollten.

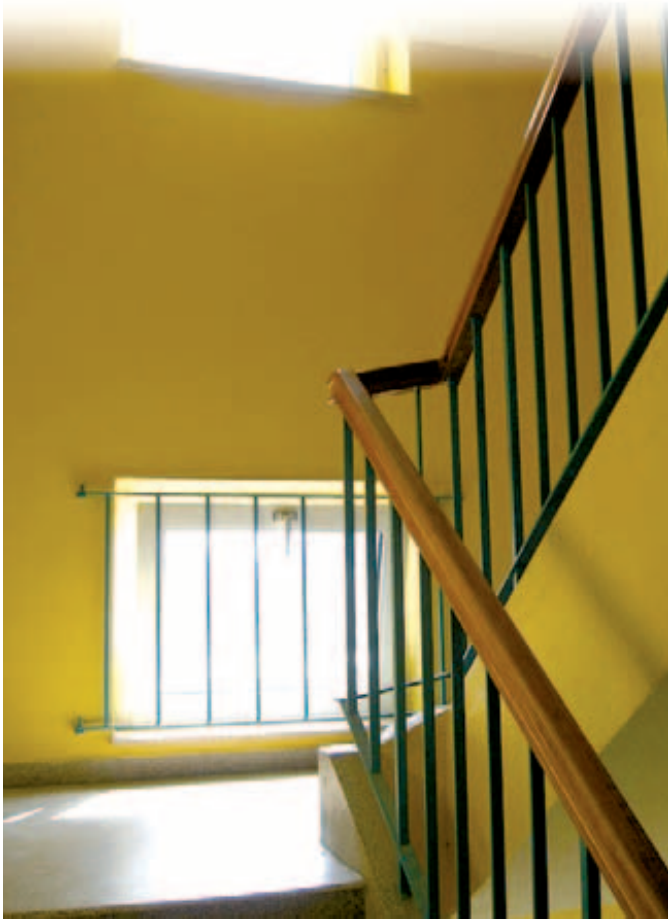
Ausblick

Bis Jahresende ist nicht davon auszugehen, dass das Unternehmen noch weitere größere Akquisitionen vornimmt. Im nächsten Jahr plant das Management eine Verdopplung des direkten Wohnimmobilienportfolios. Unseres Erachtens ist dieser ambitionierte Wachstumskurs nur zu realisieren, wenn die im nächsten Jahr geplanten Kapitalerhöhungen auch durchgeführt werden. Bis Ende 2009 sollte die Anzahl der direkt gehaltenen Immobilien bei ca. 10.000 Einheiten liegen. Zudem sollten bis zu diesem Zeitpunkt weitere Kapitalerhöhungen stattfinden, um weiteren Handlungsspielraum für neues Wachstum zu schaffen. Für das zweite Quartal 2009 kann sich das Management vorstellen, an den General Standard zu wechseln. Eine Beteiligung an weiteren Immobilienunternehmen wird aktuell nicht erwogen.

Fazit

Das Unternehmen hat eine starke Fokussierung auf Wohnimmobilien mit hohen Renditen. Dies sichert stabile und langfristige Cashflows und Gewinne. Aber es fehlen die kurzfristigen Werttreiber. Zudem sehen wir das aktuelle Portfolio für den gegebenen Kostenblock als zu gering an. Dies sollte sich durch das starke Wachstum des Unternehmens in den nächsten Jahren ändern. Aktuell sollte ein Investment abgewartet werden, um zu sehen, ob der Portfolioausbau und damit verbunden die Kapitalerhöhungen, die nötig sind, um das Geschäftsmodell zu skalieren, auch stattfinden werden. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe



PATRIZIA-Objekt in Dresden (links) und Illustration in München. Fotos: PATRIZIA

PATRIZIA Immobilien AG

Mehr als ein deutschlandweiter Wohnimmobilienhändler

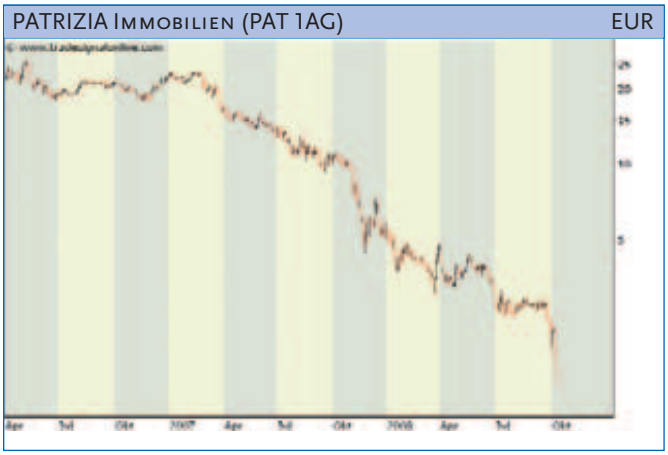
PATRIZIA IMMOBILIEN AG

Unternehmensprofil

Die PATRIZIA Immobilien AG ist ein transaktionsorientiertes Immobilienunternehmen mit Schwerpunkt im wohnungswirtschaftlichen Bereich. Die Geschäftstätigkeit umfasst den Ankauf, die Wertoptimierung und Platzierung von Wohn- und Gewerbeimmobilien und erstreckt sich auf die gesamte Bundesrepublik mit regionalen Schwerpunkten in München, Köln/Düsseldorf und Hamburg. Neben der Verwaltung von Wohnimmobilien bietet das Unternehmen eine Vielzahl von Dienstleistungen „rund um die Immobilie“ an. Nicht zuletzt versteht es sich als Berater von institutionellen Anlegern für die Assetklasse Immobilien. Die Geschäftsbereiche Investments und Services hat Patrizia an sechs Tochtergesellschaften unterteilt. PATRIZIA ist im SDAX gelistet und seit dem 31. März 2006 Mitglied des Prime Standards. Aktuell weist die Gesellschaft ein Immobilienvolumen in Höhe von ca. 1,5 Mrd. EUR auf.

Strategie

Im Investmentbereich lag der Hauptschwerpunkt der operativen Tätigkeit in den vergangenen Jahren. Zu den Kerngeschäften zählt hier der Ankauf von Wohnimmobilien mit dem Ziel, diese später wieder zu veräußern. Dies erfolgt in der Vielzahl der Fälle durch den Kauf von Portfolien. Während der Haltedauer der Immobilien werden zumeist Sanierungs- und Modernisierungsmaßnahmen zur Realisierung des festgestellten Wertsteigerungspotenzials der Objekte durchgeführt. Der Verkauf der Immobilien erfolgt über Privatisierung und Revitalisierung, sprich Einzel- und Blockverkäufe. Als opportunistische Ergänzung zu diesem Kerngeschäft der Gesellschaft engagiert sich das Unternehmen in Projektentwicklungen im Gewerbe- und Wohnimmobilienbereich. Die Gesellschaft hält vereinzelte Immobilien länger als in früheren Jahren, dies ist durch den starken Anstieg des Portfoliovolumens bedingt. Das Konzept eines mittel- bis langfristigen Bestandsaufbaus soll auch auf absehbare Zeit nicht in Angriff genommen werden. Um den Bestand von zum Verkauf stehenden Immobilien auf einem hohen Niveau zu sichern, hat die Gesellschaft in den letzten Jahren größere Portfolien erworben, mit deren Verkauf bereits begonnen wurde.



Im Geschäftsbereich Services wird ein breites Spektrum an immobilienbezogenen Dienstleistungen angeboten. 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. Daneben soll auch der Bereich Services, insbesondere das Asset Management, weiter ausgebaut werden. Aktuell befinden sich ca. 1,0 Mrd. EUR externer Assets under Management im Portfolio. Weitere Umsätze erzielt die im April 2007 gegründete Kapitalanlagegesellschaft, die bereits zwei Fonds aufgelegt hat. Neben einem Deutschen Wohnimmobilienfonds wurde auch ein Europa-Wohnimmobilienfonds für institutionelle Investoren aufgelegt. Das Dienstleistungsspektrum wird durch Property Management sowie Sales Management ergänzt.

Operative Entwicklung

Die Halbjahreszahlen fielen gemischt aus. Die Umsätze betrugen im ersten Halbjahr 98,3 Mio. EUR (Vj.: 58,4 Mio. EUR). Die Treiber hinter der Umsatzentwicklung waren einerseits die Veräußerungsumsätze, die mit 59,4 Mio. EUR (Vj.: 21,4 Mio. EUR) weiter zunahmen. Andererseits die Mietumsätze, diese konnten angesichts des größeren Portfolios weiter zunehmen (38,3 Mio. EUR; Vj.: 29,1 Mio. EUR). Das EBIT belief sich auf 24,1 Mio. EUR (Vj.: 23,1 Mio. EUR). Zusätzlich belastet wurden die Ergebnisse durch das Finanzergebnis in Höhe von -21,4 Mio. EUR (Vj.: -8,0 Mio. EUR), als Folge des ausgebauten Portfoliobestandes. Das EBT fiel damit unter dem Vorjahreswert aus (2,7 Mio. EUR;

PATRIZIA Immobilien AG			Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
Internetadresse	www.patrizia.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE000PAT1AG3	**Umsatz**	**237,6**	**193,3**	**279,1**	**307,5**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	PAT 1AG	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-18,7%	44,4%	10,2%	KGV 2008e	4,6
Bloombergkürzel	P1Z	**EBIT**	**51,3**	**111,0**	**75,7**	**87,8**	KGV 2009e	4,3
Kurs (08.10.2008, 15:44 ETR) in EUR	1,60	- Veränderung ggü. Vorjahr	101,1%	116,6%	-31,8%	15,9%		
Aktienanzahl in Mio.	52,1	- EBIT-Marge	21,6%	57,5%	27,1%	28,5%	Dividendenrendite 2008e	0,0%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	83,4	**EBT**	**47,2**	**63,2**	**24,1**	**26,0**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	33,8%	-61,8%	7,8%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	11,13	- EBT-Marge	19,9%	32,7%	8,6%	8,5%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	6,58
52-Wochen-Tief (in EUR)	1,55	**Jahresüberschuss**	**32,4**	**48,0**	**17,9**	**19,5**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	n.a.
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	222.783	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	48,3%	-62,6%	8,8%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-68,6%	- Nettomarge	13,6%	24,9%	6,4%	6,3%	Anzahl der Objekte (2008)	12944
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-85,2%	**Ergebnis je Aktie***	**0,62**	**0,92**	**0,34**	**0,37**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	910.690
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	48,3%	-62,6%	8,8%	Leerstandsquote (2008)	n.a.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,15**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	Mitarbeiter (2008)	368
Nächster Termin	11.11.2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	- - -	---	---		
Aktionärsstruktur	50,2% First Capital Partner; Free Float 49,8%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

Vj.: 15,1 Mio. EUR). Ein Großteil der Umsätze wurde weiterhin im Investmentbereich mit 95,7 Mio. EUR (Vj.: 56,5 Mio. EUR) erzielt. Der Bereich Service trug 2,6 Mio. EUR (Vj.: 1,9 Mio. EUR) dazu bei. Beim EBIT ist der Unterschied mit 28,1 Mio. EUR gegenüber 0,2 Mio. EUR noch gravierender. Das Portfolio der Gesellschaft besteht aktuell aus ca. 13.000 Wohneinheiten, mit regionalen Schwerpunkten in München, Köln/Düsseldorf und Hamburg.

Ausblick

Der Konzern rechnet für das Gesamtjahr mit 1.400 bis 1.500 verkauften Einheiten. Zum Halbjahr wurden 384 Einheiten veräußert (247 im Rahmen von Privatisierungen und 137 Einheiten über Blockverkäufe). Der Konzern rechnet beim EBT mit 25-30 Mio. EUR (ohne Effekte aus der Marktbewertung von Zinssicherungsgeschäften und Wertänderungen des Immobilienbestandes). Unseres Erachtens ist diese Guidance ambitioniert. Längerfristig sollte unseres Erachtens der Bereich Asset Management an Bedeutung gewinnen. Das Unternehmen geht davon aus, dass sich die Assets under Management in den nächsten zwei Jahren mehr als verdoppeln sollten.

Fazit

Um die Prognose für das Gesamtjahr erreichen zu können, muss die Gesellschaft ein starkes zweites Quartal aufweisen. Wir gehen in unserem Basisszenario davon aus, dass die Objektverkäufe leicht unter den Erwartungen ausfallen werden. Auf längere Sicht sollte aber der Servicebereich an relativer Stärke zunehmen können. Dort sollten die Umsätze in den nächsten Quartalen stärker ansteigen. Insgesamt ist die Aktie in den letzten Monaten stark zurückgekommen. Wir gehen davon aus, dass das Geschäftsmodell in der aktuell turbulenten Zeit einem Stresstest unterzogen wird. Deswegen sollte man bei diesem Wert, trotz hohen Abschlags des Aktienkurses auf das Eigenkapital, abwarten. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

PATRIZIA-Objekte in Regensburg und Berlin (rechts). Fotos: PATRIZIA

POLIS Immobilien AG

Gesellschaft bleibt auf Kurs

Unternehmensprofil

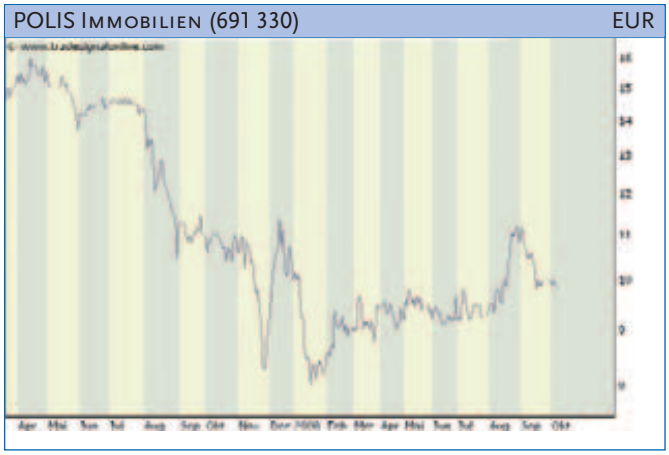
Die POLIS Immobilien AG ist eine 1998 in Berlin gegründete Immobiliengesellschaft, die sich auf deutsche Büroimmobilien als Kernmarkt fokussiert. Das Ankaufsvolumen schwankt bei Einzelobjekten i.d.R. zwischen 5 und 20 Mio. EUR, wobei auch Portfolios erworben werden. POLIS setzt geographisch auf die etablierten Ballungsräume und investiert ausschließlich in die Top 20-Standorte Deutschlands. Die bevorzugten Standorte sind dabei Berlin, Düsseldorf, Köln, Hamburg und Stuttgart. Weitere A-Lagen sind zudem Frankfurt und München.

Das Immobilienportfolio umfasst derzeit 35 Immobilien mit einem Fair Value von rund 295 Mio. EUR per 30.06.2008 und wurde nach dem Verkauf eines Objekts und dem Erwerb von vier Immobilien im ersten Halbjahr 2008 netto um 31 Mio. EUR vergrößert. Die Aktie der POLIS ist seit März 2007 im Prime Standard gelistet. Großaktionär der Gesellschaft ist die Mann Immobilien Verwaltungs AG, die mittlerweile die Schwelle von 30% überschritten und ein Pflichtangebot zum Erwerb aller POLIS-Aktien in Höhe von 10,00 EUR je Aktie abgegeben hat. Das Angebot ist bis zum 13. Oktober 2008 befristet.

Strategie

POLIS fokussiert sich auf das Segment Büroimmobilien. Die Gesellschaft investiert ausschließlich an den Top 20-Bürostandorten, wobei sich die Core-Objekte durch einen geringen Leerstand und stabile Cashflows infolge bestehender Mietverträge auszeichnen. Aus der Modernisierung von Immobilien entsteht die „value-added"-Komponente des Unternehmens. Hier wird die Mieterkonzeption verändert und der Leerstand abgebaut. Im Bereich der Modernisierung hat die POLIS Immobilien AG umfassendes Know-how aufgebaut. Die Gesellschaft profitiert

hier vom hohen Modernisierungsbedarf bei Gebäuden, die in der Zeit von 1950 bis 1970 erbaut wurden. POLIS versteht sich als aktiver Bestandshalter, der Wertsteigerungen generiert und hohe Ertragspotenziale für die Gesellschaft identifiziert. Die Gesellschaft ist gut im Markt etabliert und zeichnet sich durch organisches Wachstum in den Kernstandorten aus. Hier besitzt das Unternehmen aufgrund der Fokussierung Effizienz- und Skalenvorteile und profitiert von den gewachsenen lokalen Netzwerken, durch die nicht zuletzt auch die Mieter an POLIS gebunden werden.



Die Gesellschaft verfolgt eine Multi-Tenant-Strategie, um die Risiken zu diversifizieren. Die Hauptmieter weisen eine solide Bonität auf und verteilen sich auf verschiedene ertragsstarke Branchen. POLIS hält ein eigenes Asset Management-Team vor, das derzeit aus 19 Mitarbeitern besteht. POLIS strebt ein Loan-to-Value-Verhältnis von rund 60% an. Infolge des Börsengangs und der soliden Finanzstruktur der Gesellschaft liegt dieser Wert per 30.6.2008 bei 47%. Das Management strebt an, auch bei schlechten Marktgegebenheiten Wertschöpfung zu erzielen und sieht in der derzeitigen allgemeinen Verknappung von Kreditmitteln vielmehr ein günstiges Umfeld für die angestrebten Transaktionen, da die Veräußerungen von großvolumigen Immobilienpaketen rückläufig sind. POLIS hat sich im zweiten

POLIS Immobilien AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.polisag.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE00069133304	**Umsatz**	**4,3**	**9,8**	**15,2**	**18,4**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	691 330	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	126,8%	55,3%	21,1%	KGV 2008e	14,4
Bloombergkürzel	PQL	**EBIT**	**2,6**	**13,3**	**16,0**	**21,2**	KGV 2009e	10,6
Kurs (08.10.2008, 13:56 ETR) in EUR	9,90	- Veränderung ggü. Vorjahr	339,6%	418,1%	19,9%	32,5%		
Aktienanzahl in Mio.	11,1	- EBIT-Marge	59,7%	136,4%	105,3%	115,2%	Dividendenrendite 2008e	3,0%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	109,9	**EBT**	**0,9**	**10,7**	**9,1**	**12,4**	Dividendenrendite 2009e	4,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	- - -	-14,7%	36,3%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	12,68	- EBT-Marge	20,3%	108,9%	59,9%	67,4%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	14,11
52-Wochen-Tief (in EUR)	9,81	**Jahresüberschuss**	**0,5**	**9,0**	**7,6**	**10,4**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	14,19
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	3.341	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	1787,9%	-15,5%	36,3%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-10,8%	- Nettomarge	11,1%	92,4%	50,3%	56,6%	Anzahl der Objekte (2008)	27
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-9,3%	**Ergebnis je Aktie***	**0,04**	**0,81**	**0,69**	**0,94**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	119.700
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	- - -	-15,5%	36,3%	Leerstandsquote (2008)	24,0%
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,00**	**0,30**	**0,40**	Mitarbeiter (2008)	19
Nächster Termin	5.11.2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	33,3%		
Aktionärsstruktur	Mann Immobilien Verwaltung AG 31,6%; Bouwfonds Asset Management 15,1%; Free Float 47,8%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

Quartal 2008 mit Investitionen bewusst zurückgehalten, rechnet aber mit neuen Investitionen im zweiten Halbjahr.

Operative Entwicklung

POLIS hat zuletzt Zahlen für das erste Halbjahr 2008 vorgelegt. Das EBIT lag bei 6,8 Mio. EUR und somit deutlich über dem Niveau des Vorjahres (3,0 Mio. EUR). Ausschlaggebend für den deutlichen Anstieg war insbesondere der kräftige Anstieg der Mieterträge infolge des Portfolioausbaus. Das Immobilienportfolio konnte von 179,1 Mio. EUR zum 30.06.2007 auf 295,2 Mio. EUR zum 30.06.2008 gesteigert werden. Auf konstanter Basis bezogen auf Immobilien, die mindestens seit dem 1.1.2007 im Bestand sind, konnte POLIS das Ergebnis aus laufender Immobilienbewirtschaftung (Nettomieterträge) um 6,4% steigern. Die Funds from Operations (FFO) lagen bei 1,8 Mio. EUR (Vorjahresperiode: 0,5 Mio. EUR). Als Konzernüberschuss für das 1. Halbjahr 2008 konnte POLIS 4,0 Mio. EUR ausweisen, was nach 1,7 Mio. EUR im Vorjahreshalbjahr einer Steigerung von mehr als 230% entspricht. Aus der Neubewertung von Anlageimmobilien wurden 1,0 Mio. EUR ausgewiesen (Vorjahr: 1,6 Mio. EUR). POLIS kommt per 30.6.2008 auf einen Net Asset Value (NAV) je Aktie von 14,19 EUR (Vorjahr: 13,02 EUR).

POLIS-Liegenschaften zeichnen sich durch ihre zentrale Lage aus. Fotos: POLIS

Ausblick

Die Gesellschaft strebt an, das Portfolio auf 350 Mio. EUR auszubauen. Bei den Mieterträgen ist 2008 infolge der Zurückhaltung im Ankauf mit einem moderateren Wachstum als erwartet zu rechnen. Das Management stellt aber ein gutes Ergebnis beim Verkauf von Anlageobjekten in Aussicht, so dass der Anleger angabegemäß mit einer angemessenen Dividende rechnen kann. Mittelfristig strebt POLIS eine Dividendenrendite von 3% an. Der NAV soll um etwa 5% jährlich steigen. Das Unternehmen hat sich weiterhin zum Ziel gesetzt, den REIT-Status anzunehmen, betont aber, dass die derzeitige Gesetzeslage zu hohe Risiken aufweist. Gleichzeitig besteht aber seitens des Vorstands die Erwartung, dass das REIT-Gesetz mittelfristig adjustiert wird.

Fazit

Das operative Geschäft des Unternehmens hat sich in den letzten Jahren sehr positiv entwickelt und infolge des Börsengangs 2007 deutlich an Fahrt aufgenommen. POLIS bietet ein Geschäftsmodell, das durch die Bestandsimmobilien stabile Cashflows erwarten lässt und gleichzeitig eine ausgeprägte Wachstumskomponente aufweist. Hinsichtlich des Immobilienportfolios herrscht zudem hohe Visibilität. Die Aktie notiert deutlich unter NAV und bietet dem Anleger die Aussicht auf substanzielle Kursgewinne und eine attraktive Dividende. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

Prime Office AG

Vor-REIT im Wartestand

Konzernzentrale des „Süddeutschen Verlages“, Objekt in Stuttgart (oben rechts) und T-Online-Schaltzentrale in Darmstadt. Fotos: Prime Office

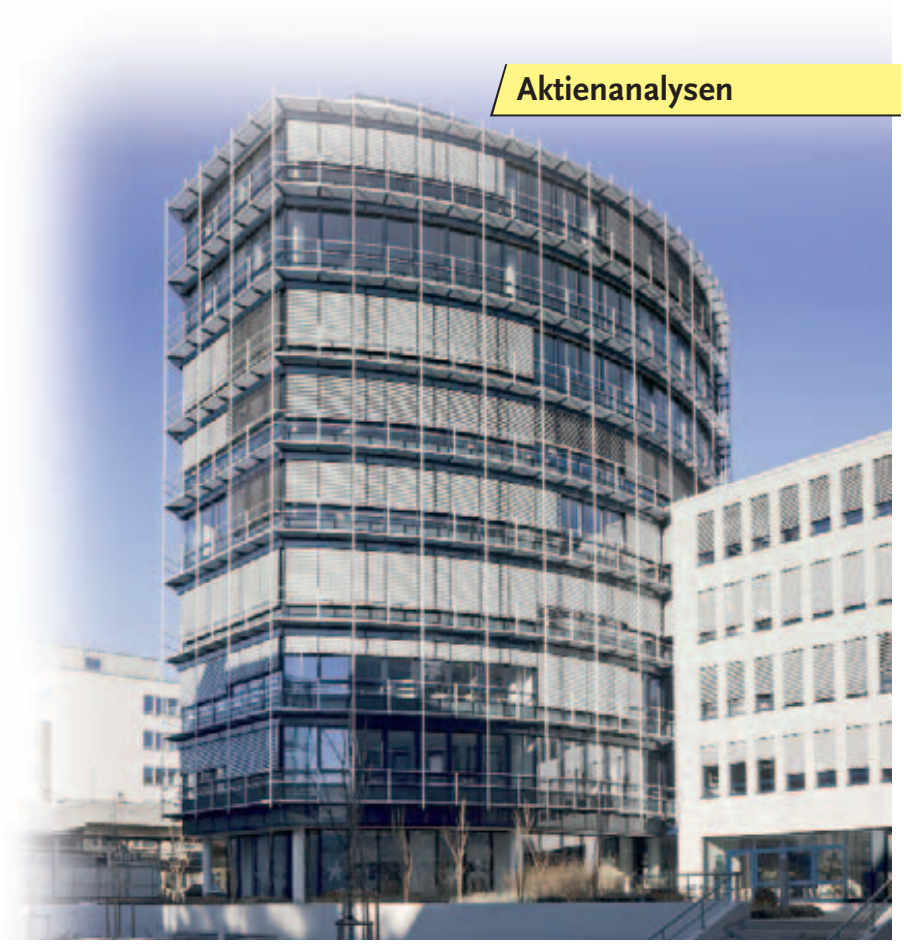
Unternehmensprofil

Prime Office AG ist ein noch nicht gelistetes Immobilienunternehmen, das sich auf die Investition in langfristig vermietete, architektonisch ansprechende und hochwertige Büroimmobilien fokussiert. Die Prime Office AG investiert dabei in allen größeren Städten Deutschlands und versucht so, eine erhöhte Objekt-, Standort- und Mieterstreuung zu erreichen.

Seit dem Juni 2007 hat Prime Office einen sog. Vor-REIT-Status, so dass die Steuervorteile (Gewinne aus der Veräußerung von Immobilien an einen Vor-REIT bzw. eine REIT-Aktiengesellschaft werden unter bestimmten Umständen nur hälftig besteuert) schon zugänglich sind. Im Moment plant die Gruppe sich in eine REIT-AG umzuwandeln. In dem aktuellen Portfolio befinden sich 16 Büroimmobilien.

Strategie

Prime Office investiert ausschließlich in Deutschland und bringt dabei ihren Namen in ihr Akquisitionsprofil ein. Die Gesellschaft möchte nur in einzelne Büroimmobilien mit geringen Einzelhandels- oder Gewerbeanteilen investieren (der Gewerbeanteil soll 10% nicht übersteigen). Obwohl sie nur in Großstädten und Ballungszentren in zentralen Lagen einsteigt, möchte die Gruppe nur einzelne Investments tätigen und keine Portfolien kaufen. Als gute Lage bezeichnet die Prime Office AG u.a. einen Standort in einem etablierten Wirtschaftsraum mit einer guten Anbindung an das öffentliche Verkehrsnetz sowie mindestens einem internationalen Flughafen. Besonderen Wert legt die Prime Office AG auch auf eine architektonisch anspruchsvolle Gestaltung der Objekte. So müssen die Immobilien das Kriterium „Class A“ erfüllen; es handelt sich also nur um hochwertige Objekte, die entweder jüngst fertig gestellt oder aber vor kurzem modernisiert wurden. Außerdem müssen die Objekte über eine Nutzfläche von mindestens 6.000 m², aber



höchstens 80.000 m² verfügen, wobei einzelne Abweichungen nach oben in Abhängigkeit von den Renditeaussichten nicht ausgeschlossen sind. Aufgrund dieser Anforderungen ergeben sich für die Objekte, in die Prime Office investieren möchte, Kaufpreise in einer Breite von 20 bis 250 Mio. EUR.

Im Portfolio der 2007 gegründeten Gesellschaft werden aktuell Assets von insgesamt 16 Büroimmobilien gemanagt. Per 31.12.2007 betrug der Gesamtwert der Immobilien bei einer Gesamtfläche von mehr als 450.000 m² ca. 1,36 Mrd. EUR. Durch ihren Vor-REIT-Status können schon Steuervorteile für den Verkauf von Immobilien generiert werden, die seit 2001 in dem Portfolio des Verkäufers sind. Werden nämlich Büroimmobilien an die Prime Office AG veräußert, die der Verkäufer seit 2001 oder länger in seinem inländischen Betriebsvermögen hält, dann gelten besondere steuerliche Regelungen. Nach der sog. „Exit Tax" wird der Veräußerungsgewinn des Verkäufers unter bestimmten Voraussetzungen nur zur Hälfte besteuert.

Die Prime Office AG möchte auf Basis der vorhandenen Objekte stabile Cashflows aus der Vermietung erzielen. Durch ihr wertsteigerndes Asset Management sowie den selektiven Zukauf weiterer Büroimmobilien in der Qualität wie die der Bestandsobjekte sollen die Cashflows nachhaltig gesteigert werden. In Einzelfällen investiert die Gruppe auch in Objekte, die zum Zeitpunkt des Kaufs eine Leerstandsquote von bis zu 25% aufweisen, um von gegebenen neu geschaffenen Flächen überproportional profitieren zu können.

Operative Entwicklung

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

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

Gemeinsam wachsen

Der Münchner Investment Club (MIC) zählt zu den größten Anlegergemeinschaften Europas und ermöglicht mit drei Depots das ertragreiche Aktien-, Anleihen- und Rohstoff-Investment.

Ihre Vorteile im MIC

Die MIC-Gemeinschaftsdepots erschließen die internationalen Kapitalmärkte; riskante Termingeschäfte und kreditfinanzierte Investments sind jedoch ausgeschlossen.

- Erfolgreiche Anlagestrategie
- Völlige Unabhängigkeit
- Klare Kostenstruktur, kein Ausgabeaufschlag
- Nur 2.500 Euro Mindestanlagesumme
- Flexibilität und Transparenz
- Sicherheits- und Kontrollkonzept
- Depotwechsel kostenlos
- Bundesweite Börseninfotreffen

Lernen Sie uns besser kennen: Fordern Sie weitere Informationen an, und besuchen Sie eine unserer bundesweiten Veranstaltungen – neue Freunde sind uns immer herzlich willkommen.

Eine aktuelle Terminübersicht finden Sie unter **www.mic-online.de**

Münchner Investment Club

Herterichstraße 101
81477 München

Telefon +49 (0) 89 - 79 08 63 - 54
Fax +49 (0) 89 - 79 08 63 - 59
E-Mail info@mic-online.de

Münchner Investment Club

RCM Beteiligungs AG

Regionaler Nischenplayer

RCM
Beteiligungs AG

RCM setzt auf die ostdeutsche Altbausubstanz u.a. in Dresden. Fotos: RCM

Unternehmensprofil

Die RCM Beteiligungs AG investiert gezielt in Wohnimmobilien, die sich im Regelfall in Verwertungs- und Sondersituationen befinden und oftmals zwangsverwaltet werden. Die Immobilien werden wertsteigernden Maßnahmen unterzogen und im Idealfall zu einem späteren Zeitpunkt wieder veräußert. Der regionale Fokus liegt auf Sachsen mit dem Schwerpunkt Dresden. Über die SM Wirtschaftsberatungs AG, Stuttgart, die auf den Aufbau und die Pflege von Wohnimmobilienportfolios spezialisiert ist, ist die RCM Beteiligungs AG in Sachsen (Schwerpunkt Leipzig), Thüringen und Baden-Württemberg vertreten. Die RCM Beteiligungs AG wurde 1999 gegründet und ist seit Juni 2005 im Open Market gelistet. Zuletzt wurde der Anteil an der SM Wirtschaftsberatungs AG auf 49% erhöht.

Strategie

Die RCM Beteiligungs AG sieht sich als Wachstumsunternehmen, welches in den erwähnten regionalen Nischen Opportunitäten nutzt. Durch die Akquisition von Immobilien, die sich in Sondersituationen befinden, wird i.d.R. ein unter dem Marktwert liegender Markteintritt ermöglicht. RCM versteht sich nach dem Erwerb nicht als klassischer Bestandhalter, sondern zielt darauf ab, ein Objekt zu einem späteren Zeitpunkt nach Durchlaufen der gesamten Wertschöpfungskette der Gesellschaft erfolgreich an den Immobilienmarkt zurückzugeben. Die vorgenommenen Substanzverbesserungen sollen somit Cash-wirksam realisiert werden. Neben dem Bestandsportfolio in Dresden, das stabile Cashflows generiert, sollen Wachstumspotenziale in den genannten Regionen genutzt werden. Wertsteigerungen erzielt das Unternehmen durch aktives Immobilienmanagement. Die Gesellschaft investiert in die Instandhaltung und strebt eine Verbesserung der Mieterstrukturen mit einhergehender Anhebung der Mieten an die ortsüblichen Preise an. Hierbei durchlaufen die Immobilien die Wertschöpfungskette bis hin zur Rückführung und Realisierung.

RCM erzielt Erträge aus der Bestandsvermietung und dem Wiederverkauf der Objek-

RCM Beteiligungs AG			Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR					
Internetadresse	www.rcm-ag.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0005117204	**Umsatz**	**9,3**	**10,5**	**8,8**	**9,8**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	511 720	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	12,2%	-16,1%	11,4%	KGV 2008e	103,9
Bloombergkürzel	RCM	**EBIT**	**4,5**	**7,0**	**5,2**	**5,8**	KGV 2009e	41,6
Kurs (08.10.2008, 15:10 ETR) in EUR	1,50	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	53,7%	-25,5%	11,5%		
Aktienanzahl in Mio.	13,9	- EBIT-Marge	48,6%	66,6%	59,1%	59,2%	Dividendenrendite 2008e	0,0%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	20,8	**EBT**	**1,5**	**0,6**	**4,5**	**5,2**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-62,4%	- - -	15,6%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	3,79	- EBT-Marge	15,8%	5,3%	51,1%	53,1%	Buchwert je Aktie (Dez 2007; in EUR)	2,12
52-Wochen-Tief (in EUR)	1,35	**Jahresüberschuss**	**1,4**	**0,6**	**0,2**	**0,5**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	-
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	14.883	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-60,1%	-64,0%	150,0%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-55,4%	- Nettomarge	14,9%	5,3%	2,3%	5,1%	Anzahl der Objekte (2008)	-
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-62,8%	**Ergebnis je Aktie***	**0,10**	**0,04**	**0,01**	**0,04**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	62.000
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-60,1%	-64,0%	150,0%	Leerstandsquote (2008)	-
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	Mitarbeiter (2008)	-
Nächster Termin	47. KW; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---		
Aktionärsstruktur	Inländische institutionelle Anleger 20,4%, Inländische Investmentfonds 10,2%, Ausländische institutionelle Anleger 14,4%, Free Float 55%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

te. Zusätzliche Wertschöpfungspotenziale können darüber hinaus in der Grundstücksaufteilung, Wohnflächenerweiterung und separaten Hinterhausabspaltung bestehen. Sofern sich Immobilien hierfür in besonderer Weise eignen, ist auch eine Aufteilung einzelner Immobilien nicht ausgeschlossen. Im Dezember 2007 wurde mit der Apollo Hausverwaltung Dresden GmbH, an der die RCM Beteiligungs AG zu 100% beteiligt ist, eine eigene Hausverwaltung gegründet, die zukünftig einen großen Teil der im Konzern vor allem im Großraum Dresden gehaltenen Immobilienbestände verwalten soll. Ein Angebot für Dritte ist derzeit nicht geplant. Allerdings kann im Rahmen von Immobilienpaketverkäufen die Weiterführung bzw. Übernahme der Hausverwaltung für den neuen Eigentümer angeboten werden. Durch die 49%-Beteiligung an der SM Wirtschaftsberatung erwartet RCM eine deutliche Ausweitung des Portfolios und eine Diversifizierung des Risikos. Denkbar ist mittelfristig auch eine Mehrheitsbeteiligung. Für dieses Szenario spricht, dass beide Gesellschaften von dem gleichen Management geführt werden. Darüber hinaus sind weitere Akquisitionen, auch vor dem Hintergrund der zurzeit niedrigen Bewertung vieler Immobiliengesellschaften, denkbar. RCM selbst könnte ebenfalls ein Übernahmekandidat sein, wobei das Listing im Open Market eine Aufstockung der Anteile erleichtert.

Operative Entwicklung

Zuletzt hat RCM Zahlen zum zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres veröffentlicht. Das operative Betriebsergebnis lag bei 0,9 Mio. EUR, nachdem im Vorjahr noch 3,9 Mio. EUR ausgewiesen werden konnten. Das Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit lag ebenfalls unter dem des Vorjahres (0,2 Mio. EUR nach 3,5 Mio. EUR 2007). Der Konzernüberschuss war leicht positiv (0,1 Mio. EUR), was ebenfalls einen deutlichen Rückgang zum Vorjahr (2,6 Mio. EUR) impliziert. Deutlich verbessert haben sich aufgrund des bereits erreichten Bestandsvolumens die Mieterträge aus der Vermietung eigener Bestände, die im 1. Halbjahr mit 1,3 Mio. EUR deutlich über der Vergleichszahl der Vorjahresperiode mit 0,9 Mio. EUR lagen. Derzeit agiert die Gesellschaft zurückhaltend auf der Ankaufseite. Die Bestandsfläche liegt mit 63.000 m² entsprechend weiterhin in etwa auf dem Niveau zum Ende des letzten Geschäftsjahres (60.000 m²).

Ausblick

Die Zielsetzungen für das laufende Geschäftsjahr wurden im Geschäftsbericht 2007 definiert: Die RCM Beteiligungs AG will im Konzern zum 31.12.2008 einen beurkundeten Flächenbestand von mehr als 100.000m² Fläche erreichen. Dies geht einher mit einem Investitionsvolumen von über 60 Mio. EUR. Mittlerweile hat sich aufgrund der Marktentwicklung gezeigt, dass diese Ziele möglicherweise nicht mehr realisierbar sind. Auf die Umsatzschwäche des Immobilienmarktes reagiert die Gesellschaft mit einer verhaltenen Investitionspolitik. Entsprechend ist für das Gesamtjahr 2008 mit deutlich rückläufigen Umsätzen im Vergleich zu 2007 zu rechnen. Die Gesellschaft hält weiter ausreichend Liquidität vor, um mittelfristig wieder stärker wachsen zu können.

Fazit

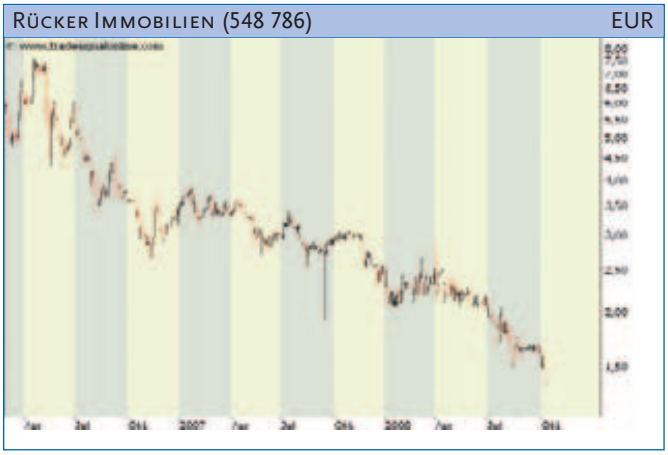
Die RCM Beteiligungs AG hat eine interessante geographische und strategische Nische besetzt. Die schwierigen Marktbedingungen verhindern allerdings gegenwärtig weiteres Wachstum der Gesellschaft. Dieses ist notwendig, um die Diversifikation voranzutreiben und das Unternehmen zukunftssicher aufzustellen. Derzeit weist das Unternehmen lediglich eine geringe Marktkapitalisierung und die für Small Caps typischen geringen Handelsvolumina auf. Wir raten dem Anleger daher im derzeitigen Marktumfeld abzuwarten, ob RCM 2009/2010 wieder den Wachstumspfad aufnehmen kann. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

Die Rücker-Objekte sind v.a. in Nordrhein-Westfalen zu finden, wie hier z.B. in Remscheid. Fotos: Rücker

Rücker Immobilien AG

Ein regionaler Player mit konservativer Strategie



Unternehmensprofil

Die Rücker Immobilien AG wurde im Jahre 2000 gegründet und fokussiert sich auf das Management und die Vermarktung von Wohnimmobilien in Nordrhein-Westfalen. Die Gesellschaft ist seit Juni 2005 im Open Market gelistet. Im Juli 2006 ist durch die Übernahme der börsennotierten Aquatis Solutions AG die Tochtergesellschaft Rücker Immobilien Portfolio AG entstanden, die auf das Bestandsgeschäft mit Wohnimmobilien spezialisiert ist. An dieser Gesellschaft ist die Rücker Immobilien AG aktuell mit ca. 37% beteiligt. Eine weitere Gesellschaft im Unternehmensverbund ist die Dohrmann-Rücker Projektbau, welche sich auf die Entwicklung und Veräußerung von Grundstücken fokussiert. Die Rücker Immobilien Beteiligungs-GmbH ist eine Gesellschaft, welche für den Weiterverkauf von Immobilien etabliert wurde.

Strategie

Das Unternehmen beschäftigt sich ausschließlich mit wohnwirtschaftlich genutzten Immobilien. Durch die Rücker Immobilien Portfolio AG wird dem Unternehmen der Zugang zu Immobilien ermöglicht, die sich sowohl für die Privatisierung als auch für die Bestandshaltung eignen. Regional ist Rücker Immobilien auf Nordrhein Westfalen spezialisiert. Als Faustregel gilt hier, dass die Objekte in ausgesuchten Lagen in einem Umkreis von 100 km von Remscheid, dem Firmensitz der Gesellschaft, liegen sollten. Das Unternehmen ist ein konservativer Player, der Investments in vermietungssicheren und wertstabilen Lagen tätigt. Einhergehend damit bilanziert Rücker Immobilien nach HGB und verzichtet somit bewusst auf Bewertungsspielräume in der Bilanz. Angabegemäß besitzt die Gesellschaft ein marktgängiges Portfolio, welches eine durchschnittliche Haltedauer der Immobilien von drei Jahren aufweist. Als Kernkompetenz wird unverändert die Mieterprivatisierung gesehen. Die Gesellschaft selbst sieht sich darüber hinaus als flexibler Player, der aufgrund schlanker Strukturen Marktgegebenheiten angemessen begegnen kann. Zuletzt sah sich die Gesellschaft einer schwierigen Einkaufssituation ausgesetzt, die durch hohe Preise für Immobilienportfolios gekennzeichnet war. Der Vorstand bevorzugte in der Folge das Vorhalten von Liquidität in der Gesellschaft gegenüber dem Kauf derartiger Portfolios. Letztlich geht der Vorstand davon aus, dass sich diese zurückhaltende Einkaufspolitik mittelfristig auszahlt und Rücker Immobilien in einem Markt mit zu erwartenden niedrigeren Preisen wieder verstärkt als Käufer auftritt.

Rücker Immobilien AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.ruecker-immobilien.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0005487862	**Umsatz**	**13,5**	**11,5**	**10,0**	**11,6**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	548 786	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-14,7%	-13,1%	16,0%	KGV 2008e	18,7
Bloombergkürzel	RUC	**EBIT**	**1,2**	**1,6**	**1,5**	**1,6**	KGV 2009e	16,1
Kurs (06.10.2008, 13:27 ETR) in EUR	1,59	- Veränderung ggü. Vorjahr	3,1%	25,4%	-3,5%	3,3%		
Aktienanzahl in Mio.	3,5	- EBIT-Marge	9,2%	13,5%	15,0%	13,4%	Dividendenrendite 2008e	5,0%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	5,6	**EBT**	**0,6**	**0,6**	**0,5**	**0,6**	Dividendenrendite 2009e	6,3%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-9,2%	-10,5%	5,8%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	2,81	- EBT-Marge	4,7%	5,0%	5,2%	4,7%	Buchwert je Aktie (Dez 2007; in EUR)	2,81
52-Wochen-Tief (in EUR)	1,42	**Jahresüberschuss**	**0,4**	**0,4**	**0,3**	**0,4**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	-
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	2.838	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-8,1%	-14,3%	16,7%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-37,1%	- Nettomarge	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%	Anzahl der Objekte (2008)	-
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-47,2%	**Ergebnis je Aktie***	**0,11**	**0,10**	**0,08**	**0,10**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	-
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-8,1%	-14,3%	16,7%	Leerstandsquote (2008)	-
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,11**	**0,06**	**0,08**	**0,10**	Mitarbeiter (2008)	10
Nächster Termin	Nov 2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	-35,3%	-45,5%	33,3%	25,0%		
Aktionärsstruktur	Ulrich Rücker ca. 10,5%; Martin Lambotte ca. 10,5%; Horus AG ca. 7%; Free Float ca. 72%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

Operative Entwicklung

Die Rücker Immobilien AG hat im ersten Halbjahr 2008 Umsatzerlöse in Höhe von 3,6 Mio. EUR erzielt. Im zweiten Quartal mussten im Vergleich zum ersten Quartal des laufenden Jahres deutlich niedrigere Umsätze ausgewiesen werden (1,5 Mio. EUR nach 2,1 Mio. EUR). Auch ergebnisseitig lag das zweite Quartal signifikant unter dem Auftaktquartal. Nachdem in Q1 2008 ein EBIT von 0,86 Mio. EUR erzielt wurde, lag dieses im zweiten Quartal bei lediglich 0,04 Mio. EUR. Durch eine zurückhaltende Einkaufspolitik, die der Vorstand mit überhöhten Einkaufspreisen begründet, mangelte es folgerichtig an Immobilien auf der Verkaufseite. Im Geschäftsjahr 2007 hatte das Unternehmen bereits rückläufige Umsätze ausweisen müssen. Während die Umsätze aus Mieten von 1,7 Mio. EUR auf 2,0 Mio. EUR gesteigert werden konnten, sanken die Umsätze aus dem Immobilienverkauf deutlich von 11,6 Mio. EUR auf 9,2 Mio. EUR. 2006 konnten im einem besseren Marktumfeld noch deutliche Umsatzzuwächse verzeichnet werden (+34%). Bereits 2007 hatte die Gesellschaft eine zurückhaltende Strategie beim Einkauf verfolgt. Zudem wirkten sich Verzögerungen im Vertrieb durch die technisch bedingte längere Aufbereitungszeit der erworbenen Immobilien negativ aus. 2007 wurde ein EBIT von 1,6 Mio. EUR erzielt. Das EPS von 0,06 EUR wurde vollständig an die Aktionäre ausgeschüttet. Die Immobilien sind sowohl kurzfristig, mittelfristig (mit einer Laufzeit von bis zu 5 Jahren) als auch langfristig mit einer planmäßigen Restlaufzeit von mehr als 5 Jahren finanziert. Die vereinbarten Zinsbindungsfristen entsprechen fristenkongruent der angestrebten Verweildauer der Immobilien. Das Anlage-, Beteiligungs- und Umlaufvermögen ist zu 37,6% (Vj. 32,7%) mit Eigenkapital finanziert.

Ausblick

Das Unternehmen gibt lediglich einen vagen Ausblick auf das Gesamtjahr 2008. Im Geschäftsbericht 2007 wird ein Unternehmenswachstum für 2008 erwartet. Wir gehen davon aus, dass Rücker Immobilien rund 10 Mio. EUR Umsatzerlöse auf Konzernebene ausweisen wird, wobei der Jahresüberschuss auf dem Niveau des Vorjahres verbleiben sollte. 2009 sollten sowohl die Umsätze als auch der Jahresüberschuss wieder deutlich ansteigen. Die Gesellschaft plant auch in Zukunft eine weitgehende Ausschüttung des Bilanzgewinns. Aktuell plant die Gesellschaft keine weiteren Kapitalmaßnahmen. Der vorhandene Immobilienbestand soll mit den vorhandenen liquiden Mitteln weiter ausgebaut werden. Auf konstantem Niveau soll zudem der derzeitige Personalbestand von 10 Mitarbeitern bleiben.

Fazit

Trotz der niedrigen Bewertung auf Basis eines aktuellen Kurses von 1,43 EUR (NAV bei ca. 2,50 EUR) raten wir dem Anleger derzeit zu einer abwartenden Haltung. 2008 stellt sich als schwieriges Jahr für das Unternehmen dar, wobei höhere Visibilität über die operativen Aussichten erst 2009 herrschen wird. Es bleibt zu evaluieren, ob sich die Zurückhaltung auf der Einkaufseite mittelfristig auszahlt. Wir weisen auf die hohe Volatilität der Aktie hin, die zudem nur geringe Liquidität aufweist, und raten derzeit von einem Kauf der Rücker Immobilien-Aktie ab. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

TAG Immobilien AG

Wohnen, Gewerbe und Asset Management aus einer Hand

Unternehmensprofil

Die TAG Immobilien AG (TAG) ist in drei Geschäftsfeldern aktiv: Gewerbeimmobilien, Wohnimmobilien und Dienstleistungen rund um die Immobilie. Insgesamt hat das Unternehmen ein Portfolio in Höhe von 843 Mio. EUR aufgebaut. Die Gesellschaft mit Sitz in Hamburg wurde 1882 gegründet und investiert in guten urbanen Lagen im gesamten Bundesgebiet.

Strategie

Die TAG verfolgt eine „Buy, build and hold"-Strategie mit der Fokussierung auf A-Lagen in B-Städten und B-Lagen in A-Städten in Deutschland. Die Gesellschaft strebt langfristige Wertsteigerungen ihres Bestandsportfolios an. Durch Entwicklungsmaßnahmen, wie z.B. die Schaffung neuer Miet- und Nutzflächen, wird eine aktive Wertschöpfung erreicht. Das Tochterunternehmen für Gewerbeimmobilien, die TAG Gewerbeimmobilien AG, die bereits einen Vor-REIT-Status besitzt, verfügt über ein Immobilienportfolio von rund 416 Mio. EUR, was der vor einem Jahr angestrebten Größe entspricht. Die Bruttomietrendite beträgt aktuell ca. 7%. Das Portfolio konzentriert sich auf die Regionen Berlin, Hamburg, Leipzig, München und Rhein-Main-Gebiet. Im Bau-Verein zu Hamburg, börsennotiert im Prime Standard und zu 71% im Besitz der TAG Immobilien, sind die Wohnimmobilien des Konzerns gebündelt. Das Immobilienportfolio dieser Gesellschaft hat ein Volumen von 427 Mio. EUR. Die Bruttomietrendite liegt bei 5,5%. Der Bau-Verein zu Hamburg verfolgt ebenfalls eine Strategie, die auf langfristigen Wertzuwachs und die Bestandsentwicklung von Wohnimmobilien ausgerichtet ist. Die Immobilien befinden sich in Berlin, Hamburg, München, Leipzig und im Rhein-Main-Gebiet. Zuletzt wurde das VGL-Portfolio mit einer Mietrendite von 8,7% erworben. Wir schätzen den Umfang dieser Akquisition auf ca. 60 Mio. EUR.

Das dritte Standbein der Gesellschaft, die TAG Asset Management GmbH, stellt die Dienstleistungsgesellschaft des Konzerns dar. Hierzu gehören die Hausverwaltung, die Akquisition, Due Diligence, Projektentwicklung und -steuerung, das Asset Management und Controlling sowie die Öffentlichkeitsarbeit. Ein zusammen mit der HSH Real Estate AG Ende 2007 gegründetes Joint Venture nahm zu Beginn dieses Jahres das operative Geschäft auf. Diese Gesellschaft betreut ein Gewerbeimmobilienportfolio von aktuell 1,5 Mrd. EUR Assets under Management, davon 400 Mio. EUR eigene Objekte. Die aktuellen Finanzverbindlichkeiten werden jährlich mit ca. 5,4% verzinst. Laut Gesellschaftsangaben hat sich die Finanzierung in den letzten Monaten nicht signifikant verteuert. In der Dividendenpolitik ist davon auszugehen, dass für das laufende Jahr mindestens eine Dividende auf dem Vorjahresniveau gezahlt werden wird.

Operative Entwicklung

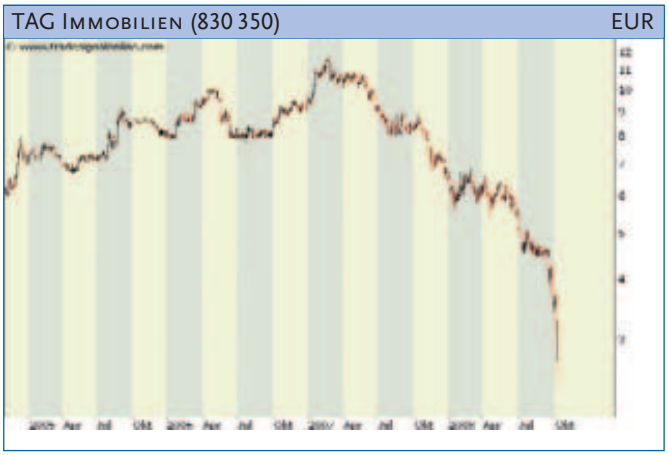
Im ersten Halbjahr stiegen die Erlöse auf 51,1 Mio. EUR (Vj.: 34,3 Mio. EUR). Vor allem die Verkaufserlöse (22,8 Mio. EUR; Vj.: 8,7 Mio. EUR) und die erhöhten Mieteinnahmen (21,8 Mio. EUR; Vj.: 16,1 Mio. EUR) waren die Treiber hinter dieser Entwicklung. Mit den höheren Ausgaben, die zur Erzielung dieser Erlöse notwendig waren, sowie den geringeren Neubewertungsgewinnen auf Renditeliegenschaften wurde ein Rohergebnis auf Vorjahresniveau ausgewiesen (31,4 Mio. EUR; Vj.:

TAG Immobilien AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.tag-ag.com	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0008303504	**Umsatz**	**107,3**	**148,2**	**111,9**	**103,3**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	830 350	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	38,1%	-24,5%	-7,6%	KGV 2008e	12,5
Bloombergkürzel	TEG	**EBIT**	**17,1**	**51,1**	**38,5**	**38,3**	KGV 2009e	10,8
Kurs (08.10.2008, 15:49 ETR) in EUR	3,17	- Veränderung ggü. Vorjahr	-224,2%	198,8%	-24,6%	-0,5%		
Aktienanzahl in Mio.	32,6	- EBIT-Marge	15,9%	34,5%	34,4%	37,1%	Dividendenrendite 2008e	4,7%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	103,2	**EBT**	**6,4**	**31,1**	**15,4**	**14,2**	Dividendenrendite 2009e	6,3%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	383,9%	-50,5%	-7,5%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	8,95	- EBT-Marge	6,0%	21,0%	13,8%	13,8%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	9,50
52-Wochen-Tief (in EUR)	2,70	**Jahresüberschuss**	**2,8**	**16,5**	**8,3**	**9,5**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	12,36
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	40.456	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	478,8%	-49,7%	14,9%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-58,7%	- Nettomarge	2,7%	11,1%	7,4%	9,2%	Anzahl der Objekte (2008)	n.a.
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-67,9%	**Ergebnis je Aktie***	**0,09**	**0,51**	**0,25**	**0,29**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	> 600.000
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	478,8%	-49,7%	14,9%	Leerstandsquote (2008)	n.a.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,00**	**0,10**	**0,15**	**0,20**	Mitarbeiter (2008)	155
Nächster Termin	13.11.2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	50,0%	33,3%		
Aktionärsstruktur	Taube Hodson Stonex Partners 16%; Ratio AM 8%; Andere 23%; Free Float 53%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl



31,6 Mio. EUR). Durch höhere Ausgaben vor allem für Personal fiel das EBIT (19,6 Mio. EUR; Vj.: 21,0 Mio. EUR) unter Vorjahresniveau aus. Durch die größeren Belastungen für Fremdkapital blieben als Vorsteuerergebnis nur 6,7 Mio. EUR (Vj.: 14,3 Mio. EUR) übrig. Trotz des massiven Ausbaus des Portfolios beträgt die Eigenkapitalquote aktuell noch 34%.

Ausblick

Der Fokus des Unternehmens wird auch im weiteren Jahresverlauf auf der Optimierung des Bestandsportfolios liegen. Somit soll die Rendite des Portfolios durch Mietsteigerungen und Kostenoptimierungen weiter erhöht werden. Im Rahmen der Vorlage der Halbjahreszahlen wurden die Schätzungen für das Gesamtjahr nach unten korrigiert. Die TAG geht nun von einem EBT von 15 bis 20 Mio. EUR aus. Unseres Erachtens sollte diese Marke erzielt werden können. Es sollte zu keinen weiteren größeren Zukäufen in diesem Jahr kommen. Weiterhin gehen wir davon aus, dass die Gesellschaft damit beschäftigt sein wird, die bereits erworbenen Immobilien zu integrieren und zu optimieren. Im Gewerbeimmobilienbereich wird es in den nächsten Monaten weitere Details geben; wie und durch welche Umstände eine REIT-Notierung erreicht werden kann, bleibt abzuwarten. Im Asset Management sollten bis zu 1,8 Mrd. EUR verwaltetes Vermögen bis Jahresende realisiert werden können.

Fazit

Die TAG ist breit aufgestellt, vom Bestandshalter für Wohn- und Gewerbeimmobilien über den Projektentwickler bis hin zur Asset Management-Gesellschaft führt das Unternehmen fast alle Leistungen in diesem Bereich aus. Unseres Erachtens fehlt die klare Fokussierung in der Unternehmensstrategie. Negativ lassen wir in unsere Bewertung zudem die Rücknahme der Guidance einfließen. Zeitgleich ist darauf hinzuweisen, dass das Unternehmen aktuell stark unter dem eigenen Net Asset Value notiert. Insgesamt sehen wir den Wert der TAG Immobilien als Halteposition. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

TAG ist über die bayerische Landesgrenze hinaus aktiv – z.B. in Berlin. Fotos: TAG

Vivacon AG

Konzentration auf institutionelle Kunden

Unternehmensprofil

Die Vivacon AG ist im SDAX notiert. Das Unternehmen ist deutschlandweit im Handel von Wohnimmobilien tätig. Die Umsätze werden durch Privatisierungs-, Miet- und Erbbaurechterlöse erzielt. Neu hinzugekommen sind die Erlöse aus dem Property Management, die durch die erworbene Tochtergesellschaft Curanis realisiert werden. Dies ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass das Unternehmen vermehrt auf die Verstetigung der Umsätze setzt. Zurzeit hat die Gesellschaft ein Wohnimmobilienportfolio von über 6.000 Wohnungen, die für Transaktionen zur Verfügung stehen. Über ihre 30%ige Beteiligung an der WIAG stehen weitere 4.800 Wohnungen als Bestandsimmobilien zur Verfügung.

Strategie

Im Privatisierungsbereich fährt das Unternehmen drei Strategien: High-End-Wohnungen, denkmalgeschützte Objekte sowie Rendite-Wohnungen. Bei den High-End-Wohnungen sind die „yoo"-Objekte zu nennen. Das Tochterunternehmen Yoo Deutschland entwirft, baut und verkauft hochwertige Designerwohnungen des Designers Philippe Starck mit exklusiver Ausstattung in den Toplagen der deutschen Großstädte wie Hamburg, München, Berlin oder Düsseldorf. Im Denkmalschutz bietet man der Kundschaft die Möglichkeit, in Objekte zu investieren, die von günstigen Abschreibungsbedingungen profitieren. Renditewohnungen befinden sich dagegen noch am Anfang. Hierbei ist ein Konzept von kleinen, möblierten Wohnungen erstellt worden, das auf verschiedene Art und Weise genutzt werden kann, so zum Beispiel bei Studenten- oder Managerwohnungen.

Beim Handel mit Wohnimmobilien mit institutionellen Investoren werden Wohnimmobilienportfolien erworben, während der Haltezeit optimiert, die Erbbaurechte bestellt (mit anderen Worten: das Land von der Immobilie „getrennt") und dann in größeren Transaktionen weiter veräußert. Neben der Generierung von Erbbaurechten durch den Wohnimmobilienhandel ist nun der Ankauf weiterer Erbbaurechte von Dritten in den Fokus der Strategie gerückt. Bisher hat die Vivacon für dieses Jahr einen Zukauf von Erbbaurechtsportfolios im Wert von bis zu 10 Mio. EUR p.a. in Aussicht gestellt. Unter anderem durch die Beteiligung an der DR Real Estate (s. auch Analyse auf S. 36) wurde bereits ein Teil der Erbbaurechte erworben. Die Generierung von Erbbaurechten, die indexiert und damit inflationsgeschützt sind, stellt für die Vivacon ein Alleinstellungsmerkmal im deutschen Markt dar. Zur Finanzierung dieser Transaktionen sowie für das zeitnahe Heben der Gewinne aus diesen Geschäften wurden bisher zwei Schuldscheindarlehen in Höhe von ca. 180 Mio. EUR, die mit den gehaltenen Erbbaurechten besichert wurden, emittiert. Eine weitere Emission war im September avisiert, der Zeitplan streckt sich jedoch etwas durch die aktuellen Verwerfungen am Kapitalmarkt. Zur weiteren Glättung der Umsatz- sowie Gewinnreihen wurde der Property Manager Curanis erworben, der aktuell ca. 58.000 Wohneinheiten managt.

Operative Entwicklung

Im ersten Halbjahr 2008 konnten 78,5 Mio. EUR (Vj.: 57,5 Mio. EUR) Umsatz erzielt werden. Die Treiber für diese Entwicklung waren vor allem die Privatisierung (+39% gegenüber dem Vorjahr), Mieteinnahmen (+113%) sowie die Erlöse aus den Erbbaurechten (+52%). Dagegen kam die Veräußerung von Immobilien an institutionelle Investoren im Vergleich zum Vorjahr fast vollkommen zum Erliegen (-95%). Die Privatisierungserlöse stiegen durch den Verkauf der „yoo"-Objekte in Hamburg und München sowie durch die Umsätze der Büroentwicklung „Rheinauhafen". Die höheren Einnahmen im Rahmen der Erbbaurechte sowie die höheren Mieteinnahmen wurden durch einen Ausbau des jeweiligen Portfolios realisiert. Zusätzlich wurden im ersten Halbjahr 2008 zum ersten Mal Umsätze im Property Management gezeigt, was ein Übriges zum Umsatzwachstum beitrug (11,9 Mio. EUR).

Vivacon AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.vivacon.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0006048911	**Umsatz**	**124,4**	**193,8**	**203,1**	**214,6**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	604 891	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	55,8%	4,8%	5,7%	KGV 2008e	1,9
Bloombergkürzel	VIA	**EBIT**	**78,5**	**82,1**	**105,1**	**92,3**	KGV 2009e	2,0
Kurs (08.10.2008, 15:50 ETR) in EUR	5,31	- Veränderung ggü. Vorjahr	94,3%	4,6%	28,1%	-12,2%		
Aktienanzahl in Mio.	19,5	- EBIT-Marge	63,1%	42,4%	51,8%	43,0%	Dividendenrendite 2008e	11,3%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	103,5	**EBT**	**67,8**	**71,7**	**75,8**	**74,4**	Dividendenrendite 2009e	11,3%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	5,7%	5,8%	-1,9%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	18,55	- EBT-Marge	54,5%	37,0%	37,3%	34,7%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	11,80
52-Wochen-Tief (in EUR)	4,18	**Jahresüberschuss**	**45,9**	**56,2**	**53,6**	**52,5**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	-
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	315.969	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	22,5%	-4,7%	-1,9%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-65,1%	- Nettomarge	36,9%	29,0%	26,4%	24,5%	Anzahl der Objekte (2008)	-
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-75,1%	**Ergebnis je Aktie***	**2,35**	**2,88**	**2,75**	**2,69**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	-
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	22,5%	-4,7%	-1,9%	Leerstandsquote (2008)	-
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,40**	**0,50**	**0,60**	**0,60**	Mitarbeiter (2008)	-
Nächster Termin	13.11.2008; Q3	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	25,0%	20,0%	0,0%		
Aktionärsstruktur	Marc Leffin ca. 8%, Timo Herbrand ca. 5,6%; Free Float ca. 86,4%							

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

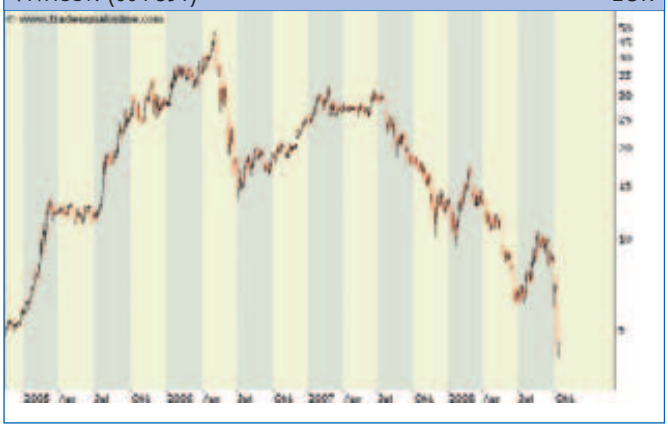
Mit der gestiegenen Geschäftstätigkeit stiegen auch die Kosten. Exemplarisch für diese Entwicklung ist der Anstieg der Personalkosten (13,8 Mio. EUR; Vj.: 6,9 Mio. EUR), der in starkem Zusammenhang mit der Übernahme von Curanis zu sehen ist. Insgesamt konnte das EBIT um 35% auf 17,1 Mio. EUR gesteigert werden. Da in dieser Zahl aber nicht die Kosten für Fremdkapital enthalten sind, ist ein Vergleich des EBT aussagekräftiger, dieses sank von 15,0 Mio. EUR auf 9,7 Mio. EUR. Je Aktie konnte das Unternehmen einen Gewinn von 0,29 EUR ausweisen (Vj.: 0,57 EUR). Zu beachten ist, dass die Umsatz- und Ertragsentwicklung zum einen aufgrund des Geschäftsmodells sehr volatil ist. Anders als in der Vergangenheit ist das Ergebnis aber nicht mehr nur von durchgeführten Portfolioverkäufen abhängig. Dies ist bedingt durch die Erhöhung von wiederkehrenden Erträgen (wie Erbbaurechte sowie Property Management) sowie durch die modifizierte Strategie, die den Kauf neuer externer Erbbaurechte ermöglicht. Branchentypisch erzielt Vivacon den Großteil der Gewinne erst im zweiten Halbjahr des jeweiligen Geschäftsjahres.

Visualisierung des Vivacon-Projektes „Zirkus Sternenhimmel“ (oben links) – auch im Inneren setzt Vivacon stark auf Design. Fotos: Vivacon

Ausblick

Für das Gesamtjahr bestätigte das Management zuletzt die Guidance von einem Ergebnis nach Steuern (aber vor Dritten) von 60 Mio. EUR. Ein Großteil dieses Betrages sollte unseres Erachtens durch den Kauf von Erbbaurechten realisiert werden können. Das Problem, welches sich unseres Erachtens aktuell stellt, ist die erschwerte Situation am Kapitalmarkt. Dadurch könnte die geplante Schuldverschreibung, die mit den Erbbaurechten besichert ist, nicht durchgeführt werden. Damit wäre aber das zukünftige Wachstum eingeschränkt. Gleichzeitig ist aber anzunehmen, dass die Gesellschaft ihr selbst gestecktes Ziel erreicht, 10 Mio. EUR Erbbaurechte im laufenden Jahr anzukaufen. Die finanziellen Mittel bzw. Kreditlinien hierfür sind bereits eingeräumt. Aktuell gehen wir davon aus, dass die Guidance, vor allem bedingt durch die aktuelle Marktsituation, nicht eingehalten werden kann.

VIVACON (604 891) EUR



Fazit

Das Geschäftsmodell der Vivacon wurde in den letzten Jahren immer weiter modifiziert. Damit ist die Gesellschaft kein „Ein-Produkt-Unternehmen“, wodurch ihre Abhängigkeit gegenüber Transaktionen gesunken ist. Dennoch ist das Geschäftsmodell des Unternehmens unter den aktuellen Gegebenheiten als schwierig einzuschätzen. Vor allem die erschwerte Möglichkeit, Anleihen zu vergeben, könnte das weitere Wachstum des Unternehmens hindern. Insgesamt stufen wir das Unternehmen als Halteposition ein. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

In den oberbayrischen Städten Neuburg und Ingolstadt (rechts) ist die VIB Vermögen u.a. durch zwei Industriekomplexe vertreten. Fotos: VIB

VIB Vermögen AG

Der Immobilienspezialist in Süddeutschland

Unternehmensprofil

Das 1993 gegründete Immobilienunternehmen ging im November 2005 an die Börse. Die Gesellschaft erwirbt und verwaltet Immobilien in einer „Buy-and-hold"-Strategie. Die regionale Fokussierung der Gesellschaft ist, bis auf einige Ausnahmen, in Süddeutschland zu finden. Um kein Klumpenrisiko zu erzeugen, beträgt der maximale Immobilienwert eines Objektes 40 Mio. EUR. Aktuell verfügt die VIB über 79 Immobilien, davon wurden acht Objekte allein im ersten Halbjahr 2008 akquiriert. Insgesamt weist das Portfolio eine vermietbare Fläche von rund 553.000 m² auf. Die annualisierten Jahresmieten belaufen sich auf ca. 37,9 Mio. EUR. Durch die mehrheitliche Übernahme der BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG im Dezember vergangenen Jahres konnte die Gesellschaft ihr Portfolio weiter ausbauen und aufgrund des günstigen Einkaufspreises einen Gewinn („Lucky Buy") verbuchen.

Strategie

Die Gesellschaft investiert in Gewerbeimmobilien. Die Objekte werden hinsichtlich zwei verschiedener Schwerpunkte erworben. Einerseits werden Projektentwicklungen betrieben, vor allem bei Logistik- und Einzelhandelsimmobilien, und andererseits verfolgt man den Kauf von einzelnen Bestandsimmobilien oder Portfolien, wobei man den Ankauf über Auktionen ausschließt. Der regionale Fokus liegt dabei auf Süddeutschland, wenngleich durch Portfoliokäufe oder bedingt durch Kundennachfragen auch überregional investiert werden kann. Die Gesellschaft ist vor allem an Immobilien interessiert, die einen geringen Leerstand aufweisen. Die Mindestrenditen (Nettokaltmiete zu Anschaffungskosten), die das Management von einer Investition erwartet, liegen bei 7,75% bei den Logistik-Immobilien und 7,25% bei Einzelhandelsimmobilien. Bei zukünftigen Investitionen soll vor allem in diese beiden Immobilienarten investiert werden. Das Unternehmen sieht bei Logistik die Vorteile, dass bei einem Mieterausfall schnell und flexibel ein Nachmieter gefunden werden kann. Bei den Einzelhandelsimmobilien, die aus kleinen Einkaufcentern mit mehr als einem Mieter bestehen, erhofft man sich Vorteile durch eine verstärkte Risikodiversifizierung. Unseres Erachtens ist das Rendite-Risiko-Profil, das die VIB Vermögen durch diese Strategie eingeht, angemessen. Aktuell haben Industrieimmobilien (23% des Portfolios) und Büroimmobilien (20%) noch einen hohen Anteil an den gesamten Vermögenswerten. Dies sollte sich auf absehbare Zeit zu Gunsten der Logistik- und Einzelhandelsimmobilien verschieben.

Finanzierungsseitig strebt das Unternehmen mittelfristig eine Eigenkapitalquote von 40% bis 45% an. Aufgrund der getätigten Ankäufe, in der ersten Jahreshälfte wurden bereits rund 50 Mio. EUR investiert, liegt das Unternehmen aktuell mit ca. 34% jedoch unterhalb dieser Zielvorgabe. Die Finanzierung wird klassisch durch Annuitätendarlehen mit mehrjähiger Zinsbindung realisiert. Dadurch ist das Zinsrisiko gemindert. Der durchschnittliche Zins liegt aktuell bei 5,1%. Die Dividendenzahlungen sollten mindestens auf dem Vorjahresniveau liegen. Damit wird unseres Erachtens aber die Innenfinanzierungskraft der Gesellschaft geschwächt. Weiteres Wachstum könnte zum Teil auch durch Kapitalerhöhungen erfolgen; beim jetzigen Diskont des Aktienkurses zum NAV ist dies unseres Erachtens aber auszuschließen.

VIB Vermögen AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.vib-ag.de	nach IFRS	2006	2007	2008e	2009e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0002457512	**Umsatz**	**13,3**	**22,2**	**37,6**	**46,9**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	245 751	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	66,8%	69,7%	24,5%	KGV 2008e	7,7
Bloombergkürzel	VIH	**EBIT**	**13,8**	**20,1**	**32,5**	**38,5**	KGV 2009e	7,0
Kurs (08.10.2008, 11:28 ETR) in EUR	5,00	- Veränderung ggü. Vorjahr	298,5%	46,0%	61,7%	18,6%		
Aktienanzahl in Mio.	17,1	- EBIT-Marge	103,6%	90,7%	86,4%	82,2%	Dividendenrendite 2008e	4,0%
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	85,4	**EBT**	**11,0**	**14,7**	**15,4**	**17,4**	Dividendenrendite 2009e	4,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	33,8%	4,9%	12,9%		
52-Wochen-Hoch (in EUR)	9,94	- EBT-Marge	82,5%	66,2%	40,9%	37,1%	Buchwert je Aktie (Jun 2008; in EUR)	11,13
52-Wochen-Tief (in EUR)	3,00	**Jahresüberschuss**	**9,8**	**12,4**	**11,0**	**12,2**	NAV je Aktie 2008 (in EUR)	11,33
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	11.419	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	27,2%	-11,2%	10,7%		
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-41,9%	- Nettomarge	73,5%	56,0%	29,3%	26,1%	Anzahl der Objekte (2008)	79
Absolute Performance gegenüber dem Vorjahr	-48,5%	**Ergebnis je Aktie***	**0,57**	**0,73**	**0,65**	**0,72**	Vermietbare Fläche (in qm) (2008)	553.000
		- Veränderung ggü. Vorjahr	---	27,2%	-11,2%	10,7%	Leerstandsquote (2008)	<0,3%
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie***	**0,20**	**0,20**	**0,20**	**0,20**	Mitarbeiter (2008)	18
Nächster Termin	-	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	0,0%	0,0%	0,0%		
Aktionärsstruktur	Raiffeisen-Volksbank Neuburg 9,8%; 3% Management/ Aufsichtsrat; Free Float 87,2%							

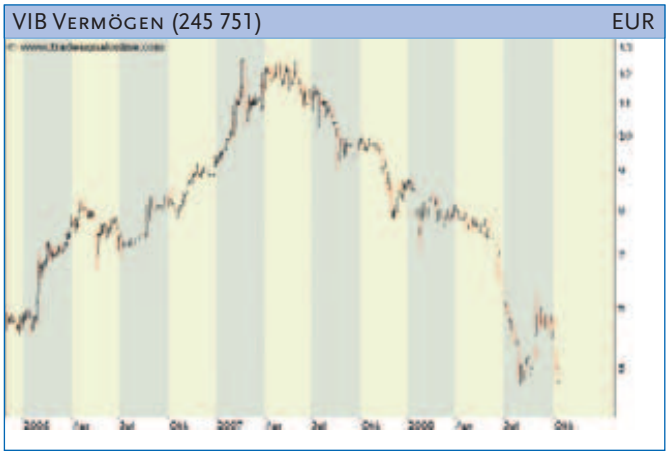
Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben
*berechnet mit der aktuellen Aktienanzahl

Operative Entwicklung

Das Unternehmen hat im ersten Halbjahr 2008 einen Umsatz in Höhe von 19,6 Mio. EUR erwirtschaftet (Vj.: 9,5 Mio. EUR). Zudem flossen Wertänderungen von Immobilien mit 2,9 Mio. EUR (Vj.: 0,0 Mio. EUR) ertragsseitig ein. Das EBIT betrug 16,4 Mio. EUR (Vj.: 6,7 Mio. EUR). Das Finanzergebnis war erwartungsgemäß mit -8,0 Mio. EUR (Vj.: -2,2 Mio. EUR) deutlich negativ. Diese Ausgaben korrespondieren mit den gestiegenen Umsatzerlösen. Beides ist auf das stark aufgebaute Portfolio zurückzuführen. Das Ergebnis vor Steuern (EBT) verdoppelte sich nahezu auf 8,4 Mio. EUR (Vj.: 4,5 Mio. EUR). Der Net Asset Value liegt bei 11,33 EUR je Aktie. Der Loan-to-Value beträgt aktuell 60,49%, was unserer Meinung nach eine konservative Finanzierungsstruktur darstellt.

Ausblick

Unserer Einschätzung nach wird sich die Gesellschaft zunächst der weiteren Integration der BBI widmen. Dies bedeutet einerseits die weitere Aufstockung der Anteile und andererseits die Realisierung von Synergieeffekten. Laut Angaben des Managements könnte man sich vorstellen, eine aktive Rolle bei der Konsolidierung in der Immobilienbranche zu spielen. Für dieses Jahr rechnet das Unternehmen mit betrieblichen Erträgen von mindestens 42,5 Mio. EUR, davon 36 Mio. EUR aus Mieterlösen. Das EBIT soll dabei ca. 33 Mio. EUR und das EBT 17 Mio. EUR betragen. Damit wurde die Guidance zuletzt bestätigt.



Fazit

Die Aktie des Unternehmens notiert aktuell mit einem hohen Abschlag zum Net Asset Value. Mit der gezeigten operativen Stärke der Gesellschaft und der konservativen Finanzierung sollte unseres Erachtens ein weiterer Ausbau des Portfolios zu stemmen sein. Insgesamt sehen wir bei diesem Wert hohes Potenzial und könnten uns diesen Wert als Beimischung zu einem langfristig orientierten Depot vorstellen. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Impressum

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

6. Jahrgang 2008, Special „Immobilienaktien 2008“

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

Redaktion:
Ralf Flierl (Chefredakteur), Tobias Karow (stellv.)

Redaktionsanschrift:
s.Verlag, Fax: +49 (0) 89-2000 339-38,
eMail: redaktion@smartinvestor.de

Freie Mitarbeiter:
Christian Bayer, Oliver Brockmann, Magdalena Lammel, Bernhard Wageneder, Marcus Wessel, Christian Wurzinger

Gast-Autoren:
Rolf Elgeti, Andreas John, Wolfgang Lawrenz, Dr. Claudia Vogl-Mühlhaus, Steffen Wollnik

Interviewpartner:
Olivier Elamine, Helmut Kurz, Dr. Wulf Meinel, André Peto, Frank Schaich

Analysten Bankhaus Lampe:
Sebastian Hein, Frank Neumann

Gestaltung:
Robert Berger (Gesamtgestaltung), Tobias Karow (Bildredaktion), Kalle Kolodziej/Fotolia.com (Titelbild)

Bilder:
bilderbox.de, fotolia.de, pixelio.de, Photodisc

Anzeigen:
An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 3 vom 1. Dezember 2007; Ansprechpartner: Johanna Wagner, Katja Sauerbrey; Tel.: +49 (0) 89-2000 339-50, Fax: -38

Erscheinungstermine 2008:
15.12.07 (1/08), 26.1. (2/08), 23.2. (3/08), 22.3. (4/08), 26.4. (5/08), 31.5. (6/08), 28.6. (7/08), 26.7. (8/08), 23.8. (9/08), 27.9. (10/08), 25.10. (11/08), 29.11. (12/08), 20.12. (1/09)

Redaktionsschluss:
10. Oktober 2008

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.

Abonnementverwaltung:
Smart Investor Media GmbH
Hofmannstr. 7a, 81379 München
Tel.: +49 (0) 89-2000 339-0, Fax: -38
eMail: abo@smartinvestor.de

Charts:
Die Charts wurden erstellt mit Tai-Pan von Lenz + Partner AG sowie mit TradeSignal.

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

Haftung und Hinweise:
Artikeln, Empfehlungen und Tabellen liegen Quellen zugrunde, welche die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann allerdings nicht übernommen werden. Bei unaufgefordert eingesandten Beiträgen behält sich die Redaktion Kürzungen oder Nichtabdruck vor.

Börsenpflichtblatt:
Der Smart Investor ist Börsenpflichtblatt der Börsen Düsseldorf und München.

Nachdruck:
© 2008 Smart Investor Media GmbH, München. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der Smart Investor Media GmbH ist es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

ZKZ 61978
ISBN 978-3-937459-60-8

Interessenskonflikte:
Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Mitarbeiter, die an der Erstellung einer Aktienempfehlung beteiligt sind, haben sich verpflichtet, etwaige Interessenskonflikte 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.

Immobilien – Investieren erlaubt!

Gastbeitrag von Rolf Elgeti, Elgeti Ashdown Advisors

Das alte aus der Finanztheorie bekannte, aber nicht immer sehr stark im Bewusstsein stehende Spannungsfeld aus Risiko, Rentabilität und Liquidität wird im Moment im Immobilienmarkt in Deutschland überdeutlich. Die Finanzkrise ist ohne Zweifel ein großes Problem für Immobilien genauso wie für die meisten anderen Anlageklassen. Somit könnte man in der Betrachtung von Immobilien ganz einfach zum Schluss kommen: Solange sich die Großwetterlage an den Finanzmärkten nicht bessert, sollte man Immobilien auch gar nicht anfassen.

Drei Gründe für ein Investment

So einfach ist es natürlich nicht. Es gibt meiner Meinung nach drei wesentliche Faktoren, die dem allgemeinen negativen Trend entgegen wirken. Ob diese drei Gründe alleine ausreichen, um sich gegen den Trend der Finanzkrise zu stellen, hängt wohl sehr von dem genauen Segment ab, wie im Folgenden vielleicht deutlicher wird.

1) Höhere Teuerungsraten

Erstens geben die Interventionen der Zentralbanken auf monetärer ebenso wie die der Regierungen auf fiskalischer und ordnungspolitischer Ebene durchaus Anlass, in der weiteren Zukunft mit höherer Inflation zu rechnen. In den nächsten Jahren wird davon sicherlich wenig zu spüren sein – dafür ist die zyklische Kontraktion der Weltwirtschaft wohl zu stark –, aber als umsichtiger Anleger sollte man sich wohl trotzdem jetzt schon auf mehr Inflation einstellen. Die Frage ist natürlich, wie gut man wirklich gegen die Inflation geschützt ist, wenn man sich Immobilien kauft. Schwächt sich die Wirtschaft ab und sinkt folglich die Nachfrage nach Einzelhandelsraum, Büros etc., dann ist es durchaus wahrscheinlich, dass die Mieten am Gewerbeimmobilienmarkt fallen können, ganz zu schweigen von möglicherweise steigenden Leerständen. Von beiden Trends sieht man noch nicht wirklich etwas in Deutschland, aber unwahrscheinlich ist dieses Szenario nicht. Somit ist der Mietcashflow insgesamt vielleicht kein so guter Schutz gegen Inflation wie oft angenommen.

Bei Wohnungen ist das anders. Bereits heute herrscht in vielen Städten Deutschlands eine Knappheit an vernünftigen Wohnungen in den Segmenten, wo Menschen auch hinziehen wollen. Man darf sich hier nicht von offiziellen Leerstandszahlen täuschen lassen – was nützt der Leerstand in Berlin-Marzahn, wenn man in der Münchener Innenstadt eine Wohnung sucht? Der Wohnungsneubau ist nahezu zum Erliegen gekommen; nicht zuletzt gerade weil die Mieten nicht hoch genug sind. Folglich scheinen die Mietcashflows von deutschen Wohnungen in der Zukunft mindestens mit der Inflation mitsteigen zu müssen. Investitionen in Wohnungen werden wohl einen guten Inflationsschutz bieten.

Rolf Elgeti

2) Günstige Bewertung

Zweitens ist die Bewertung deutscher Immobilien günstig. Das stimmt ohne Zweifel für Wohnungen und mit Abstrichen auch für Gewerbeimmobilien. Aber die Erfahrung lehrt, dass auch günstige Vermögensgegenstände fallen, wenn dem Markt insgesamt das „Blut“, nämlich frisches und billiges Kapital, entzogen wird. Deutschland steht insoweit günstiger da, weil man hierzulande nun wirklich nicht von einer Immobilienblase sprechen kann. Trotz allem wäre es naiv zu glauben, dass nur deshalb die Preise nicht fallen werden.

3) Gutes fundamentales Umfeld

Drittens sieht das fundamentale Umfeld für Immobilien in Deutschland sehr gut aus. Auch dieses oft in der Presse zitierte Argument stimmt. Selten begann eine Krise mit so günstigen Leerstandsdaten und so günstigen Preisen. Auch ist (noch) die Nachfrage nach Mietraum sehr gut und das Angebot hält sich sehr zurück. All dies sollte helfen, dass deutsche Immobilien besser da stehen als so manche andere Anlageklasse.

Es hapert an der Liquidität

All dies sollte den deutschen Immobilien helfen. Trotzdem darf man eines nicht vergessen: Die Banken werden in naher Zukunft deutlich restriktiver Kredite vergeben (wenn sie es denn überhaupt tun), und bestehende Kredite können durchaus zu Problemen führen. Gerade im Gewerbeimmobilienmarkt sind kurzfristige Kredite nicht unüblich gewesen in den letzten Jahren, und viele der angelsächsischen Kredite verfügen über durchaus unangenehme Klauseln. Diese können dazu führen, dass Immobilienunternehmen in Schwierigkeiten kommen, obwohl sie eigentlich ihre Kredite bedienen könnten. Kurz: Liquidität ist das Problem, nicht die mangelnde Rentabilität. Die Gefahren sind dabei am Gewerbeimmobilienmarkt ungleich größer als bei Wohnungen. Dort, wo man an letztere jetzt günstiger heran kommt, kann man sich meiner Meinung nach durchaus engagieren. ■

ROLLING UP GERMAN REAL ESTATE

FAIR VALUE REIT-AG:
Your access to one of Europe's most attractive real estate markets

- *First Upstream-REIT in Germany with clear focus on German commercial real estate*
- *Balanced business model with two segments: closed-end funds and direct investment*
- *Significant value potential via Fair Value´s unique market access to closed-end funds*
- *High stakes in fund participations allow for active influence and provide for significant growth potential*
- *Diversified investment approach: Target portfolio with 50% Office, 25% Retail and 25% Industrial / Logistics.*

With experience and determination we have established a prosperous company within just a few months – and we are not done yet!
Fair Value offers you as an investor the opportunity to benefit from a healthy industry in a secure part of the world. Be part of our ongoing endeavour!

www.fvreit.de

fair value
REIT

Fair Value REIT-AG · Leopoldstraße 244 · 80807 München · Germany

© Werner Huthmacher/artur

Besuchen Sie unser REITs-Forum auf dem Deutschen Eigenkapitalforum vom 10. bis 12. November 2008.
www.eigenkapitalforum.com

Deutsche Börse REITs – Mit uns bewegen Sie Immobilien

DEUTSCHE BÖRSE GROUP

Europas Kapitalmarktzugang für REIT-Unternehmen

Sie möchten sich als REIT positionieren und Kapital über die Börse aufnehmen? Wir haben den maßgeschneiderten Kapitalmarktzugang für Ihren Börsengang und ein eigenes REITs-Listing- und -Handelssegment eingerichtet.

Visibilität – Mit der Teilnahme im Deutsche Börse REITs-Segment eröffnen sich Ihnen einmalige Positionierungsmöglichkeiten am Kapitalmarkt. Sie signalisieren Investoren und Analysten die Zugehörigkeit zur Assetklasse REITs und profitieren so von einer erhöhten Aufmerksamkeit.

Transparenz – Das Deutsche Börse REITs-Segment baut auf bekannten Prozessen und etablierten Transparenzlevels auf. Mit Prime Standard, General Standard und Entry Standard bieten wir Ihnen unterschiedliche Kapitalmarktzugänge, die auf Ihre individuellen Bedürfnisse als REIT-Unternehmen zugeschnitten sind.

Am Deutsche Börse REITs-Segment nehmen 162 deutsche und internationale Unternehmen teil. Weitere Informationen zum REITs-Segment und zu aktuellen Deutsche Börse REITs-Events finden Sie auf unserer Internetseite: **www.deutsche-boerse.com/reits**