2009 www.smartinvestor.de Special November 2009

Smart Investor

Smart Investor 2009

Das Magazin für den kritischen Anleger

9 783937 459769

In Kooperation mit:

Initiative Immobilien-Aktie

NEBENWERTE Journal
Das Magazin für aktive Aktionäre

Bankhaus Lampe

SPECIAL
Immobilienaktien 2009

6. Jahrgang

PERSPEKTIVEN:
Das „Betongold-Revival“ in Europa und Übersee

IN DER ANALYSE:
15 deutsche Immobilien-AGs

HINTERGRUND:
Immobilienexperten geben Auskunft

Das Optimistenhäkchen

Betrachtet man die Kursentwicklung verschiedener Immobilienaktien seit März, dann ist der Wertzuwachs beeindruckend. Nicht selten sind es mehrere hundert Prozent, die einzelne Titel zugelegt haben. Über einen Zeitraum von drei Jahren betrachtet, ist die Aufwärtsrally jedoch weit weniger imposant. Beim Blick auf die meisten Charts würden Börsenaltmeister sagen, an den Aufwärtshäkchen hängen die Optimisten mit ihren Börsenmakler-Hosenträgern. Die Rally zeigt nur, dass vielleicht zu stark nach unten übertrieben wurde und jetzt einfach wieder der Normalstatus erreicht wird.

Aber es gibt noch Luft nach oben, wie Fraser Hughes, Research Direktor von EPRA (Verband europäischer Immobiliengesellschaften) erläutert: Man müsse nur auf den Abschlag der Börsenbewertungen zum NAV schauen. Dennoch war auf der jüngst in München abgehaltenen EXPO REAL, dem größten Branchentreff für Gewerbeimmobilien, keinerlei Euphorie zu spüren. Viele ehemalige Stammgäste waren gar nicht mehr vor Ort, und manche Unternehmen ließen ihre Mitarbeiter sogar für den Messebesuch selbst bezahlen. Der Realismus hat Einzug gehalten, aber auch der Verdacht, der Markt befände sich bereits wieder in einem Stadium, in dem Investoren den Preisen hinterherlaufen. Abwarten lautet die Devise, aber das war in der Vergangenheit schon immer die teuerste Strategie im Immobiliensektor.

Immer mehr Immobilien-AGs konzentrieren sich auch zunehmend auf sich selbst. So schrumpfte die Zahl der in diesem Special zur 9. Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie analysierten Gesellschaften auf 15 zusammen. Es dürften weniger finanzielle Zwänge sein als vielmehr die Erkenntnis, erst dann wieder etwas über sich zu erzählen, wenn es etwas Gutes zu erzählen gibt. Das ist selbstredend schade, denn wer sich in einer Krise nicht am Markt zeigt, wann dann? In diesem Zusammenhang möchte ich dem Analystenteam des Bankhaus Lampe abermals für die tiefgehende, kritische und differenzierte Betrachtung der 15 Unternehmen (ab S. 16) danken. Die Investment-Urteile fallen in diesem Jahr breiter gestreut aus, denn neben einigen klaren Verkaufsempfehlungen gibt es mittlerweile auch einige Titel, die von den Analysten mit Kaufen eingestuft werden.

Tobias Karow,
Smart Investor

Natürlich dürfen Anleger nicht den Fehler machen, die jüngste Kurserholung eins zu eins in die Zukunft zu extrapolieren. Hierauf weist auch Dieter Thomaschowski im Interview auf S. 10 hin. Auch beim Thema REIT prangert er an, wir Deutsche wären hier viel zu spät gewesen. Dennoch sehen einige Unternehmenslenker hierin eine Chance. Auch durch die neu gewählte Regierung sagt Thomas Ehrich, Vorstand der CR Capital Real Estate, auf S. 20 selbstbewusst: „Wir wollen der erste Wohnungs-REIT werden." Somit dürfte auch in diesem Jahr auf der 9. Fachkonferenz am 20. Oktober im Frankfurter Hilton Hotel (mehr zum Veranstaltungsablauf finden Sie auf S. 8) der G-REIT eines der vordergründigen Themen sein. Hier ist Deutschland noch nicht wirklich aus den „Puschen" gekommen. Allerdings sollten wir uns daran nicht zu sehr aufhängen, denn was sollen denn dann die Optimisten mit ihren Hosenträgern denken?

Auf erbauliche Investments,
Ihr

Rückenwind für die Bullen

Nach zwei Jahren fallender Kurse verläuft dieses Jahr für die Immobiliengesellschaften nach einem holprigen Auftakt recht erfolgreich. Unabhängig vom jeweiligen Geschäftsmodell scheinen sich die Aktienkurse nur noch in Richtung Norden zu bewegen. Mittlerweile notieren die ersten Gesellschaften wieder in der Nähe ihres Eigenkapitals, ein Zustand, den es seit gut zwei Jahren nicht mehr gab.

Ganz anders war die Situation im Vorjahr. Damals war es für viele Immobiliengesellschaften zunehmend schwierig, die Investoren für ihr Geschäftsmodell zu begeistern. Gerade die momentane Situation der Volkswirtschaft mit geringen Zinsen sowie Inflationsängsten scheint den aktuellen Charme für deutsche Immobiliengesellschaften auszumachen.

Einen Wermutstropfen hat die aktuelle Entwicklung. Viele Investoren haben einen Großteil der guten Kursentwicklung verpasst und stellen sich die Frage, welche Werte aktuell noch Chancen bieten. Wir hoffen, dass unsere Analysen Ihnen die eine oder andere Idee liefern werden.

Bei der Lektüre wünsche ich Ihnen viel Spaß und bei der Aktienauswahl viel Erfolg,
Ihr

Frank Neumann,
Bankhaus Lampe

Inhalt

Marktüberblick

6 Umbruch und Neuanfang – Immobilienaktien suchen Orientierung
9 Performance-Rückblick: Strohfeuer oder endgültiger Turnaround?
10 „Das Schlimmste scheint überstanden“; Interview mit Dieter Thomaschowski
12 Neue Lebens- und Arbeitsräume – Zukunftsstrategien für die Branche; Gastbeitrag von Claudia C. Gotz, Urban Land Institute Deutschland
14 Hoher Abschlag auf NAV je Aktie nicht immer gerechtfertigt; Gastbeitrag von Carsten Stern, Nebenwerte Journal

Aktienanalysen

16 alstria office REIT-AG: Der erste deutsche REIT kommt bisher gut durch die Krise
18 CR Capital Real Estate AG: REIT-Status im Blick
20 „Wir möchten der erste Wohn-REIT werden“; Interview mit Thomas Ehrich
22 Colonia Real Estate: Stärkere Fokussierung auf den Wohnimmobilienmarkt
24 Deutsche EuroShop: Solide finanziert durch schwieriges Fahrwasser
26 „Einige Geschäftsmodelle haben nur geringe Überlebenschancen“, Interview mit Claus-Matthias Böge
28 Deutsche Wohnen: Gute finanzielle Lage durch die Kapitalerhöhung
30 DIC Asset: Weiterhin gut aufgestellt
32 ESTAVIS: Fokus auf Einzelwohnungsverkauf
34 Fair Value REIT-AG: Wachstum über Zwei-Säulen-Strategie
36 HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG: Spezialist für großflächige Einzelhandelsimmobilien
38 InCity Immobilien: Lifestyle für Wohnimmobilien
40 IVG Immobilien: Restrukturierung geht weiter voran
42 Patrizia Immobilien: Blockverkäufe entscheiden
44 POLIS Immobilien: Geschäftsmodell bewährt sich
46 Prime Office: Neuer Schwerpunkt auf Green Building
48 TAG Immobilien: Mit Wohn- und Gewerbeimmobilien weiter auf Kurs

Zu guter Letzt

50 Immer wieder NAV

Auf welche Aktien man bauen kann

Es ist schon komisch. Noch im vergangenen Jahr freuten wir uns über 29 zu analysierende Unternehmen, im vorliegenden 2009er Immobilien-Special sind es gerade noch 15. Damit hatte unser Research-Partner aber nicht unbedingt viel weniger Arbeit, denn es galt ja gerade, unter den verbliebenen die Qualitätstitel herauszufinden. Ab Seite 16 lesen Sie die Ergebnisse der Analysen. Darüber hinaus erfahren Sie auf Seite 14, welche Favoriten unser Kooperationspartner NebenwerteJournal auserkoren hat. Abgerundet wird das Research mit einer Betrachtung des NAVs im europäischen Kontext von Fraser Hughes, dem Research-Chef des Immobilienverbandes EPRA.

D. Thomaschowski, IRICIC GmbH

Eher optimistisch gibt sich auch Dieter Thomaschowski, einer der renommiertesten Analysten für Immobilienaktien in Deutschland. Für ihn gibt es tatsächlich Licht am Ende des Tunnels, auch weil die Branche ihre Probleme aktiv angeht. Wo er jetzt Einstiegschancen wittert, erklärt er auf Seite 10.

Grünes Bauen und mehr

Der Immobiliensektor ist stets von externen Faktoren determiniert, die nicht nur im Hier und Jetzt, sondern auch in Zukunft die Entwicklung bestimmen. Claudia C. Gotz vom ULI Deutschland erläutert ab Seite 12, wie Demografie, Grünes Bauen und Kapitalbeschaffung künftig ineinander greifen.

6 *Umbruch und Neubeginn*

Eine Branche findet sich

Ausgehend von den USA brach über die Immobilienbranche etwas herein, was in dieser Form kaum einer erwartet hätte. Immer noch scheint der Anpassungsprozess nicht gänzlich abgeschlossen zu sein. Welche Hoffnungsschimmer es dennoch für Markt und Aktien gibt, erfahren Sie ab Seite 6.

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Impressum – Special „Immobilienaktien 2009“

7. Jahrgang 2009, Special „Immobilienaktien 2009“

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, Thilo Schmidt
Freie Mitarbeiter: Magdalena Lammel, Bernhard Wageneder
Gast-Autoren: Claudia C. Gotz, Fraser Hughes, Carsten Stern
Interviewpartner: Claus-Matthias Böge, Thomas Ehrich, Dieter Thomaschowski
Analysten Bankhaus Lampe: Sebastian Hein, Frank Neumann
Gestaltung: Robert Berger (Gesamtgestaltung), Tobias Karow (Bildredaktion)
Titelbild: pixelschieber fotolia/fotolia.de
Bilder: Bilderbox, Fotolia, Pixelia, Photodisc
Druck: Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg
Redaktionsschluss: 9. Oktober 2009
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.

ZKZ 61978; ISBN 978-3-937459-76-9

Transparent
Credible
Diversified
Successful

fair value
REIT

Zusammenbruch, Umbruch, Aufbruch

Immobilienaktien suchen Orientierung

Es geht wieder aufwärts. Das zumindest könnten Anleger glauben, wenn sie die Aktienkurse verschiedener Immobilien-AGs betrachten. Seit März konnten sich einige Titel vervielfachen, auf Jahressicht schaut häufig mittlerweile auch ein Plus heraus. Bei allem berechtigten Optimismus – die Schlacht ist noch nicht endgültig geschlagen.

Survival of the fittest

In jeder Krise kommt einmal der Punkt, an dem der Wettbewerb die Spreu vom Weizen trennt – „survival of the fittest" (nur die Stärksten überleben). Bereits jetzt scheint sich abzuzeichnen, dass es Geschäftsmodelle mit einem hohen Hebel in Zukunft schwerer haben dürften. Wer also immer noch ungehemmt mit Fremdkapital herumhantieren möchte, wird das Vertrauen des Marktes nicht zurückgewinnen können (s. hierzu auch Zitat von Frank Schaich). Dabei gab es sogar Gesellschaften, die inmitten der Misere ihren Fremdkapitalanteil noch ausbauen wollten, um die Chancen in der Krise zu nutzen. Es muss ein Umdenken in der Immobilienwirtschaft stattfinden. Die Selektion wird auch dadurch beschleunigt, dass sich 2007 und 2008 die Profitabilität der Immobilien-AGs maßgeblich verschlechtert hat (s. Abb. 1). Wie aus der Studie „Emerging Trends in Real Estate Europe 2009" des Wirtschaftsprüfers PWC hervorgeht, war noch 2005 und 2006 die Profitabilität durchweg gut. 2009 wird allenfalls die Note „durchschnittlich" erreicht. Der Ausblick für 2010 ist diesbezüglich auch eher verhalten.

„Ich habe den Eindruck, dass sich inzwischen die Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern in Deutschland näher kommen. Die Refinanzierung mit Fremdkapital ist dann kein Engpass, wenn die Eigenkapitalbasis von mindestens rund 40% des Beleihungswertes gegeben ist. Problematisch sind unverändert Finanzierungsbeträge über 50 Mio. EUR und bestehende Finanzierungsstrukturen aus 2006/2007 mit hohem Auslauf von ursprünglich einmal 80% und mehr."

Frank Schaich, Vorstand Fair Value REIT-AG

Betongold-Revival in London

Jedoch nennt die Credit Suisse in einer Analyse auch bereits wieder chancenreiche Märkte. Großbritannien solle demnach übergewichtet werden, nicht zuletzt weil die Spitzenmieten im Hot Spot London schon sehr stark eingebrochen seien. In der Tat liegen die Rückgänge bei gut 35% im Londoner Westend und der City, in Madrid und Paris haben ebenfalls die Preise mit einem Fünftel deutlich abgegeben. Rein zyklisch könnten die Preise in Deutschland auch noch weiter fallen. In Frankfurt zum Beispiel summieren sich die Abschläge auf gerade 6%. Der hiesige Immobilienmarkt ist sehr spät von einer gewissen Investitionsfreude erfasst worden und dürfte so auch später wieder Tritt

Begrifflichkeiten rund um Immobilien-AGs

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

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

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

EBT = Earnings before Taxes: Vorsteuergewinn

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

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

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

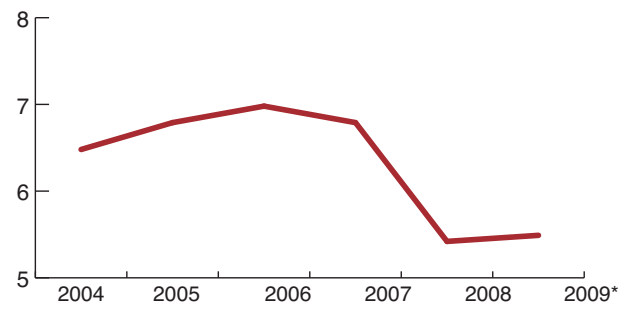
NAV = Net Asset Value: Der NAV ist der Nettosubstanzwert, der sich aus dem Verkehrswert der Immobilien abzüglich der Schulden ergibt.

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.

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

Abb. 1: Profitabilität europäischer Immobilien-AGs



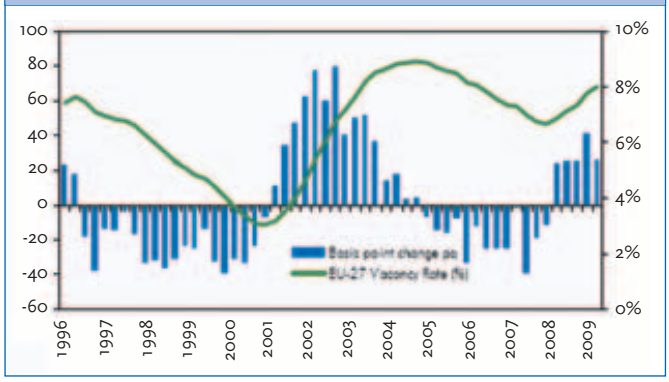
*) Projection; Note: 5 = fair, 6 = modestly good, 7 = good
Quelle: Emerging Trends in Real Estate Europe 2009 survey

fassen. Ungeachtet dessen spricht die Zyklus-Uhr des Immobilien-Dienstleisters Jones Lang LaSalle eine deutliche Sprache: In Europa bilden nur London, Moskau, Kiew und Warschau einen Boden bei den Preisen aus. Da diese Städte im Boom das größte spekulative Moment aufwiesen und zuerst in den Abwärtsstrudel gerissen wurden, könnten sie auch als erste wieder ihr „Betongold-Revival" feiern. Was aus zyklischen Überlegungen ebenfalls noch gegen Entwarnung am Immobilienmarkt spricht, ist die Entwicklung der Leerstandsraten (s. Abb. 2). Jedes Mal bei einer markanten Abkühlung der Wirtschaft und der Immobilienmärkte stiegen die Leerstandsraten markant an. Zwar lässt sich hier ein Aufwärtstrend erkennen, aber selbst bis zum letzten Hoch der Leerstände 2002, als die wirtschaftliche Kontraktion weit weniger stark ausfiel, ist es noch ein gutes Stück.

American Häuslebauer baut nicht mehr

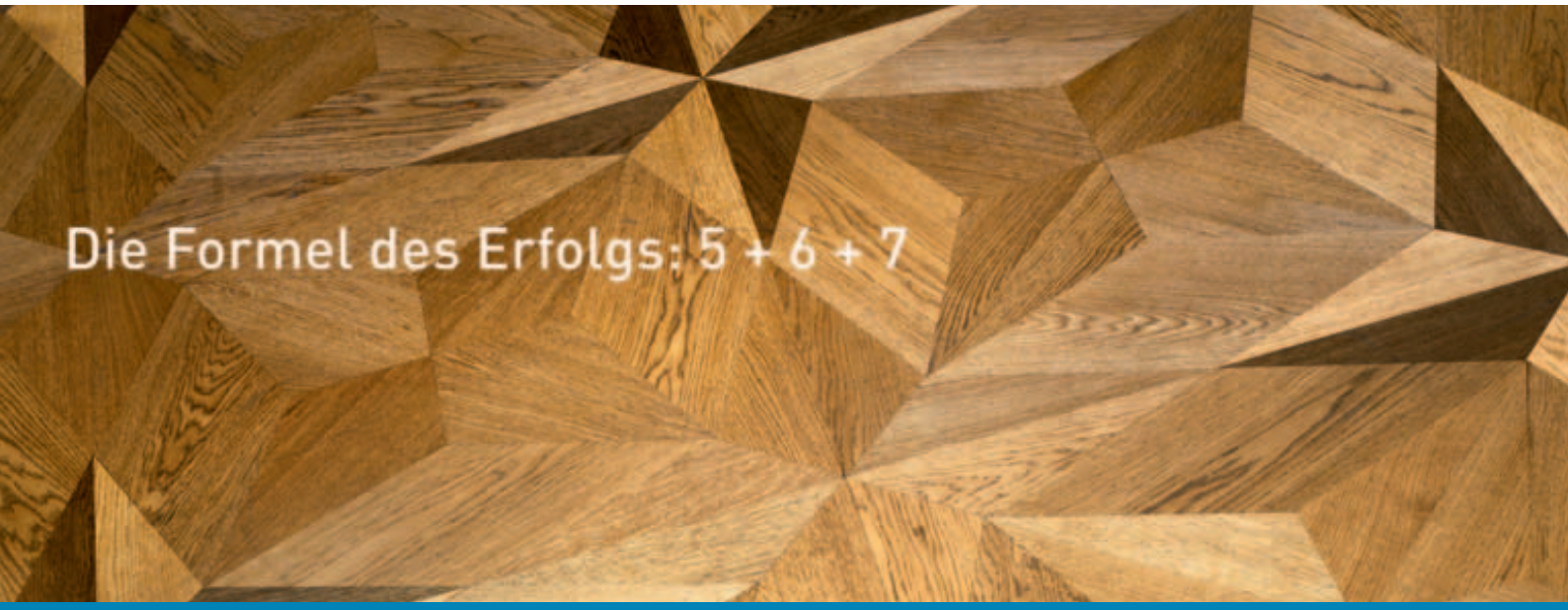
Dies spräche dafür, dass den Immobilientiteln unter Umständen im Laufe des nächsten Jahres etwas Rückenwind fehlen könnte und sich erst noch zeigen muss, welches Geschäftsmodell wirklich das Anlegervertrauen rechtfertigt. In den USA gilt dies umso mehr. Die dortige Abkühlung des Immobilienmarktes gleicht einer historischen, aber letzten Endes auch notwendigen Zäsur. Auch mit den Rückgängen bei amerikanischen Häuser- und Büroindizes ist lediglich das Niveau aus dem Jahr >>

Abb. 2: EU-27 Leerstandsraten-Index



Quelle: CBRE

Anzeige



Besuchen Sie uns auf der 9. Fachkonferenz Initiative Immobilien-Aktie + 20.10.2009 + Frankfurt am Main

Was macht conwert zu einem Wohnimmobilienkonzern, mit dem jetzt noch stärker zu rechnen ist? 5-Sterne Immobilen plus exzellentes Know-how in 6 Ländern plus 7 umfassende Geschäftsbereiche, die keinen Wunsch unerfüllt lassen. Eine Rechnung, die bereits an mehr als 60 Standorten erfolgreich aufgegangen ist. Mehr auf www.conwert.at

conwert Immobilien Gruppe

alt+kelber Immobiliengruppe

conwert: Investment und Dienstleistungen in 6 europäischen Ländern

+ Investment + Trading + Development + Asset Management + Verwaltung + Makler + Versicherung

Programm „9. Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie“

20. Oktober 2009

08:30 – 09:00 Uhr: Registrierung
09:00 – 09:30 Uhr: Schlussfolgerungen aus der Finanzkrise für den deutschen Immobilienmarkt; Christian Ulbrich, CEO EMEA Jones Lang LaSalle
09:30 – 10:00 Uhr: Listed Real Estate – quo vadis?; Dr. Thomas Beyerle, DEGI/Aberdeen Property Investors
10:00 – 10:30 Uhr: Best Practice in der Finanzierung; Jann Kaufmann, Leonardo & Co., Dr. Wolfgang Schäfers, IVG Immobilien
10:30 – 11:00 Uhr: TAG Immobilien (Raum Liberty), HAHN-Immobilien (Raum Central Park)
11:00 – 11:15 Uhr: Kaffeepause
11:15 – 11:45 Uhr: POLIS Immobilien (Raum Liberty), ESTAVIS (Raum Central Park)
11:45 – 12:30 Uhr: Praxis Workshop „Standardize Reporting/ Improve Transparency“

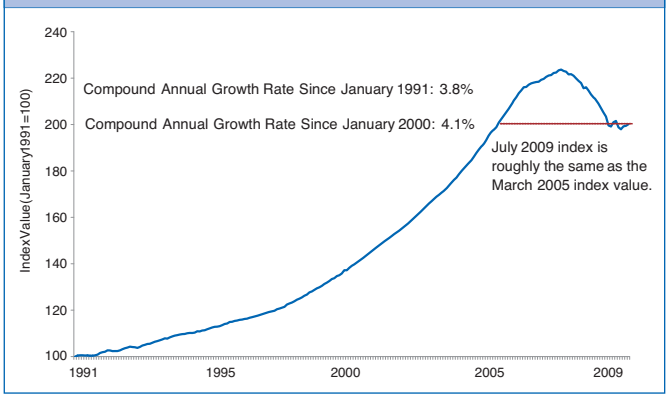
12:30 – 13:45 Uhr: Mittagspause

13:45 – 14:30 Uhr: Podiumsdiskussion „Börsenlisting – Pro und Contra“
14:30 – 15:00 Uhr: Colonia Real Estate (Raum Liberty), CR Capital Real Estate (Raum Central Park)
15:00 – 15:15 Uhr: Kaffeepause
15:15 – 15:45 Uhr: Fair Value REIT AG (Raum Liberty), InCity Immobilien (Raum Central Park)
15:45 – 16:30 Uhr: Podiumsdiskussion: G-REIT. What's going on? Status quo und Ausblick
16:30 Uhr: Ende der Veranstaltung

2005 erreicht worden. Betrachtet man aber den Ausgangspunkt der Entwicklung, nämlich die Order der „asset driven economy“ aus dem Jahr 1996, als die Wirtschaft vor allem durch gut geölte Finanzmärkte in Tritt gehalten werden sollte, bzw. den „Plan“ des damaligen Präsidenten Bush aus 2002, wonach doch bitte aus jedem Amerikaner ein Häuslebauer werden sollte (egal ob er sich den Kredit leisten konnte), dann könnte auch noch etwas mehr Luft aus dem System entweichen. Entsprechend könnte der Hauspreisindex (s. Abb. 3) der Federal Housing Finance Agency auch nochmals in derselben Größenordnung wie in den vergangenen 24 Monaten fallen, also um etwa 20%. Ganz anders die Situation in Asien und Lateinamerika: Dort läuft eine fundamental unterfütterte Erholung der Immobilienmärkte, mit allen Chancen, die sich Anlegern daraus bieten (mehr hierzu finden Sie im Smart Investor 11/2009).

Obwohl die Fakten für die USA also eher negativ klingen, sieht es so aus, als könnten sich asiatische, europäische und vor allem deutsche Immobilienunternehmen hiervon abkoppeln. Die Kursentwicklung in den vergangenen Wochen und Monaten zeigte dies in Ansätzen schon recht eindrücklich. Immerhin sind die Bewertungen trotz der angesprungenen Aktienkurse immer noch günstig. Zum Höhepunkt der Krise waren deutsche, französische und britische Immobilienaktien mit einem Kurs-/Umsatzverhältnis (KBV) von 0,6 bewertet. Inzwischen haben Briten und Franzosen mit einem Wert von 1,15 wieder

Abb. 3: Hauspreisindex USA von 1991 bis heute



Quelle: Federal Housing Finance Agency

den historischen europäischen Bewertungsdurchschnitt erreicht, die hiesigen Immobilientitel hecheln hier mit 0,85 einmal mehr hinterher. Vielleicht zahlen deutsche Papiere jetzt den Preis für die Übertreibung im Jahr 2006, als das KBV in der Spitze bei 2,05 lag. Deutschland hatte zwar keinen Immobilienboom, aber jeder glaubte, er würde kommen. Diese geballte Phantasie entlud sich in einer gewaltigen Spekulationsblase, die den Immobilientiteln langfristig womöglich mehr geschadet als genutzt hat. Trotzdem dürfte sich ein Einstieg in Immobilienaktien immer noch lohnen. Niedrige Objektpreise, gepaart mit wieder normalisierten Kreditmärkten und teilweise gut gefüllten Kassen sprechen für die einheimische Immobilienzunft. Anleger sollten in diesem Kontext genau auf Kapitalmaßnahmen wie jüngst jene der Deutsche Wohnen AG achten, auf die hin IVG ja auch gleich nachzog. Eine gute Finanzausstattung muss auch genutzt werden, und Gelegenheiten hierzu bieten sich in Deutschland in der Breite augenscheinlich mehr als in anderen europäischen Immobilienmärkten.

Fazit

Mit Immobilienaktien lässt sich Geld verdienen, das haben die vergangenen sechs Monate veranschaulicht. Die Kursavancen zeigen bereits, wen der Markt künftig favorisiert. Ob der Aufschwung so rasant weitergeht, bleibt abzuwarten, denn der Immobilienmarkt ist träger als die Börse. Das müssen manche Anleger vermutlich erst noch lernen. ■

Tobias Karow

Performance Rückblick

Strohfeuer oder endgültiger Turnaround?

Für Anleger mit schwachen Nerven waren Aktien aus der Immobilienbranche in den letzten zwei Jahren ein wahrer Nervenkitzel. Die Kursverläufe der Aktien erinnern doch eher an eine Fahrt auf der Achterbahn anstatt an Investments mit Substanz- und Werthaltigkeitscharakter. Hieran lässt sich erkennen, dass der Anleger gut beraten ist, sich ausführlich zu informieren, bevor er seine Investmententscheidung trifft.

InCity schlägt die Konkurrenz langfristig

In den letzten zwölf Monaten konnte zwar einiges an Verlusten wieder wett gemacht werden, jedoch notieren fast alle Aktien unter ihrem Kurs von vor zwei Jahren. Nur die InCity Immobilien AG, mit dem Schwerpunkt auf hochwertige Wohnimmobilien in kaufkräftigen Innenstädten, sticht hier positiv hervor. Aber auch bei diesem Investment mussten die Aktionäre starke Nerven behalten, denn die Aktie sprang zwischen „Himmel und Hölle“ auf und ab. Immerhin konnte sich die Aktie gegenüber den anderen Immobilienwerten durchsetzen und notiert, wie schon im letzten Jahr, auf mittelfristige Sicht im positiven Bereich.

Kurzfristige Spekulation führt zu sagenhaften Gewinnen

Starke Kursgewinne konnten Investoren mit anderen Werten i kurzer Zeit erzielt werden. So hat sich z.B. der Kurs der Deutsche Wohnen AG binnen Jahresfrist verdreifachen. Nach der gelungenen Kapitalerhöhung scheinen hier die Anleger wieder Vertrauen zu gewinnen und spekulieren auf einen Turnaround für die gesamte Branche. Dies dürfte auch die spannende Frage für die Anlegergemeinde in den kommenden Monaten sein, ob die derzeitige Kurserholung nur ein Strohfeuer ist oder den endgültigen Wendepunkt für eine nachhaltige Erholung im Immobiliensektor markiert. ■

Thilo Schmidt

Performance-Rückblick Immobilienaktien

Unternehmen	WKN	Kurs in EUR 9.10.2009	Kurs in EUR 9.10.2008	Perf. 1 Jahr	Perf. 2 Jahre	NAV/Aktie in EUR	Aktienkurs in % d. NAV	Seite im Heft
Deutsche Wohnen AG	A0H N5C	8,39	2,82	+197,52%	-44,95%	10,70	78,41%	28
PATRIZIA Immobilien AG	PAT 1AG	3,75	1,45	+158,62%	-64,66%	5,32	70,49%	42
Colonia Real Estate AG	633 800	4,57	2,64	+73,11%	-82,79%	8,56	53,39%	22
IVG Immobilien AG	620 570	7,72	4,89	+57,87%	-72,08%	7,31	105,61%	40
DIC Asset AG	509 840	9,51	6,13	+55,14%	-60,78%	16,81	56,57%	30
alstria office REIT-AG	A0L D2U	7,90	5,52	+43,12%	-38,04%	12,30	64,23%	16
Deutsche EuroShop AG	748 020	24,15	20,25	+19,26%	-9,89%	25,82	93,53%	24
FAIR Value REIT AG *	A0M W97	4,76	4,05	+17,53%	n.ber.	8,28	57,49%	34
TAG Immobilien AG	830 350	3,31	2,88	+14,93%	-61,24%	6,02	54,98%	48
InCity Immobilien AG	A0H NF9	9,64	9,19	+4,90%	+12,75%	13,90	69,35%	38
ESTAVIS AG	A0K FKB	1,91	2,04	-6,37%	-90,90%	10,62	17,98%	32
POLIS Immobilien AG	691 330	8,92	9,87	-9,63%	-18,91%	13,95	63,94%	44
CR Capital Real Estate *	A0W MQ5	0,86	1,45	-40,69%	n.ber.	1,22	70,49%	18
HAHN-Immobilien-Bet. AG	600 670	1,95	3,45	-43,48%	-81,01%	2,41	80,91%	36
PRIME Office AG	n. ber.	–**		n.ber	n.ber.	n.ber	n.ber	46

*) Die Gesellschaft war vor zwei Jahren noch nicht börsennotiert. **) Das Unternehmen ist noch nicht börsennotiert.

„Das Schlimmste scheint überstanden“

Smart Investor sprach mit Dieter Thomaschowski, Geschäftsführer des Analysehauses IRICIC, über die Ursachen der Branchenkrise, die Chancen des G-REIT und die besten Geschäftsmodelle deutscher Immobilien-AGs.

Smart Investor: Herr Thomaschowski, noch 2005 waren Immobilienaktien „in“, dann folgte der große Absturz. Jetzt steckt die Welt inmitten der Finanzkrise. Sind Immobilienaktien ein guter Frühindikator für Wirtschaft und Börse?
Thomaschowski: Für Gewerbeimmobilien mag das durchaus gelten, bei Wohnimmobilien würde ich dagegen diesen Zusammenhang nicht sehen. Bei den Aktien muss man als Anleger folglich genau hinschauen, welches Profil die jeweilige Gesellschaft hat.

Smart Investor: Bleiben wir noch kurz bei den Kursstürzen. Was haben hiesige Immobilien-AGs eigentlich verkehrt gemacht?
Thomaschowski: Naja, Investoren unterstellten einfach, was in Großbritannien und Spanien funktioniert, würde auch hierzulande funktionieren. Aber wie Börse oft ist, verhalten sich die Marktteilnehmer häufig wie Lemminge. Bei genauerer Analyse hätte man aber Folgendes sehen können: Wir hatten im Zuge der Wiedervereinigung unseren Boom, den wir verdauen mussten. Gewerbeimmobilien haben sich seitdem gemäßigter im Preis als an vergleichbaren Standorten Europas entwickelt, bei Wohnimmobilien ist der Unterschied noch deutlicher. Rechnen wir bei Wohnimmobilien die Inflation heraus, konnte man seit 1990 überhaupt kein Geld mit diesen verdienen.

Smart Investor: Aber der deutsche Immobilienmarkt ist doch nicht per saldo uninteressant?
Thomaschowski: Im Gegenteil, der deutsche Immobilienmarkt ist so aussichtsreich wie selten zuvor. Gemessen an den Aktien ist der Einstieg sogar extrem günstig zu bewerkstelligen. Nicht zuletzt weil die Gesellschaften das Schlimmste überstanden zu haben scheinen.

Smart Investor: Einige Immobilienunternehmen waren ja regelrecht klamm durch die sehr schwierigen Kreditbedingungen?
Thomaschowski: Das hing ja auch mit den Abwertungen zusammen, aber damit sind wir durch. Denke ich. Alles was im Negativen eingerechnet wurde, ist nicht im erwarteten Ausmaß eingetreten. Demgemäß müssten in absehbarer Zeit wieder Aufwertungen anstehen. In diesem Zusammenhang ist es interessant, das Investitionsverhalten in deutsche Immobilienaktien zu beobachten. Das ändert sich bereits. Beispielsweise hat sich ein Spezialfonds mit 5% an der IVG beteiligt, woraufhin deren Aktienkurs richtiggehend angesprungen ist. Anders als vor einem Jahr aber färbte diese IVG-Geschichte auch auf andere Titel ab. Mit 80 oder 90% Kursverlusten verfügen viele Immobilienwerte über erhebliches Aufwärtspotenzial.

Dieter Thomaschowski

Smart Investor: Wenn wir noch kurz bei den Kursabschlägen bleiben: Vor allem Unternehmen mit aggressivem Leverage wurden – wohl zu Recht – überproportional abgestraft. Können denn ansehnliche Renditen nur mit hohem Leverage erreicht werden?
Thomaschowski: Das ist schon ein Problem der Branche. Wir konnten sogar beobachten, dass einige Firmen ihren Leverage noch erhöhen wollten, obwohl nicht klar war, ob der Markt tatsächlich dreht. Dort sollte also tatsächlich mit 20% Eigenka-

pital und 80% Fremdkapital operiert werden. Einige ließen sich dann doch überzeugen, diese Risiken nicht einzugehen, weil sich zeigte, dass bei manchen Objekten selbst 30% Eigenkapital viel zu knapp bemessen gewesen wären. Wer nämlich mit wenig Eigenkapital ausgestattet ist und dann seine Objekte abwerten muss, bei dem schlägt dies stärker auf den NAV durch, was wiederum am Aktienmarkt für zusätzliche Verunsicherung sorgt. Dadurch wird auch das Umfeld aus Banken, Wirtschaftsprüfern und Anteilseignern noch vorsichtiger. Eine Umkehr dessen dauert dann meist eine sehr lange Zeit.

Smart Investor: Muss denn beim Thema Eigenkapital die Politik aktiv werden?
Thomaschowski: Sie meinen aus regulatorischer Sicht? Nun ja, die Frage ist doch, ob die Neubewertung einer Immobilie immer über die Gewinn- und Verlust-Rechnung direkt durchgetragen werden muss. Das funktioniert toll, solange die Immobilienwerte steigen, kehrt sich aber ins Gegenteil um, wenn Abwertungen vorgenommen werden müssen. Dann kann es passieren, dass sie trotz positiver operativer Ergebnisse einen negativen Ertrag ausweisen müssen, ihre Gewinn- und Verlustrechnung praktisch einen Substanzverzehr signalisiert. Für manch bilanziell ungeschultes Auge ist das unter Umständen zu wenig nachvollziehbar. Hier findet aber mittlerweile ein Umdenken statt, jedoch sehe ich es ganz pragmatisch: Das könnte die Chance des REIT sein, denn dieser muss ja mit 45% ein höheres Eigenkapital vorhalten als jede börsennotierte Immobiliengesellschaft. Damit können ja dann auch Volatilitäten bei der Bewertung des Portfolios geglättet werden. Wenngleich ich hier auf Bestandshalter abhebe, das Geschäft von Entwicklern und Projektierern ist von Haus aus weitaus risikobehafteter.

Smart Investor: Wenn Sie den REIT schon ansprechen: Warum kommt dieser hierzulande nicht aus den Puschen?
Thomaschowski: Wir Deutsche haben den REIT zunächst einmal auf dem Höhepunkt des Zyklus als Letzte durchgedrückt, mit zu vielen Zugeständnissen. Dann kam die Heuschreckendiskussion auf, gepaart mit der Angst, der deutsche Mieter würde nun zu Tausenden auf die Straße gesetzt oder mit enormen Mietsteigerungen konfrontiert. In der Praxis hat sich das alles nicht bewahrheitet. Nach der Wahl könnte ich mir nun Nachbesserungen vorstellen, vielleicht hat ja sogar der Wohnungs-REIT jetzt eine Chance. Man darf auch nicht vergessen, dass die Unternehmen aufgrund der Exit-Tax-Problematik bis 2010 zum Handeln gezwungen sind. Bessert sich das Umfeld, dann wird auch der REIT wieder mehr Aufmerksamkeit finden. Erste Anzeichen für eine Normalisierung sehen wir bereits.

Smart Investor: Welche genau?
Thomaschoswki: Die Kapitalerhöhung der Deutsche Wohnen ist die größte Kapitalmaßnahme seit ein paar Monaten und ist absolut plangemäß gelaufen. Kommt hier mehr, dann wäre das so etwas wie die Initialzündung für die Aktien. Einige sind ja zuletzt schon wiederentdeckt worden, wie etwa DIC Asset, übrigens auch ein etwaiger REIT-Kandidat. Das Geschäftsmodell hier überzeugt mich zwar nicht vollständig, aber wenn Sie die Börse als Spiegelbild nehmen, dann wird die Aktie positiv gesehen.

Smart Investor: Welche Geschäftsmodelle sind denn dann richtig aussichtsreich?
Thomaschowski: Ganz klar Deutsche EuroShop, da passt einfach alles, auch bei Hamborner. Dieses Unternehmen sucht sich gezielt auch Lagen in den Mittelstädten aus, und die Einzelhandelsobjekte sind durchweg sehr renditeträchtig. Dazu lässt sich Hamborner nicht unter Druck setzen, prüft in aller Ruhe. Die Zahl der Projekte, die nicht durch die Prüfung kommen, ist bei Hamborner überproportional hoch. Wenn die Gesellschaft also etwas kauft, dann stimmen die Zahlen. Auch das juristische Denken im Vorstand ist wiederum einer der Erfolgsfaktoren, die Unternehmenslenker können sich also zumeist auf ihre eigene Expertise verlassen. Letzten Endes hat Hamborner schlichtweg ein gutes Händchen.

Smart Investor: Was halten Sie von den Wohnungs-AGs?
Thomaschowski: Eine Gagfah zahlt sicherlich eine stattliche Dividende und ist auch interessant aufgestellt, aber für das Management des Bestandes unternimmt meines Erachtens eine Deutsche Wohnen etwas mehr. Die Kapitalerhöhung soll zudem zum Schuldenabbau und zum Ausbau des Portfolios genutzt werden. Ferner dürfte hier kein weiterer Abwertungsbedarf bestehen, der Verfall des NAVs müsste demnach gestoppt sein. Wird die Dividendenfähigkeit wieder hergestellt, fände das am Markt sicherlich sehr viel Akzeptanz.

Smart Investor: Sind Immobilienaktien überhaupt ein guter Inflationsschutz?
Thomaschowski: Hier müssen Sie in Zyklen von 15 oder 20 Jahren denken. In den USA haben REITs über eine solche Dauer durchaus bessere Ergebnisse als Aktien und Einzelimmobilien liefern können, und die Renditen lagen dann auch oberhalb der Konsumentenpreisinflation. Nur haben Sie immer auch die Unwägbarkeiten eines Unternehmens zu tragen. Viele Immobilien-AGs schaffen einfach keinen kontinuierlichen Leistungsnachweis über 15 oder 20 Jahre. Das ist leider so und wird wohl auch in Zukunft so bleiben.

Smart Investor: Haben Sie vielen Dank für das Gespräch. ■

Interview: Tobias Karow

Neue Lebens- und Arbeitsräume

Zukunftsstrategien für die Immobilienbranche

Gastbeitrag von Claudia C. Gotz, Geschäftsführerin Urban Land Institute Deutschland

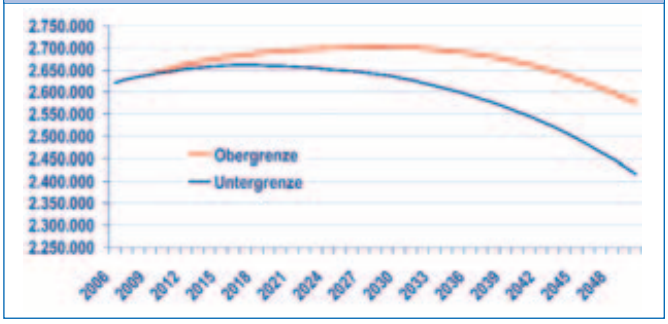
***Claudia C. Gotz** ist Executive Director beim Urban Land Institute (ULI) in Deutschland. Das ULI ist ein 1936 in Washington D.C. gegründetes Forschungs- und Bildungsnetzwerk, das heute in mehr als 94 Ländern vertreten ist und sich selbst als multidisziplinäres Forum sieht. Nach dem Motto „think global, act local" analysiert das ULI die Trends in der Immobilienentwicklung und -finanzierung. Die einmal jährlich erscheinende Studie „Emerging Trend in Real Estate" hat sich zu einem renommierten Investitionsleitfaden etabliert. Am 1.12.2009 findet in Frankfurt die ULI Trends Conference statt – eine Chance also, das ULI einmal „live" zu erleben. Weitere Informationen zum ULI finden Sie unter: www.uli.org oder kontaktieren Sie uns einfach unter coordinator@uli.org.*

Die Immobilie hat in den vergangenen Jahren enorm an Einfluss auf die Kapitalmärkte gewonnen und ist zu einem bedeutenden Anlagewerkzeug herangewachsen. Seitens der Immobilienfinanzierer und Anlagebereiche rückt nun das Thema Nachhaltigkeit immer stärker in den Fokus. Attraktive Immobilieninvestments zeichnen sich u.a. durch positive Energieeffizienz und langfristige Ankermieter aus. Beides sind Kriterien, welche für die Finanzierung neuer Projekte sowie für die positive Bewertung bestehender Assets am Markt unerlässlich geworden sind.

Hochwertige Quartiere braucht das Land

Das Urban Land Institute geht hierbei noch einen Schritt weiter und sieht die Immobilien eben nicht nur als Asset, sondern als einen der Hebel, um die Gestaltung unserer Lebensräume entscheidend zu beeinflussen, sozusagen „Building our Future". Daher sehen wir die Immobilie in ihren verschiedenen Nutzungsformen immer auch in Verbindung mit nachhaltigen Quartiersstrukturen, also als ganzheitlichen Ansatz: Denn nur durch intakte urbane Strukturen kann eine mittel- bis langfristige Stabilität innerhalb der Wertschöpfungskette gewährleistet werden. Auch für die Vertreter der öffentlichen Hand rückt eine nachhaltige Quartiersstruktur immer mehr in den Mittelpunkt. Attraktive Standorte zeichnen sich zunehmend durch hohe Lebensqualität sowie ein gutes Mischverhältnis von Gewerbe- und Wohnimmobilien in zentralen Lagen aus und gewinnen dadurch, also durch den Mix in der Nutzung, das Interesse der Investoren. Diese wiederum generieren Arbeitsplätze, idealerweise in Verbindung mit Zuzug. Durch hohe Lebensqualität entstehen dann häufig Standortbindung und somit auch beste Aussichten für nachrückende Generationen, die angebotenen Lebens- und Arbeitsräume langfristig zu nutzen. Entsprechend dürfte die Wohnflächennachfrage in Deutschland auch vorerst noch weiter anziehen (s. Abb. 1), speziell in Wirtschaftszentren wie Frankfurt, Hamburg, München und Stuttgart. Im globalen Maßstab gilt dies für Metropolregionen wie London, Moskau, Paris, Shanghai oder São Paulo.

Abb. 1: Wohnflächennachfrage in Deutschland

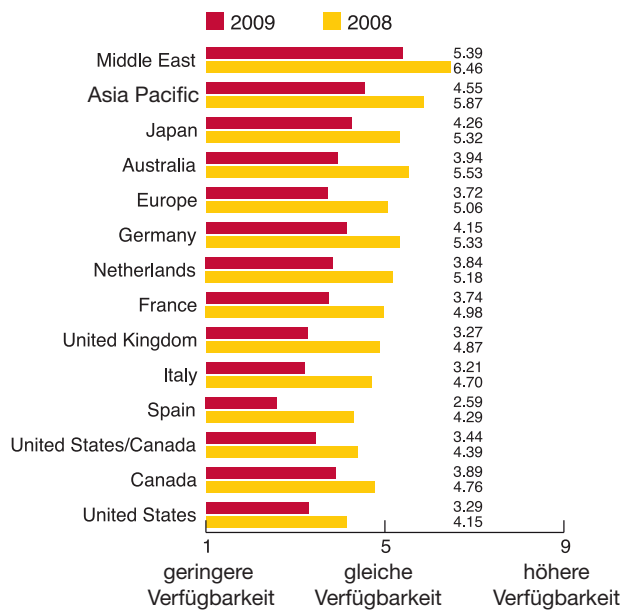


Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln/Dr. Michael Voigtländer

Wettstreit um Investments

Generell ist die Vermietung eines Objektes mittlerweile im gesamten Anlagenbereich zum Kerngeschäft geworden, denn mit der Qualität und Auslastung der Immobilie steht und fällt deren Wert. Wenn ganze Stadtareale sozusagen einknicken, setzt unvermeidbar eine Kettenreaktion ein, welche nur schwer aufzuhalten ist und vor allem noch schwieriger wiederhergestellt werden kann. Das haben wir am Beispiel USA nur zu gut erlebt. Damit wird aber auch deutlich, welche Herausforderungen auf uns zukommen. Städte und Regionen werden immer stärker um Investments innerhalb eines globalen Marktplatzes wetteifern (s. Abb. 2). Gleichzeitig wird am Kapitalmarkt die Einschätzung von Wert und Risiko aufgrund der zunehmenden Geschwindigkeit des Marktes und der neuen wirtschaftlichen Einflüsse schwieriger. Das Kapital wird sich voraussichtlich stärker konzentrieren – institutionelle Investoren sowie Nischenplayer gewinnen zukünftig an Bedeutung.

Abb. 2: Verfügbarkeit von Eigenkapital für Immobilien nach Regionen



Quelle: Emerging Trends in Real Estate Europe 2009 survey

Grünes Bauen auf dem Vormarsch

Durch Außenfaktoren wie Klimawandel, demografische Veränderungen, die Reduzierung natürlicher Ressourcen sowie die globale Infrastruktur stellen sich neue Herausforderungen, bieten aber zugleich attraktive Chancen für nachhaltige Entwicklung und Umgestaltung innerhalb der Stadt. Durch Retrofitting bestehender Immobilien sowie Entwicklung neuer Quartiere wie z.B. der Hafencity in Hamburg oder des Europaviertels in Frankfurt, um nur einige lokale Beispiele zu nennen, können wir uns für die zukünftigen Anforderungen an Lebens- und Arbeitsräume positionieren und zugleich stabile Grundlagen für interessante Investments schaffen. Wenn Entwickler nach neuesten Technologien und umfassenden Marktkenntnissen bauen, profitieren Einwohner sowie gewerbliche Mieter und nicht zuletzt auch die Umwelt. Durch die Entwicklung und den Einsatz neuer Technologien z.B. in den Bereichen Wasser, Energie und Abfall entstehen neue Profitcenter. Durch Umdenken und Investition in Innovation eröffnen sich neue Wege für geschäftliche Erfolgsmodelle mit einem hohen Return on Investment. Um nur ein Bespiel zu nennen: Unternehmen wie die Deutsche Bank mit ihren neuen Leittürmen, den Green Towers, haben deutliche Signale in diese Richtung gesetzt. Zudem das Gebäude wirklich eine Benchmark für nachhaltige Sanierung von Bestandsimmobilien setzt – von der daraus resultierenden PR für das Unternehmen ganz abgesehen. Wesentlich ausgefallener dagegen und noch einen Schritt visionärer ist da z.B. die Planung des Bosco Verticale in Mailand – einem wahrlich grünen Wohnturm. Auf jeden Fall zeichnet sich ein deutlicher Trend hin zum Green Building ab, welches ein zunehmend solides wirtschaftliches Fundament erhält: Für die erfolgreiche Vermarktung von Immobilien sind Zertifizierungen mittlerweile unerlässlich. Je nach Zielmarkt kommen DGNB oder LEED zum Einsatz. Eine international einheitliche Zertifizierung wäre sicherlich wünschenswert und würde für mehr Transparenz auf dem Markt sorgen, aber das ist noch Zukunftsmusik. Ganz abgesehen von der Debatte, welches Zertifikat „nachhaltiger“ ist. An dieser Stelle erlaube ich mir allerdings die Anmerkung, dass Deutschland im globalen Vergleich mit Sicherheit in der Gebäudequalität ganz vorne liegt (s. Abb. 3). Es wäre wünschenswert, wenn sich das zukünftig auch im Vertrauen des Anlegers in die Immobilie widerspiegeln würde. Kurzum – aus der Eintagsfliege ist ein Langzeit-Trend geworden, der mittlerweile auch auf öffentlicher und politischer Ebene immer mehr Unterstützung erhält.

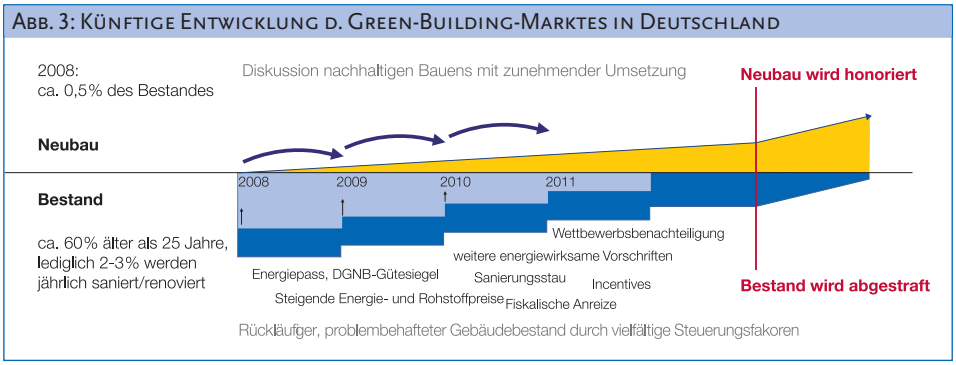
Viel Potenzial für Kooperationen

Durch das Auslaufen des Industriezeitalters und die sich damit verändernden Anforderungen an die Städte werden viele neue Prozesse ausgelöst. Um den finanziellen Aufwand für die Umgestaltung und Weiterentwicklung stemmen zu können, gewinnt die Suche nach neuen Kapitalquellen daher natürlich immer stärker an Bedeutung. Die engere Zusammenarbeit zwischen Vertretern der öffentlichen und privaten Wirtschaft sowie institutionellen Investoren bietet an dieser Stelle viel Potenzial, um zukünftig neue, innovative Konzepte zur Förderung und Finanzierung urbaner Entwicklungen hervorzubringen und zu etablieren. Unabhängig davon sind Faktoren wie Populationsdichte, Einkommensstrukturen und Zukunftstrends richtungsweisend und bestimmen, ob und wie hoch sich die Nachfrage an Wohn- und Retail-Immobilien entwickelt. Wobei wiederum das Wachstum der vorhandenen Arbeitskraft sowie deren Charakteristika in der Zusammensetzung wie Alter, Bildung, Mobilität und Fähigkeiten starken Einfluss auf die erfolgreiche Nutzung und Vermarktung von Büro- und Industriegebäuden haben. Diese Anforderung richtig vorherzusehen und sozusagen unter einen Hut zu bringen, ist eine der Herausforderungen für nachhaltige Entwicklung und Wachstum.

Fazit

Eine stärker nachhaltige Entwicklung dürfte angesichts dessen in den Vordergrund rücken und muss alle Aspekte – ökologisch, ökonomisch und sozial – berücksichtigen und aufeinander abstimmen. Grünes Bauen, die demografischen Herausforderungen und die Fähigkeit, Finanzierungsrunden „zu organisieren“, dürften die großen Themen der kommenden Jahre sein. Eine stärker nachhaltige Entwicklung dürfte angesichts dessen in den Vordergrund rücken. Schafft die Branche das, dann wird ihr Einfluss auf den Kapitalmarkt sicherlich nicht geringer werden. Eher im Gegenteil. ■

Abb. 3: Künftige Entwicklung d. Green-Building-Marktes in Deutschland



Quelle: DEGI Research, 2008

Hoher Abschlag auf den NAV nicht immer gerechtfertigt

Gastbeitrag von Carsten Stern, Chefredakteur Nebenwerte Journal

Immobilienaktien zählten in den vergangenen zwölf Monaten vor dem Hintergrund der tobenden Finanzkrise nicht gerade zu den Börsenlieblingen. Das kann angesichts wackeliger Finanzierungen und teils hausgemachter Probleme nicht wirklich überraschen. Nun mehren sich allerdings die Anzeichen, dass die Börse bei Immobilienaktien zu stark nach unten übertrieben haben könnte.

In diese Kategorie fällt unter anderem die TAG Immobilien AG. Das Unternehmen musste im vergangenen Geschäftsjahr horrende Wertberichtigungen auf ihre Bestände an Gewerbe- und Wohnimmobilien vornehmen, was zu tiefroten Zahlen und einem Dividendenausfall für 2008 und 2009 führte. Die Börsenkapitalisierung war auf 46 Mio. EUR abgesunken.

Vorstand ausgewechselt

Im Management haben sich im ersten Halbjahr tief greifende Veränderungen vollzogen. Am 31.03.2009 ist Erhard Flint altersbedingt aus dem Vorstand ausgeschieden. Am 30. Juni hat auch der Vorstandsvorsitzende Andreas Ibel das Unternehmen verlassen, aufgrund unüberbrückbarer Meinungsverschiedenheiten mit dem Aufsichtsrat, wie AR-Vorsitzender Dr. Lutz Ristow auf der HV am 27.08.2009 dazu wissen ließ. Ibels Position hat Rolf Elgeti übernommen, der zuvor bereits seit dem 17.10.2008 dem Aufsichtsrat angehört hatte. Hier handelt es sich um den seltenen Vorgang, dass ein Analyst in eine derartige Position berufen wurde. Die Börse verbindet damit die Hoffnung, dass Elgeti im Unternehmen kräftig aufräumt, was ihm Postbank-Fondsmanager Stefan Hollidt, der ihn noch aus seiner Zeit bei der Commerzbank kennt, auch zutraut. TAG Immobilien ist derzeit der einzige Immobilienwert in seinem Portfolio, betonte er im Fondsinterview mit dem Nebenwerte-Journal.

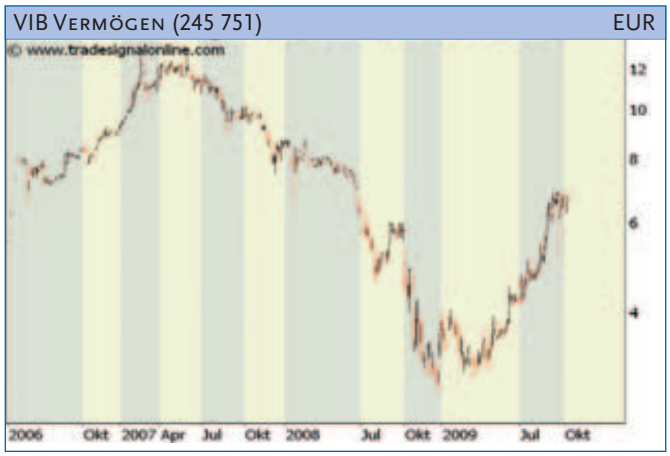
Bauträgergeschäft eingestellt

Der strategische Fokus des TAG-Konzerns liegt weiterhin auf Immobilien in deutschen Metropolregionen wie Hamburg, Berlin und München, die sich durch gute innerstädtische Lagen mit Wachstumspotenzial auszeichnen. Ziel des Unternehmens ist es, dass jede einzelne Immobilie einen positiven Deckungsbeitrag und Cashflow abwirft. Auf kürzere Sicht wird der Schwerpunkt nicht mehr auf Verkäufen zur Liquiditätsbeschaffung liegen, sondern auf der weiteren Verbesserung des operativen Geschäfts (Reduzierung der Leerstände, verstärkte Vertriebstätigkeit). Das Bauträgergeschäft wurde weitgehend eingestellt. Am Markt scheint sich zudem die Erkenntnis durchzusetzen, dass das Problem der Wertanpassungen bei den Immobilienbeständen weitgehend bewältigt ist. Jedenfalls wird für den weiteren Verlauf dieses Jahres kein weiterer wesentlicher Bedarf mehr erwartet. In Q3 2009 soll die Gewinnschwelle wieder überschritten worden sein.

Carsten Stern

VIB Vermögen: Solides Fundament

Anders ist der Fall bei der VIB Vermögen AG gelagert. Die Gesellschaft ist eine mittelständische Immobilienholding mit Investitionsfokus auf gewerblichen Immobilien in Süddeutschland. Dabei entwickelt sie Immobilien für das eigene Portfolio und kauft auch Bestandsimmobilien. Sie agiert als Bestandshalter, der sich ab und zu auch einmal von einer Immobilie trennt. Im Februar 2009 verkaufte die Gesellschaft ein Hotel in Ingolstadt für 2 Mio. EUR. Per 30.06.2009 umfasste das Immobilienportfolio des VIB-Konzerns 83 Logistikimmobilien und Industrieanlagen, Shopping- und Fachmarktzentren sowie Gewerbe- und Dienstleistungszentren mit einer vermietbaren Gesamtfläche von



631.000 m². Eine solche Strategie zielt zwangsläufig auf eine langsame, aber sehr stabile Unternehmensentwicklung ab. Große Sprünge bei Umsatz und Gewinn sind nicht zu erwarten.

Keine endfälligen Darlehen

Mit der Finanzierung hat VIB in der Regel kaum Schwierigkeiten, was zum einen am hohen Eigenkapitalanteil von 20% bis 30% und zum anderen an der Substanz der Immobilien sowie der Bonität der Mieter liegt. So werden in erster Linie sogenannte Annuitätendarlehen vereinbart. Diese Form der Immobilienfinanzierung schließen typischerweise Privatpersonen ab. Nachteil dieser Finanzierungsart: Sie bindet viel Eigenkapital, so dass in expansiven Phasen Kapitalerhöhungen auf der Tagesordnung stehen. Der Vorteil dieser Finanzierungsmethode liegt im Aufbau einer lastenfreien Immobiliensubstanz. Kreditauflagen (Covenants), die der Konkurrenz teilweise das Leben schwer machen, gibt es nicht. Angesichts eines Nettoinventarwerts je Aktie von 11,46 EUR sowie eines Buchwerts je Aktie von 11,06 EUR bei soliden Bilanzrelationen ist dem VIB-Papier weiteres Kurspotenzial zuzutrauen.

DES: Abgeltungsoptimierte Daueranlage

Der Deutsche EuroShop (DES) gelang es, im Jahr 2008 alle wirtschaftlichen Ziele zu erreichen bzw. sogar zu übertreffen. Nachdem das Unternehmen für 2008 konservativ ein Umsatzplus auf 110 bis 113 Mio. EUR kalkuliert hatte, gelang letztlich ein Wachstum um 20,4% auf 115,3 (95,8) Mio. EUR. Auch das EBIT, das zwischen 93 bis 95 Mio. EUR liegen sollte, erreichte tatsächlich 98,1 (78,5) Mio. EUR. Dass der Jahresüberschuss mit 68,9 (94,2) Mio. EUR bzw. 2,00 (2,74) EUR pro Aktie um mehr als ein Viertel hinter demjenigen des Vorjahres zurückblieb, hatte allein steuerliche Ursachen. Das gute Ergebnis schlug sich auch in einem leicht auf 27,43 (26,91) EUR verbesserten Nettoinventarwert pro Aktie nieder. Der Hauptversammlung am 30.06. wird eine gegenüber dem Vorjahr unveränderte Dividende, die in der Regel für Privatanleger steuerfrei ist, von 1,05 EUR je Aktie vorgeschlagen.

Hohe Planbarkeit

Die Deutsche EuroShop AG verfügt unverändert über ein profitables und stabiles Geschäftsmodell, das auch in rezessiven Zeiten überzeugt. Die sehr solide Ausstattung mit Eigenkapital ermöglicht weiteres Wachstum, ohne die gute Bilanzstruktur zu beeinträchtigen. Das Geschäftsmodell lässt langfristige Aussagen des Vorstands zur wichtigen Kennziffer FFO und zur Dividende zu.

Fazit

Bei den drei analysierten Unternehmen handelt es sich um solche mit hoher Substanz, bei denen die Börse nach unten hin übertrieben hatte. Trotz der zuletzt gesehenen Kursaufschläge dürften die Aktienkurse noch nicht ausgereizt sein. Vor allem für Deutsche EuroShop und VIB Vermögen gilt dies, bei TAG mit der Einschränkung, dass Elgeti noch einiges an Aufräumarbeiten zu erledigen hat. ■

Anzeige

Traditionen erhalten – neue Werte schaffen

CR
CAPITAL REAL ESTATE AG

Gerade in der heutigen Zeit ist es wichtig,
höchsten Wert auf Qualität und Substanz zu legen

Daher liegt der operative Fokus der CR Capital Real Estate AG ausdrücklich auf dem Management qualitativ hochwertiger Wohn- und Gewerbeimmobilien im Großraum Berlin. Diese Immobilien verfügen auch in schwierigen Zeiten über eine stabile Nachfrage und eine positive Wertentwicklung.

Die CR Capital Real Estate AG hat Anfang 2009 den Status eines Vor-REITs erhalten und plant, in Zukunft als eine auf Wohnimmobilien fokussierte REIT-AG an der Börse zu notieren.

Durch eine anlegerfreundliche Geschäftspolitik möchte das Unternehmen seine Aktionäre maßgeblich an seinem Erfolg teilhaben lassen.

Fordern Sie jetzt unverbindlich Informationen bei uns an!

CR Capital Real Estate AG
Hubertusallee 73
14193 Berlin
Telefon +49 (0)30 89 72 72 48
E-Mail: info@capital-real-estate-ag.de
www.capital-real-estate-ag.de

alstria office REIT-AG

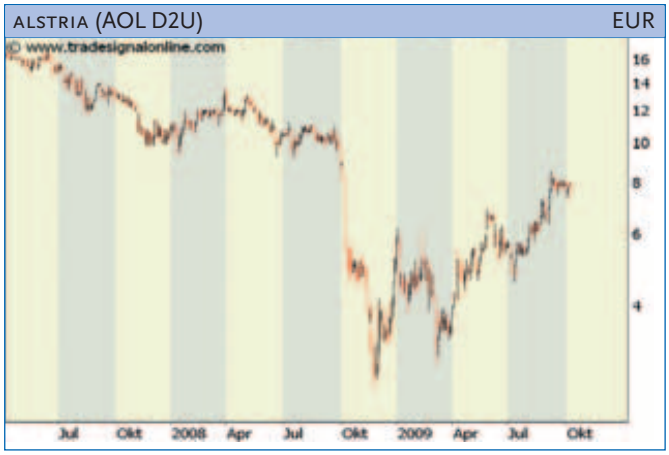
Der erste deutsche REIT kommt bisher gut durch die Krise

Unternehmensprofil

Die alstria office REIT-AG ist ein in Hamburg ansässiges Immobilienunternehmen mit einem Immobilienvolumen von ca. 1,8 Mrd. EUR, aufgeteilt auf 89 Immobilien. Das Unternehmen ist vor allem auf die Bestandshaltung von Büroimmobilien spezialisiert, was durch Optimierung des Immobilienbestandes, z.B. durch Refurbishments, und vereinzelten Immobilienverkauf abgerundet wird. Alstria ist der erste deutsche REIT.

Strategie

Alstria tätigt ihre Geschäfte ausschließlich auf dem 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. Mehr als ein Drittel der Mieterträge stammt von der Stadt Hamburg als Mieter. Weitere mehr als 40% stammen von großen Gesellschaften wie Daimler, Barmer oder Bilfinger Berger. Die Top-5-Mieter sind für 71% der Mieteinnahmen verantwortlich.



Operative Entwicklung

Die operativen Zahlen waren zum Halbjahr „in-line", die Kosten konnten durch verschiedene Optimierungsmaßnahmen reduziert werden. Die Mieteinnahmen wuchsen leicht (51,6 Mio. EUR; Vj.: 49,6 Mio. EUR), was auf die ganzjährige Konsolidierung von Objekten zurückzuführen ist. Die Mieten liegen im Durchschnitt bei 11 EUR je m². Die Mietverträge sind zum großen Teil an die Inflation indexiert. Aktuell beträgt der NOI-Yield 5,5%. Verkäufe stellen sich dagegen aktuell sehr schwierig dar, da die Banken ihren Kunden vor allem eher kleine Portfolien refinanzieren. Die Kostensituation verbesserte sich von 6,7 Mio. EUR im Vorjahr auf 5,4 Mio. EUR. Vor allem die Verwaltungskosten konnten um knapp 25% gesenkt werden.

Finanzierungsseitig kann das Unternehmen auf einen durchschnittlichen Zins von 4,4% zurückgreifen. Wir erwarten hier kurzfristig höhere Zinsen, vor allem wegen weiteren Wertberichtigungen auf das Immobilienportfolio und einer damit einhergehenden Steigerung des Loan-to-Value von nun 59% auf über 60%. Dieses sollte mit einer um 50 BPs höheren Marge auf den Kredit einhergehen. Zum Halbjahr lag der FFO bei 16,2 Mio. EUR und damit im Rahmen der Erwartungen. Zwischen dem ersten und zweiten Quartal konnte der FFO stabil gehalten werden. Durch negative Bewertungsergebnisse von -15,1 Mio. EUR (Vj.: -29,8 Mio. EUR), hervorgerufen durch eine höhere Grunderwerbsteuer (bereits in Q1) und einige aktivierte mieterbezogene Leistungen, konnte kein positives Nachsteuerergebnis gezeigt werden. Die operativen Zahlen zeigen deutlich, dass das Unternehmen bisher kaum Probleme bei der Neuvermietung sowie bei den Be-

alstria office REIT AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.alstria.de	nach IFRS	2007	2008	2009e	2010e	2011e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE000A0LD2U1	**Umsatz**	**82,6**	**102,1**	**102,4**	**98,8**	**100,5**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	AOL D2U	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	23,6%	0,3%	-3,5%	1,7%	KGV 2009e	neg.
Bloombergkürzel	A0X	**EBIT**	**75,2**	**-2,7**	**-6,8**	**79,6**	**81,3**	KGV 2010e	19,8
Kurs (09.10.2009; 09:50 ETR) in EUR	7,87	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	148,8%	- - -	2,1%	KGV 2011e	18,4
Aktienanzahl in Mio.	56,0	- EBIT-Marge	- - -	-2,7%	-6,7%	80,6%	80,9%		
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	440,7	**EBT**	**48,1**	**-55,9**	**-63,0**	**22,2**	**23,9**	Dividendenrendite 2009e	3,2%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	12,7%	- - -	7,6%	Dividendenrendite 2010e	4,6%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	8,45	- EBT-Marge	- - -	-54,8%	-61,6%	22,5%	23,8%	Dividendenrendite 2011e	5,1%
52-Wochen-Tief (in EUR)	2,50	**Jahresüberschuss**	**52,8**	**-56,0**	**-63,0**	**22,2**	**23,9**		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	90.430	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	12,5%	- - -	7,6%	Buchwert je Aktie (in EUR)	12,30
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	59,4%	- Nettomarge	- - -	-54,9%	-61,6%	22,5%	23,8%	NAV je Aktie (in EUR)	12,33
Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)	38,4%	**Ergebnis je Aktie**	**1,15**	**-1,02**	**-1,13**	**0,40**	**0,43**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	9,9%	- - -	7,6%	Nächster Termin (Q3-Zahlen):	13.11.09
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie**	**0,51**	**0,52**	**0,25**	**0,37**	**0,40**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	2,0%	-52,0%	46,4%	9,5%		
Aktionärsstruktur	Captiva 2 Astria Holding S.à.r.l. ca. 61,0%; Free Float 39,0%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben

standsmietern hat, was für die aktuelle wirtschaftliche Situation außergewöhnlich erscheint. Das Unternehmen hat eine Eigenkapitalquote von 36,8%, was im Branchenvergleich hoch ist.

Ausblick

Die Mieterträge sollten unseres Erachtens auf Gesamtjahressicht relativ stabil bleiben. Hintergrund dieser Annahme sind die in unseren Augen gute Mieterstruktur und die langfristigen Mietverträge. In diesem Jahr laufen nur 1,2% der Verträge aus, im kommenden Jahr sind es 4,8%. Die Guidance für das Gesamtjahr wurde bestätigt. Man erwartet einen Umsatz von 103 Mio. EUR, bei einem FFO von 32 Mio. EUR. In unseren Modellen gehen wir davon aus, dass das Unternehmen diesen Zielwert erreichen wird. Ferner gehen wir davon aus, dass bis zum Jahresende die Mieten leicht unter Druck geraten werden. Dies wird unseres Erachtens für das Immobilienportfolio weiteren Wertberichtigungsbedarf erzeugen, was für das Gesamtjahr eine Belastung von insgesamt 90 Mio. EUR bedeuten sollte.

Auf der Finanzierungsseite will sich das Unternehmen Luft verschaffen, indem es das im November 2011 fällig werdende Konsortialdarlehen, das durch 20 Banken bereit gestellt wird, in Teilen zurückzahlt, um sich dadurch eine bessere Verhandlungsbasis zu schaffen und ein geringeres Klumpenrisiko einzugehen. Bilanzierungsseitig gehen wir davon aus, dass alstria die Eigenkapitalquote ausbauen wird. Dies wird einerseits durch die Gesellschaftsform REIT bedingt sein, die eine höhere als die aktuelle Eigenkapitalquote vorschreibt, und andererseits sollte dies durch die daraus entstehenden besseren Refinanzierungsmöglichkeiten getrieben sein. Das Management nennt eine Zielgröße von 50% Eigenkapitalquote. Da man kein Tax Shield bei der Fremdfinanzierung geltend machen kann, bietet sich diese Strategie auch an. Da die Gesellschaft einen Großteil der Gewinne auszahlen muss, lässt sich unseres Erachtens die Eigenkapitalquote vor allem durch Kapitalerhöhungen verbessern. Wir gehen davon aus, dass dies bei einem höheren Aktienkurs erfolgen könnte. Aktuell ist aber keine Kapitalerhöhung geplant. Weitere Treiber sollten unseres Erachtens die frühzeitige Refinanzierung des Konsortialkredites sein sowie die beiden Refurbishment-Projekte Ohnsorg-Theater und Alte Post Hamburg.

Fazit

Nachdem der Kurs der Aktie Ende letzten Jahres stark unter Druck gekommen ist, konnte der Aktienkurs eine Rally hinlegen. In unseren Modellen gehen wir davon aus, dass die Mieterträge leicht unter Druck kommen werden, was aber nicht die Dividendenfähigkeit des Titels gefährden sollte. Ein größeres Problem sollten mögliche Abwertungsrisiken auf das Immobilienportfolio darstellen. Insgesamt stufen wir das Unternehmen trotz des hohen Abschlags zum Eigenkapital mit Halten ein. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Kanalstr. 44 in Hamburg (links oben), Alte Post in der Hamburger Poststr. 11 und Arnulfstr. 150 in München (rechts); Fotos: alstria office REIT-AG

Innenansicht einer CR-Immobilie;
Foto: CR Capital Real Estate AG

CR Capital Real Estate AG

REIT-Status im Blick

Unternehmensprofil

Die CR Capital Real Estate AG ist ein im Mai 2008 gegründetes Immobilienunternehmen mit dem operativen Fokus auf dem Management hochwertiger Wohn- und Gewerbeimmobilien. Hierbei fokussiert sich die Gesellschaft auf den Ballungsraum Berlin/Potsdam. Das Immobilienportfolio der CR Capital Real Estate AG setzte sich am 30. Juni 2009 aus fünf Immobilien mit einer gesamten vermietbaren Fläche von rund 4.600 m² zusammen. Im August dieses Jahres wurde eine Stadtvilla in Berlin-Grunewald zum 22-Fachen der erzielbaren Jahresmiete veräußert, eine weitere Immobilie könnte im Verlauf des Jahres veräußert werden.

Drei der vier im Portfolio verbliebenen Immobilien sind Stadtvillen und liegen in Berlin-Grunewald. Eine Gewerbeimmobilie befindet sich in Schönefeld/Waltersdorf in der Nähe des künftigen Großflughafens. Dort plant die Gesellschaft weitere Akquisitionen. Den Vor-REIT-Status besitzt die CR Capital Real Estate seit Januar dieses Jahres, wobei der Wechsel in den Prime Standard (derzeit Entry Standard) und das Erreichen des REIT-Status für 2011 angestrebt werden.

Strategie

Das Kerngeschäft des Unternehmens ist der Aufbau und das Management eines Immobilienbestands im Großraum Berlin/Potsdam. Hochwertige Wohn- und Gewerbeimmobilien in 1a-Lagen stehen ebenso im Investitionsfokus wie Ärztehäuser (angestrebte Eigenkapitalrendite von 8-12%), die ebenso wie KfW-Neubauten und sanierungsbedürftige Altbauten in Berlin und Potsdam zukünftig das Portfolio erweitern sollen. Durch den Einstieg in diese neuen Geschäftsfelder soll die Gesellschaft breiter aufgestellt werden. CR Capital Real Estate hat ein klar definiertes Ankaufsprofil, welches beispielsweise beinhaltet, dass Neubau-Wohnimmobilien zu mindestens 50% vermietet sein müssen. Von zentraler Bedeutung ist zudem ein günstiger Ankaufspreis, um die Zielrendite von 4 bis 6% p.a. zu erreichen. Im Hinblick auf den angestrebten REIT-Status ist die REIT-Fähigkeit weiteres zentrales Akquisitionskriterium.

Der Anteil der Wohnimmobilien am Portfolio soll weiter gesteigert werden, da die stabilen, mit vergleichsweise geringen Risiken behafteten Cashflows aus Wohnmieten eine zuverlässige Einnahmequelle darstellen. Die Gesellschaft hat ihren operativen Fokus auf den Start der Vermietungsaktivitäten, die Fortentwicklung der Portfoliostrategie und die Anbahnung kommender Immobilientransaktionen gelegt. CR Capital Real Estate zeichnet sich durch eine schlanke Organisationsstruktur aus, mit der das Management die Wertschöpfungskette Ankauf-Vertrieb-Finanzen-Controlling bedient. Der Vorstand beabsichtigt, die schlanke Struktur mit geringem Overhead auch nach weiteren Wachstumsschritten zu bewahren. Neben dem derzeitigen Vorstand Thomas Ehrich sollte mittelfristig ein zweiter Vorstandsposten geschaffen werden. Das Unternehmen stellt den Aktionären die Fortführung einer ausschüttungsfreundlichen Politik in Aussicht, die mit einem hohen Eigenkapitalanteil in Einklang gebracht werden soll.

Operative Entwicklung

Zuletzt hat CR Capital Real Estate die Halbjahresergebnisse 2009 vorgelegt. Im Berichtszeitraum wurden das Vermietungsgeschäft deutlich ausgebaut und Vermietungserlöse von 220.000 EUR erzielt. Die sonstigen betrieblichen Erträge beliefen sich auf 350.000 EUR. Hierin enthalten war die Höherbewertung einer Immobilie, die zu Erträgen von rund 240.000 EUR führte. Die Gesellschaft hat zum Halbjahr ein EBIT von 106.000 EUR ausgewiesen. Bei Aufwendungen von 456.000 EUR ergab

CR Capital Real Estate AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

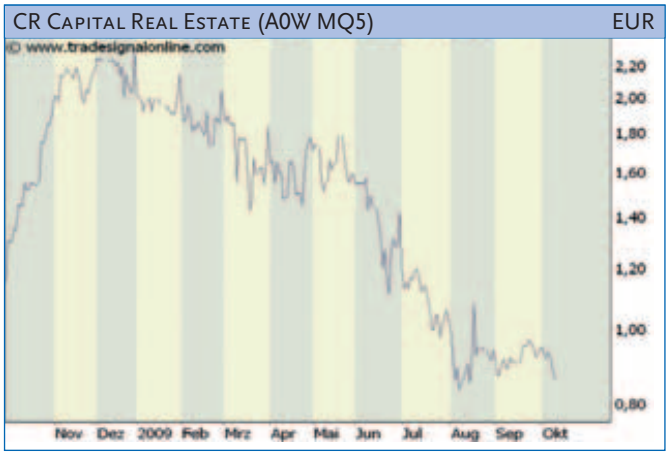
			2007	2008	2009e	2010e	2011e	Kennzahlen	
Internetadresse	www.crrealestate.de	nach IFRS							
ISIN	DE000A0WMQ53	**Umsatz**	**n.a.**	**3,6**	**0,5**	**1,5**	**3,3**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0W MQ5	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-86,1%	204,0%	113,8%	KGV 2009e	27,3
Bloombergkürzel	CRZ	**EBIT**	**n.a.**	**3,2**	**0,5**	**1,6**	**2,7**	KGV 2010e	8,2
Kurs (09.10.2009; 11:39 ETR) in EUR	0,82	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-84,6%	228,6%	68,9%	KGV 2011e	5,1
Aktienanzahl in Mio.	15,0	- EBIT-Marge	- - -	88,6%	98,0%	105,9%	83,7%		
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	12,3	**EBT**	**n.a.**	**3,2**	**0,5**	**1,7**	**2,9**	Dividendenrendite 2009e	12,2%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-83,8%	225,0%	69,2%	Dividendenrendite 2010e	12,2%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	2,35	- EBT-Marge	- - -	89,4%	104,0%	111,2%	88,0%	Dividendenrendite 2011e	12,2%
52-Wochen-Tief (in EUR)	0,80	**Jahresüberschuss**	**n.a.**	**3,3**	**0,3**	**1,1**	**1,9**		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	7.233	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-89,5%	225,0%	69,2%	Buchwert je Aktie (in EUR)	1,22
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-58,1%	- Nettomarge	- - -	91,8%	69,7%	74,5%	59,0%	NAV je Aktie (in EUR)	n.a.
Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)	-40,0%	**Ergebnis je Aktie**	**n.a.**	**0,28**	**0,03**	**0,10**	**0,16**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-89,3%	233,3%	60,0%	Nächster Termin (Q3-Zahlen):	17.11.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie**	**n.a.**	**0,10**	**0,10**	**0,10**	**0,10**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	0,0%	0,0%	0,0%		
Aktionärsstruktur	Free Float ca. 90%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben

sich ein Ergebnis nach Steuern von 82.000 EUR. Ohne den Sondereffekt aus der Höherbewertung wäre das Ergebnis nach Steuern mit -158.000 EUR negativ ausgefallen. Die aktivierungspflichtigen Gesamtinvestitionen in den Immobilienbestand (Baufertigstellungen und Ausstattung) beliefen sich im ersten Halbjahr auf 9,5 Mio. EUR. Zum 30.6.2009 lag die Eigenkapitalquote bei komfortablen 90%, wobei diese sich zukünftig bei ca. 50% einpendeln soll. Für 2008 wurde eine Dividende von 0,10 EUR je Aktie gezahlt.

Ausblick

Über Immobilienzukäufe planen die Berliner, Ertragsbasis und Unternehmenswert in den kommenden Monaten und Jahren deutlich zu erhöhen. CR Capital Real Estate AG strebt zudem an, durch Zukäufe von Immobilien und Grundstücken eine Verdoppelung der vermietbaren Fläche zu erzielen. Somit soll sukzessive ein Track Record aufgebaut werden. Für 2009 sind weitere Immobilientransaktionen vorgesehen, die Cashflow und Jahresergebnis 2009 angabegemäß ebenfalls positiv beeinflussen sollten. Zentrale Zielsetzung über das aktuelle Geschäftsjahr hinaus ist das Erreichen des REIT-Status, wobei die Gesellschaft bereits heute weitgehend REIT-fähig ist. Wesentliche Kriterien wie beispielsweise die Vorgabe, ausschließlich REIT-fähige Immobilien zu halten und zu entwickeln oder die Verschuldungsgrenze von 55% einzuhalten, werden vom Unternehmen bereits erfüllt. Der geographische Schwerpunkt soll auch langfristig die Region Berlin/Potsdam sein. Das Management geht davon aus, dass der Immobilienstandort Berlin insbesondere aufgrund des zu erwartenden Mietpreisanstiegs attraktiv bleiben wird.



Villa in der Berliner Hubertusallee; Fotos: CR Capital Real Estate AG

Fazit

Die Gesellschaft ist ein junger Player am Kapitalmarkt, so dass ein nachhaltiger Track Record erst noch aufgebaut werden muss. Die klare, fokussierte Geschäftsstrategie bietet gleichzeitig Chancen, aber auch Limitierungen hinsichtlich des Portfoliovolumens. Die deutlich kommunizierte Zielstellung, den REIT-Status zu erlangen, bietet dem Anleger eine klare Perspektive. Bis die Gesellschaft eine kritische Größe erreicht hat, ist die Aktie ein Kandidat für die Watchlist der Investoren. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

„Wir möchten der erste Wohn-REIT werden“

Smart Investor im Gespräch mit Thomas Ehrich, Vorstand der CR Capital Real Estate, über den Weg hin zum ersten Wohn-REIT in Deutschland und den Immobilienmarkt Berlin

Smart Investor: Herr Ehrich, eines Ihrer Ziele ist der REIT-Status. Was fehlt hierfür noch?
Ehrich: Spätestens 2011 soll es soweit sein. Vielleicht klappt es sogar schon Ende 2010 mit dem REIT-Status. In Kürze werden wir hierzu Gespräche mit der Deutsche Börse AG führen. Gegenwärtig erfüllen wir alle wesentlichen REIT-Kriterien. Insbesondere unsere Immobilien sind alle REIT-fähig. Aber vor allem wollen wir der erste Wohn-REIT in Deutschland werden. Im Portfolio soll die Quote der Wohnimmobilien im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeiten maximiert werden.

Smart Investor: Wie machen Sie das?
Ehrich: Zum einen kaufen wir Wohn- und Geschäftshäuser in sehr guten Lagen wie im Berliner Grunewald. Unsere herrschaftlichen Villen haben im Durchschnitt einen Gewerbeflächenanteil von ca. 55% und einen Wohnflächenanteil von etwa 45%. Damit sind diese Immobilien REIT-fähig. Zum zweiten wollen wir Wohnungen neu errichten, etwa in Berlin Prenzlauer Berg, wo wir jüngst ein Grundstück erworben haben. Neuer Wohnraum ist ebenfalls REIT-fähig. Nicht zuletzt konzentrieren wir uns auch auf Sanierungsmaßnahmen bei leerstehenden Wohnhäusern. Das REIT-Gesetz verlangt hier, dass die erworbenen Wohnungen komplett leer stehen und nicht vermietungsfähig sind. Momentan haben wir eine Wohnimmobilienquote im Portfolio von 45%. Berücksichtige ich den Neubau am Prenzlauer Berg, sind es bereits 60%.

Smart Investor: Wie sieht es mit den Mietrenditen bzw. Multiplikatoren in Ihren Objekten aus?
Ehrich: Diese hängen unter anderem von der Lage der Immobilien ab. Wenn ich den Grunewald nehme, dann sind dort die Mietpreise während der aktuellen Finanzkrise stabil geblieben. Kürzlich konnten wir eine Neubauvilla an eine Botschaft für das 22-Fache einer Jahresmiete verkaufen. Das lag sogar über dem Durchschnitt anderer sehr guter Standorte in unserer Zielregion Berlin/Potsdam. Bei den Mietrenditen lassen sich zum Beispiel im Bezirk Prenzlauer Berg derzeit bis zu 8% vereinnahmen. Bei Gewerbeobjekten in der Nähe des neuen Berliner Großflughafens Schönefeld, wo wir auch bereits investiert sind, können Sie sogar 10-12% p.a. erzielen.

Villa in der Berliner Hubertusallee; Foto: CR Capital Real Estate AG

Thomas Ehrich

Smart Investor: Sehen Sie für Berlin eher steigende Kaufpreise oder Mietpreise?
Ehrich: Für Berlin sehe ich in beiden Segmenten Potenzial nach oben. Berlin ist im europäischen Vergleich, was den Immobilienmarkt betrifft, „unterentwickelt“. Im Grunewald können Sie im Vergleich zu München Bogenhausen oder dem Frankfurter Westend immer noch einen deutlichen Preisabschlag von bis zu 30% verzeichnen. Das wird nicht auf Dauer so bleiben. Diese Preisdivergenzen sehen auch große internationale Investoren. Außerdem hatte Berlin seine Finanz- und Bankenkrise schon vor zehn Jahren und ist von der aktuellen Wirtschaftskrise kaum betroffen. Vom neuen Berliner Flughafen wird die Immobilienwirtschaft deutlich profitieren, die Beispiele Frankfurt und München können hier als Vorbilder gelten. Insofern wollen wir in dieser Region Opportunitäten im Gewerbebereich nutzen.

Smart Investor: Wenn wir jetzt auf Ihre Aktie blicken, was versprechen Sie sich dann von einer Zulassung zum Entry Standard?
Ehrich: Insbesondere für institutionelle Investoren sind wir mit der Zulassung zum Entry Standard interessanter geworden. Auch das Thema Kapitalerhöhung spielt hier mit hinein. Schließlich wollen wir wachsen, um die Erträge aus dem Immobilienbestand deutlich zu erhöhen. Letzten Endes macht das ja einen REIT als Bestandshalter aus. Eigenkapitalseitig erfüllen wir heute bereits die REIT-Vorgaben: Derzeit liegt die Eigenkapitalquote bei 90%.

Smart Investor: Dann steht dem Wohn-REIT nichts mehr im Wege. Vielen Dank. ■

Interview: Tobias Karow

Colonia Real Estate AG

Stärkere Fokussierung auf dem Wohnimmobilienmarkt

Greizer Str. Helle Aue in Berlin (oben links), Objekt im Hannoveraner Pelikanviertel (oben rechts) und Kurt-Schumacher-Ring in Salzgitter (unten); Fotos: Colonia Real Estate AG

Unternehmensprofil

Die Colonia Real Estate AG hat in den vergangenen Quartalen konsequent die Strategie verfolgt, sich zu einem Bestandshalter für Wohnimmobilien zu wandeln. Abgerundet wird das Geschäftsmodell durch Co-Investments für Wohn- und Gewerbeimmobilien, eine Asset-Management- und eine Privatisierungs-Tochter.

Strategie

Das Unternehmen versteht sich als Bestandshalter mit aktivem Portfolio-Management und als Asset-Management-Dienstleister. Die Gesellschaft verfügt über ein Netzwerk in verschiedenen deutschen Metropolen. Hier wurden im vergangenen Jahr Einsparungen vorgenommen, wie durch das Schließen des Standorts Düsseldorf. Das Unternehmen hat drei Bereiche. Der Bereich Investments Wohnimmobilien investiert für Colonia in Wohnimmobilen. Aktuell befinden sich knapp 19.000 Wohneinheiten im Bestand. Der Schwerpunkt liegt mit knapp 12.000 Wohneinheiten im westlichen Norddeutschland. Typischerweise haben die gekauften Wohnungen nur geringen bis gar keinen Sanierungsbedarf, aber dennoch hohen Leerstand, und erwirtschaften positive Cashflows.

Bei den Co-Investments sind die Minderheitsinvestments (zwischen 2,5% und 15%) in Gewerbeimmobilien der Gesellschaft gebündelt. Hier arbeitet man mit Tochterunternehmen von Merrill Lynch, J.P. Morgan und UBS zusammen. Diese Investitionen werden getätigt, um das Asset Management dieser Objekte übernehmen zu können. Im Asset Management werden Immobilien im Wert von 2,1 Mrd. EUR (Vj.: 3,1 Mrd. EUR) 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. Auch die Veräußerung von Immobilien für Dritte wird über die Tochtergesellschaft CRE Accentro GmbH angeboten. Im vergangenen Jahr gab es noch ein Segment für geschlossene Fonds, von diesem hat man sich mangels langfristiger Perspektive und fehlender Profitabilität getrennt.

Operative Entwicklung

Das jüngste „Ereignis“ bei der Colonia Real Estate war der Verkauf eines Wohnimmobilienportfolios in Berlin. Der Transaktionswert lag bei 67 Mio. EUR und damit über dem bilanziellen Buchwert. Insgesamt ist aber zu beachten, dass Colonia das Portfolio, zuzüglich weiterer separat verkaufter 80 Wohneinhei-

Colonia Real Estate AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.cre.ag	nach IFRS	2007	2008	2009e	2010e	2011e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE0006338007	**Umsatz**	**77,3**	**101,3**	**182,7**	**125,4**	**117,5**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	633 800	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	31,1%	80,5%	-31,4%	-6,3%	KGV 2009e	12,5
Bloombergkürzel	KBU	**EBIT**	**83,3**	**-58,5**	**37,3**	**36,8**	**40,8**	KGV 2010e	19,9
Kurs (09.10.2009; 09:51 ETR) in EUR	4,67	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	-1,4%	10,9%	KGV 2011e	15,2
Aktienanzahl in Mio.	28,5	- EBIT-Marge	- - -	-57,8%	20,4%	29,3%	34,7%		
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	132,9	**EBT**	**53,5**	**-94,4**	**13,1**	**8,5**	**11,3**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	-34,7%	32,5%	Dividendenrendite 2010e	0,0%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	4,58	- EBT-Marge	- - -	-93,2%	7,1%	6,8%	9,6%	Dividendenrendite 2011e	0,0%
52-Wochen-Tief (in EUR)	1,31	**Jahresüberschuss**	**66,0**	**-82,6**	**10,1**	**6,7**	**8,8**		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	158.027	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	-33,7%	31,0%	Buchwert je Aktie (in EUR)	8,56
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	60,1%	- Nettomarge	- - -	-81,5%	5,5%	5,3%	7,5%	NAV je Aktie (in EUR)	n.a.
Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)	75,5%	**Ergebnis je Aktie**	**2,94**	**-3,62**	**0,37**	**0,24**	**0,31**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	-37,0%	31,0%	Nächster Termin (Q3-Zahlen):	12.11.09
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie**	**0,25**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	---	---	---	---		
Aktionärsstruktur	Milfolium Management ca. 18%; Minefa Holdings ca, 5,1%; Free Float ca. 76,9%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben

ten, für 78 Mio. EUR eingekauft und auf 64 Mio. EUR abgeschrieben hatte. Operativ sind erste positive Tendenzen zu erkennen, auch wenn unter dem Strich nur durch einmalige Effekte ein Gewinn gezeigt werden konnte. Im ersten halben Jahr ist das Ergebnis aus der Vermietung auf 21,6 Mio. EUR (Vj.: 18,4 Mio. EUR) angestiegen. Dies ist vor allem durch den gesunkenen Leerstand (13,8%, Vorquartal: 15,2%) und die gestiegenen Mieten (4,63 EUR/m²; +2,2%) zu begründen. Ein Großteil des Portfolios der Gesellschaft wurde renoviert, was sich nun positiv auf die Umsätze auswirkt. Dennoch ist hier noch ein weiter Weg zu gehen, um die Gewinne auch nachhaltig sicherzustellen.

Cityhochhaus in Leipzig (links) und Objekt am Kurt-Schumacher-Ring in Salzgitter; Fotos: Colonia Real Estate AG

Das Ergebnis aus dem Asset Management war mit -1,1 Mio. EUR (Vj.: 0,6 Mio. EUR) negativ. Ausschlaggebend für das Ergebnis war die aktuelle Schwäche am Transaktionsmarkt. Damit ist dieser Bereich momentan die größte Baustelle. Allerdings wird in den Zahlen deutlich, dass die Umstrukturierung langsam greift. Die allgemeinen Verwaltungskosten haben sich von 16,6 Mio. EUR auf 5,6 Mio. EUR rückläufig entwickelt. Dennoch ist das Unternehmen aktuell operativ noch schwach aufgestellt, so stammt der gezeigte Gewinn maßgeblich mit aus einem einmaligen Effekt, der Auflösung einer Finanzierung, in Höhe von 8,7 Mio. EUR.

Ausblick

Operativ erwartet das Management für das Jahr 2009 ein positives Ergebnis. Zudem rechnet es mit einem positiven operativen Cashflow in der zweiten Jahreshälfte. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen dies leisten kann. Nicht zuletzt der Portfolioverkauf im September sollte dazu beigetragen haben. Unter Hinzurechnung des Berliner Portfolios erwartet der Vorstand einen NOI von 44 Mio. EUR. In der zweiten Jahreshälfte ist von einer Erholung des Transaktionsmarktes auszugehen, was dazu führt, dass der Umsatz im Asset Management ansteigen sollte. Unter dem Strich sollte hier für das Gesamtjahr 2009 eine schwarze Null zu erwarten sein. Mit einem bisherigen Verkaufsvolumen von rund 70 Mio. EUR wurde das bisher avisierte Volumen von 30 Mio. EUR übertroffen.

Bei der Investition in weitere Co-Investments mit geringen Anteilen an der Immobilie hält sich das Unternehmen aktuell bewusst zurück. Dieses Modell hat laut Gesellschaftsangaben seinen Charme verloren. Alternativ will man den Anteil der Colonia bei zukünftigen Joint Ventures auf 50% aufstocken bzw. das Asset Management nur noch als Dienstleistung anbieten. Finanzierungsseitig sollten im Konzern aktuell kaum Unsicherheiten bestehen, da 558 Mio. EUR langfristig und nur 15 Mio. EUR kurzfristig finanziert sind. Bis zu 95% der langfristigen Kredite sind auch über Swaps oder Festzinsvereinbarungen gefixt. Den Zukauf weiterer Portfolien schließt das Management nicht aus. Unserer Ansicht nach wird dies aber selektiv erfolgen, was mit der finanziellen Limitierung begründbar ist. Da Colonia davon ausgeht, dass gerade kleinere Immobiliengesellschaften nicht überleben können, will man die Chance nutzen und gegebenenfalls kleinere Werte hinzukaufen. Unseres Erachtens sind aber auch in diesem Bereich die finanziellen Möglichkeiten limitiert. Für das Jahr 2010 gehen wir von positiven Cashflows und Gewinnen aus der operativen Bewirtschaftung der Bestände aus. Im kommenden Jahr könnten Verkäufe in Höhe von 20-30 Mio. EUR anstehen.

Fazit

Es ist festzuhalten, dass Colonia bereits einige Schritte unternommen hat, um auch nachhaltig Gewinne aufzeigen zu können. Zudem liegt der aktuelle Aktienkurs weit unter dem Eigenkapital, das die Gesellschaft ausweist. Wir stufen die Aktie nunmehr auf Kaufen. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Deutsche EuroShop AG

Solide finanziert durch die Krise

Galeria Baltycka in Danzig und Innenansicht der Stadtgalerie Passau; Fotos: Deutsche EuroShop AG

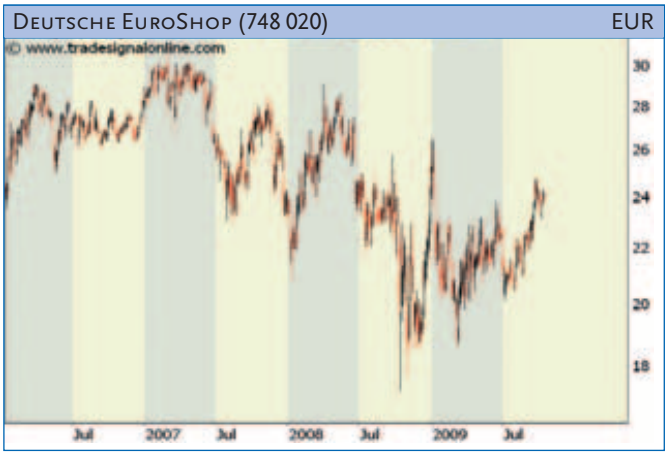
Unternehmensprofil

Die Deutsche EuroShop AG investiert in Shoppingcenter in erstklassiger Lage. Zurzeit verfügt das Unternehmen über 16 sich in Betrieb befindliche Center in Deutschland, Österreich, Polen und Ungarn.

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. Jedes Shoppingcenter hat sogenannte „Magnetmieter", diese wirken auf die Kunden besonders attraktiv und erhöhen die Akzeptanz des Centers. Neben diesen Mietern haben die Center noch mindestens weitere 80 Mieter. Mit dieser Vielfalt wird die Abhängigkeit gegenüber einzelnen Mietparteien verringert. Beim Zukauf neuer Objekte sollte eine Nettoanfangsrendite von derzeit mindestens 6% erzielt werden. Unseres Erachtens hat das Unternehmen Reserven in Höhe eines niedrigen dreistelligen Millionenbetrages, um das Portfolio weiter auszubauen.

Das Unternehmen agiert als reiner Finanzinvestor. Das gesamte Centermanagement aller Shoppingcenter der Deutsche EuroShop ist an die ECE, einen Dienstleister in diesem Bereich, 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 ausgewogenen Mieter- und Branchenmix, der einerseits möglichst viele Kunden anspricht und andererseits eine bleibende Anziehungskraft des Shoppingcenters garantiert. Somit sind die Cashflows auch langfristig sichergestellt.



Operative Entwicklung

Zum Halbjahr ist der Umsatz mit 63 Mio. EUR im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen. Die Bestandscenter konnten ein Umsatzwachstum von 1,4% verbuchen. Auch die Höhe des EBIT von 53,8 Mio. EUR war nicht überraschend. Unter dem Strich kam es im zweiten Quartal zu keiner Eintrübung der operativen Entwicklung. Die Deutsche EuroShop sieht aktuell keine Probleme, dass Mieter systematisch ihre Miete nicht mehr zahlen. Aktuell hat man weit mehr als 1.600 Mieter. Der Vermietungsgrad liegt bei über 99%. Zu Beginn des dritten Quartals erhöhte das Management das Kapital der Gesellschaft um 10%, was zu Zuflüssen in Höhe von 67 Mio. EUR führte. Aktuell hat man mit den eingehenden Geldern kleinere Kredite abgelöst, wodurch man Kosten senken und zudem eine noch solidere Finanzstruktur darstellen kann. Zum Halbjahr (vor der Kapital-

erhöhung) betrug die Eigenkapitalquote 47,4%. Die letzte große Akquisition stellt die Anteilserhöhung am Center in Kassel dar. Hier kaufte das Unternehmen einen Anteil von 50% und hält nun 90% der Anteile. Der Teilumbau des Centers soll bis Ende 2009 abgeschlossen sein.

Ausblick

Das Management strebt eine Bestandserweiterung durch geeignete Maßnahmen und weitere Zukäufe an. Durch die hohen Dividendenzahlungen der Gesellschaft ist der Ausbau des Portofoliowachstums nur über Kapitalerhöhungen möglich. Vor diesem Hintergrund ist auch die letzte Kapitalerhöhung zu sehen. Ein Teil der Gelder sollte in den Ausbau des Main-Taunus-Zentrums sowie der Center in Kassel und Dresden fließen. Ob und in welche neuen Shoppingcenter zudem investiert werden soll, ist noch offen. In den nächsten Quartalen könnte es mehr Möglichkeiten geben, Objekte zu erwerben, bei denen der Alteigentümer z.B. Finanzierungsprobleme hat.

Die Guidance für das Gesamtjahr wurde zu den Quartalszahlen zum wiederholten Male bestätigt. Der Umsatz soll 125-128 Mio. EUR betragen, das EBIT 105-108 Mio. EUR, das EBT (ohne Bewertung) 50-52 Mio. EUR. Die FFO (Funds from Operations) werden bei 1,38 EUR bis 1,43 EUR je Aktie erwartet. Aufgrund Verwässerungseffekten durch die Kapitalerhöhung wurden die FFO je Aktie leicht nach unten angepasst. Für das Jahr 2009 gehen wir zudem davon aus, dass die Werte der Immobilien leicht nach unten angepasst werden müssen, da der Leerstand der Immobilien unseres Erachtens steigt und damit die Bewertung der Shoppingcenter unter Druck kommt. Das Wachstum über

>>

„Einige Geschäftsmodelle haben nur geringe Überlebenschancen“

Smart Investor im Gespräch mit Claus-Matthias Böge, Vorstandschef von Deutsche EuroShop, über sich rasch ändernde Zeiten und die operativen Herausforderungen in Osteuropa

Smart Investor: Herr Böge, DES gilt als solide und langweilig. Wie stehen Sie zu diesem in Krisenzeiten starken „Kompliment“?
Böge: Wir freuen uns, dass diese Attribute heute als Kompliment aufgefasst werden. Vor zwei Jahren war das noch ganz anders. Nur: So schnell ändern sich nun mal die Zeiten.

Smart Investor: Das DES-Geschäftsmodell gilt als hervorragend. Sehen Sie, wenn Sie Ihre Branche betrachten, eigentlich eine Krise der Geschäftsmodelle im Immobiliensektor?
Böge: Da die Geschäftsmodelle der deutschen Immobiliengesellschaften sehr unterschiedlich sind, kann man nicht von einer Krise des Immobiliensektors im Allgemeinen sprechen. Es stimmt aber sicherlich, dass einzelne Geschäftsmodelle vermutlich nur geringe Überlebenschancen haben.

Smart Investor: Ihr Bewertungsergebnis wurde zuletzt ja auch durch die Abwertungen osteuropäischer Währungen getrieben. Was ist operativ die Herausforderung an Osteuropa?
Böge: Die polnische und die ungarische Währung waren in der letzten Zeit schwach. Daher sind die Mietbelastungen unserer Einzelhändler deutlich gestiegen, da die Mieten in Euro vereinbart wurden. Im Großen und Ganzen liegen die Mieten aber weiterhin auf einem sehr verträglichen Niveau, zumal teilweise die Umsätze in lokaler Währung weiter steigen.

Smart Investor: Was hat Sie davon abgehalten, sich aus der Arcandor-Konkursmasse zu bedienen?
Böge: Nach meiner Kenntnis besitzt Arcandor keine Immobilien. Da gibt es also nichts, woraus wir uns bedienen könnten.

Claus-Matthias Böge

Smart Investor: Aus der letzten Kapitalerhöhung flossen DES 67 Mio. EUR zu. Was machen Sie mit diesen frischen Mitteln? Werden Sie zukünftig ins Flächenwachstum investieren?
Böge: Diese Kapitalerhöhung hat uns in die Lage versetzt, wieder verstärkt nach neuen Akquisitionsmöglichkeiten Ausschau zu halten.

Smart Investor: Wie viele Center wird DES in zehn Jahren besitzen?
Böge: Hoffentlich doppelt so viele wie heute.

Smart Investor: Das klingt nach einem gesunden Maß an Optimismus. Haben Sie vielen Dank für Ihre Ausführungen. ■

Interview: Tobias Karow

Deutsche EuroShop AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

			2007	2008	2009e	2010e	2011e	Kennzahlen	
Internetadresse	www.deutsche-euroshop.de	nach IFRS							
ISIN	DE0007480204	**Umsatz**	**95,8**	**115,3**	**124,1**	**92,8**	**95,4**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	748 020	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	20,4%	7,6%	-25,2%	2,8%	KGV 2009e	32,8
Bloombergkürzel	DEQ	**EBIT**	**78,5**	**98,1**	**104,0**	**78,2**	**80,5**	KGV 2010e	22,1
Kurs (09.10.2009; 13:07 ETR) in EUR	24,11	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	25,0%	6,0%	-24,8%	2,9%	KGV 2011e	15,5
Aktienanzahl in Mio.	37,8	- EBIT-Marge	- - -	85,1%	83,8%	84,2%	84,3%		
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	911,7	**EBT**	**77,8**	**87,0**	**31,6**	**49,1**	**69,9**	Dividendenrendite 2009e	4,4%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	11,8%	-63,6%	55,4%	42,2%	Dividendenrendite 2010e	4,4%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	26,00	- EBT-Marge	- - -	75,4%	25,5%	52,9%	73,2%	Dividendenrendite 2011e	4,6%
52-Wochen-Tief (in EUR)	18,50	**Jahresüberschuss**	**94,2**	**68,9**	**26,6**	**41,3**	**58,7**		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	114.636	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-26,9%	-61,4%	55,4%	42,2%	Buchwert je Aktie (in EUR)	25,82
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-1,7%	- Nettomarge	- - -	59,7%	21,4%	44,5%	61,5%	NAV je Aktie (in EUR)	n.a.
Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)	15,4%	**Ergebnis je Aktie**	**2,74**	**2,00**	**0,74**	**1,09**	**1,55**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-26,9%	-63,3%	48,3%	42,2%	Nächster Termin (Q3-Zahlen):	12.11.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie**	**1,05**	**1,05**	**1,05**	**1,05**	**1,10**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	0,0%	0,0%	0,0%	4,8%		
Aktionärsstruktur	Familie Otto 18,5%; Attfund Ltd ca. 5,3%; Free Float 76,2%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben

das Jahr 2009 hinaus sollte vor allem durch die bis dahin getätigten Akquisitionen bestimmt werden sowie aus dem Wachstum der ausgebauten Center in Dresden und Frankfurt. Für diese Projekte sollen 2009 Investitionen von ca. 30 Mio. EUR und für 2010 ca. 40 Mio. EUR erfolgen. Ab dem Jahr 2010 oder 2011 ändert sich der Rechungslegungsstandard IAS 31. Dies wirkt sich auf den Geschäftsabschluss der Gesellschaft aus. Bisher kann man die Center, bei denen man bis zu 50% hält, anteilig Umsatz und die Gewinnreihen durch die eigene Gewinn- und Verlustrechnung buchen. Zukünftig werden nur noch die anteiligen Gewinne bzw. Verluste aufgezeigt. Damit fallen die Umsätze auf Konzernebene geringer aus, die Gewinne vor Steuern bleiben unberührt.

Fazit

Das Geschäftsmodell der Deutsche EuroShop hat sich in der aktuellen Marktlage als solide erwiesen, was sich nicht zuletzt in der Entwicklung des Aktienkurses widerspiegelt. Verglichen mit anderen Unternehmen in der Immobilienbranche entwickelte sich dieser Wert stabil. Dies betrifft eine Kursentwicklung nach unten wie auch nach oben. Auch wenn die Aktie ein interessantes Langzeitinvestment ist, sehen wir diesen aktuell als fair bewertet an. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Außenansicht der Stadtgalerie Passau und Main-Taunus-Zentrum in Sulzbach (rechts); Fotos: Deutsche EuroShop AG

Deutsche Wohnen AG

Gute finanzielle Lage durch die Kapitalerhöhung

Rheingauviertel in Berlin-Wilmersdorf (oben) und das UNESCO-Welterbe „Weiße Stadt" in Berlin; Fotos: Deutsche Wohnen AG

Unternehmensprofil

Die Deutsche Wohnen AG ist im SDAX gelistet. Sie entstand 2007 durch die Fusion der Deutsche Wohnen und der Gehag. Das Unternehmen ist der zweitgrößte börsengelistete Wohnimmobilienbestandhalter mit einem Gesamtportfolio von über 50.000 Wohneinheiten. Die Gesellschaft fokussiert sich auf die Ballungszentren, derzeit um Berlin und Frankfurt.

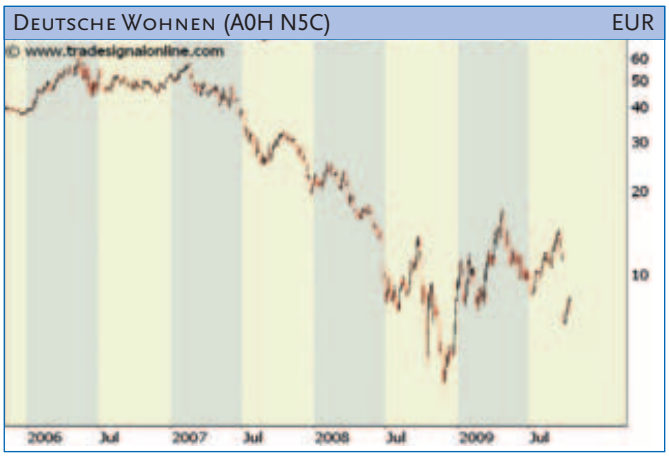
Strategie

Die Deutsche Wohnen verfolgt im Rahmen ihrer Geschäftsstrategie eine Fokussierung auf attraktive Wohnimmobilien, derzeit in den Regionen Berlin und Rhein-Main. Die Geschäftstätigkeit ist in die Bereiche Wohnungsbewirtschaftung und Verkauf (Blockverkäufe und Einzelprivatisierung von Wohnungen) aufgeteilt. Strategisches Ziel im Bereich Wohnungsbewirtschaftung ist das Heben von Wertpotenzialen durch aktives Mietenmanagement, u.a. Mietoptimierung und Leerstandsreduktion, Modernisierung und Sanierung. Das Wohnimmobilienportfolio besteht momentan aus knapp 50.000 Wohnungen. Die Zentren bilden dabei Berlin mit fast 23.000 Wohneinheiten und die Rhein-Main-Gegend mit knapp 11.000 Einheiten. Zudem besitzt die Deutsche Wohnen einen Anteil an dem Fonds DB14 mit 2.600 Wohneinheiten. Der zum Verkauf stehende Wohnungsbestand gliedert sich in die Bereiche Einzelverkauf und Blockverkauf. Im Rahmen des Einzelverkaufs wird angestrebt, Wohnungen vorwiegend an Selbstnutzer zu über Fair Value liegenden Preisen zu veräußern. Im Blockverkaufsbestand werden Wohnungen erfasst, die nicht mehr der Ausrichtung der Geschäftsstrategie der Gesellschaft entsprechen.

Operative Entwicklung

Ende September hat das Unternehmen Details für die am 9. Oktober erfolgte Kapitalerhöhung bekannt gegeben. In deren Zuge wurden 55,44 Mio. Aktien für 4,50 EUR ausgegeben. Dem Unternehmen flossen mit diesem Schritt Nettogesamterlöse in Höhe von 236,5 Mio. EUR zu. Da sich die Aktienanzahl auf 81,84 Mio. beinahe verdreifachte, sollte unseres Erachtens ein starker Verwässerungseffekt auf das Eigenkapital stattgefunden haben. Zum Halbjahr betrug der NAV je Aktie 24,27 EUR und ist nun auf ca. 10,70 EUR gesunken. Die eingeworbenen frischen Mittel sollen etwa zur Hälfte zur Reduzierung der Verbindlichkeiten genutzt werden. Die andere Hälfte soll in das Wachstum des Unternehmens gesteckt werden. Mit der Kapitalerhöhung sollte Deutsche Wohnen finanziell mit einer stabilen, langfristig gesicherten Finanzstruktur gut aufgestellt sein. Bis zum Ende 2011 stehen nur mehr Kredite mit einem Gesamtvolumen von ca. 35 Mio. EUR zur Prolongation an.

Im ersten Halbjahr konnte man 403 Einzelwohnungen (das Jahresziel liegt bisher bei 500 Wohnungen) und 336 Wohnein-



Deutsche Wohnen AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

			2007	2008	2009e	2010e	2011e	Kennzahlen	
Internetadresse	www.deutsche-wohnen.de	nach IFRS							
ISIN	DE000A0HN5C6	**Umsatz**	**204,4**	**315,5**	**286,9**	**249,6**	**266,0**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0H N5C	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	54,4%	-9,1%	-13,0%	6,5%	KGV 2009e	62,4
Bloombergkürzel	DWNI	**EBIT**	**141,6**	**-171,9**	**131,9**	**154,6**	**167,4**	KGV 2010e	31,7
Kurs (09.10.2009; 09:51 ETR) in EUR	8,00	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	17,2%	8,3%	KGV 2011e	20,2
Aktienanzahl in Mio.	81,6	- EBIT-Marge	- - -	-54,5%	46,0%	61,9%	62,9%		
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	652,8	**EBT**	**65,7**	**-328,9**	**29,2**	**51,7**	**61,6**	Dividendenrendite 2009e	2,5%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	76,9%	19,2%	Dividendenrendite 2010e	3,8%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	9,85	- EBT-Marge	- - -	-104,2%	10,2%	20,7%	23,2%	Dividendenrendite 2011e	5,0%
52-Wochen-Tief (in EUR)	2,27	**Jahresüberschuss**	**29,8**	**-256,0**	**5,2**	**20,7**	**32,5**		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	181.358	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	300,5%	57,3%	Buchwert je Aktie (in EUR)	n.a.
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	43,9%	- Nettomarge	- - -	-81,1%	1,8%	8,3%	12,2%	NAV je Aktie (in EUR)	10,70
Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)	117,5%	**Ergebnis je Aktie**	**1,32**	**-9,70**	**0,13**	**0,25**	**0,40**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	97,0%	57,3%	Nächster Termin (Q3-Zahlen):	26.11.09
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie**	**0,00**	**0,00**	**0,20**	**0,30**	**0,40**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	---	---	50,0%	33,3%		
Aktionärsstruktur	Oaktree 24,4%; Andere ca. 33,1%; Free Float 42,5%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben

heiten (Vorjahr: 960) im Block verkaufen. Der Verkauf erfolgte über den Buchwerten. Im Einzelverkauf konnte eine Bruttomarge von 34% erzielt werden. Daran erkennt man unseres Erachtens deutlich den Antrieb der Käufer. Für diese zählt derzeit nicht die aktuelle Rendite, vielmehr soll ein Investment in Wohnimmobilien vor Inflation schützen. Auch konnte das Portfolio weiter optimiert werden. Die Mieten stiegen im Core-Portfolio im Halbjahresvergleich von 5,19 EUR/m² auf 5,29 EUR/m². Die Treiber hinter dieser Entwicklung waren, neben den normalen Mietanpassungen, zum einen der Mieterwechsel (9-10% aller Mieter wechseln im Jahr) und zum anderen Investitionen in den Immobilienbestand, die zum Teil auf die Miete umgelegt werden können bzw. dazu führen, dass bei einer Neuvermietung die angepasste Miete bei 20% bis 25% über der vorherigen Miete liegt. Zeitgleich konnte der Leerstand im Kernportfolio auf 3,3% gesenkt werden. Der Umsatz aus der Wohnungsbewirtschaftung blieb mit 130,7 Mio. EUR (Vj.: 131,6 Mio. EUR) im ersten Halbjahr trotz der Mietausfälle durch die Verkäufe (50.122 Wohneinheiten, Vj.: 51.836 Wohneinheiten) stabil.

Neben dem eigentlichen Kerngeschäft, der Bestandshaltung für Wohnimmobilien, hat das Unternehmen mit Katharinenhof eine Pflegeheimkette erworben. Aktuell wird diese nicht aktiv zum Verkauf angeboten, da unter den momentanen Marktbedingungen nicht der gewünschte, deutlich über Buchwert liegende Preis erzielt werden könnte. Zielmarke sind hier für das Management 105-110 Mio. EUR. Unter dem Strich war das Unternehmen in der Lage, die FFO (Funds from Operations) im ersten Halbjahr auf 0,67 EUR je Aktie (Vj.: 0,41 EUR) zu erhöhen.

Ausblick

Operativ gehen wir davon aus, dass sich die Dynamik aus dem ersten Halbjahr weiter fortsetzen wird. Zudem sollten beim Kapitaldienst durch die Kapitalerhöhung deutlich mehr als 10 Mio. EUR im Jahr eingespart werden. Bei der Privatisierung ist davon auszugehen, dass mehr als 500 Wohneinheiten verkauft werden sollten. Für die Blockverkäufe, allen voran für das Riesling-Portfolio, führt das Unternehmen permanent Verhandlungen. Aber ein großer Abschluss scheint sich aktuell nicht abzuzeichnen.

Durch die Kapitalerhöhung stehen nun gut 100 Mio. EUR Eigenkapital für eine weitere Expansion zur Verfügung. Unterstellt man, dass das aktuelle LTV-Ratio von ca. 65% der Gesellschaft beibehalten wird, entspräche dies einem möglichen Gesamtinvestitionsvolumen von mehr als 300 Mio. EUR. Damit ist unseres Erachtens, zumindest kurzfristig, eine Expansion an einem dritten Standort unwahrscheinlich. Die Stärkung der beiden bestehenden Märkte, Berlin und Frankfurt, sollte für die Gesellschaft mehr Charme aufweisen. Mittelfristig gehen wir aber davon aus, dass ein dritter Standort kommen wird, da sich das Geschäftsmodell gut skalieren ließe. Da das Portfolio aktuell genügend Cash generiert, ist das Unternehmen unserer Ansicht nach aber nicht im Zugzwang. Zu den größten Aufgaben des Managements zählt – nachdem die Restrukturierung und die Stabilisierung der Bilanz abgeschlossen ist – das weitere interne und externe Wachstum. Das Unternehmen ist durch die Vielzahl von Restrukturierungen, die bereits vollzogen wurden, in der Lage, das Hauptaugenmerk wieder auf das normale operative Geschäft und damit auch auf die Akquisition neuer Bestände zu legen.

Fazit

Insgesamt gehen wir davon aus, dass das Management die eingenommenen Gelder so investieren wird, dass das bisherige Portfolio gut ergänzt wird. Dennoch verweisen wir darauf, dass der Aktienkurs von dieser zukünftigen Entwicklung bereits viel vorweg genommen hat. Wir kommen zum Schluss, dass die Aktie beim aktuellen Aktienkurs eine Halteposition darstellt. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Deutsche Wohnen setzt auf glückliche Mieter – nicht nur in der Koblenzer Göbensiedlung; Foto: Deutsche Wohnen AG

DIC Asset AG

Weiterhin gut aufgestellt

Unternehmensprofil

Das Frankfurter Unternehmen ist auf den Erwerb, die Bestandshaltung und Veräußerung von Büro- und Einzelhandelsimmobilien spezialisiert. Der regionale Anlagefokus liegt in Deutschland, wobei sich die Bestände größtenteils im west- und süddeutschen Raum befinden. Aktuell verwaltet DIC Asset insgesamt ein Immobilienportfolio von rund 2,2 Mrd. EUR (Stand Juni 2009), zum Teil werden diese über Co-Investments gehalten. Mit der DIC ONSITE verfügt der Konzern zudem über ein Asset- und Property-Management-Unternehmen.

Strategie

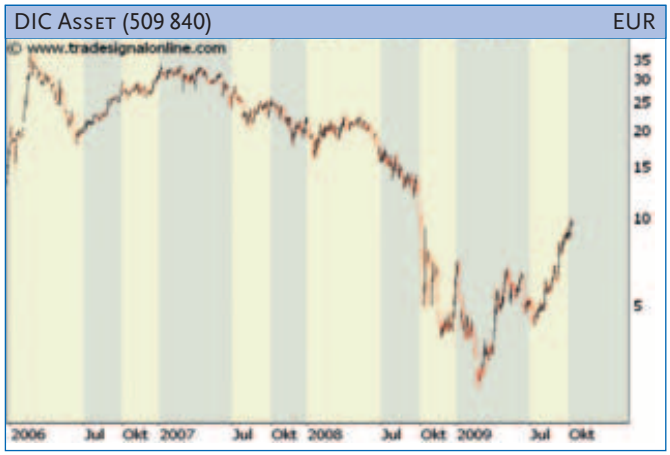
Das Immobilienportfolio der DIC Asset AG gliedert sich in die drei Segmente Core, Value Added und Opportunistic Co-Investments. Im Core-Segment der Gesellschaft befinden sich 45% der Immobilien. Es handelt sich vorwiegend um Objekte mit lang laufenden Mietverträgen und niedrigen Leerstandsquoten (aktuell 2,1%). In den beiden anderen Teilportfolien wird in Immobilien mit einem höheren Wertsteigerungspotenzial investiert, was sich unter anderem in deren Leerstand (bis zu 17,9%) widerspiegelt. Die Value-Added-Immobilien (Anteil von ca. 44% am Portfolio) haben kurz- bis mittelfristig realisierbares Wertsteigerungspotenzial durch Leerstandsabbau, Refurbishments (Modernisierung/Renovierung) und Optimierung der Mieterstruktur. Die opportunistischen Co-Investments stellen 11% des Portfolios dar. Die Gesellschaft beteiligt sich hier als passiver Co-Investor mit 20%.

Die Büroimmobilien stellen mit einem Anteil von 69% den Großteil des Portfolios dar. Weitere nennenswerte Anteile haben Einzelhandelsimmobilien mit ca. 16% sowie sonstige Gewerbeobjekte mit 13% (u.a. Logistik- und Lagerflächen). Sowohl regional als auch hinsichtlich der Mieterstruktur ist das Portfolio breit diversifiziert. So werden 20% der Mieteinkünfte durch Mieter aus dem öffentlichen Bereich erzielt. Etwa 40% der Einnahmen stammen aus der Vermietung an meist größere Unternehmen aus verschiedenen Wirtschaftszweigen. Neben der Bestandsoptimierung verkauft DIC auch einzelne Assets, um sich Gewinne und Cashflows zu sichern.

Operative Entwicklung

Die Mieteinnahmen lagen im ersten Halbjahr 2009 gegenüber dem Vorjahr stabil (67,3 Mio. EUR, Vj.: 67,7 Mio. EUR). Die durchschnittliche Miete betrug im Unternehmen 10,63 EUR, was einen Anstieg um 1,3% gegenüber dem Jahresende 2008 bedeutet. Aktuell werden bei Anschlussvermietungen kurz- und mittelfristige Mietverträge bis zu fünf Jahren nachgefragt. Hier wollen die Mieter eine gewisse Flexibilität. Unseres Erachtens sollte dies für die DIC Asset nicht von Nachteil sein, da man bei einem Drehen des Immobilienmarktes in einigen Jahren gute Chancen hat, die Mieterträge wieder zu steigern. Die durchschnittliche Laufzeit der Mietverträge beläuft sich auf 5,3 Jahre (zum Jahresende 2008 waren es 5,4 Jahre). Aus der Veräußerung von Immobilien konnten 6,9 Mio. EUR (Vj.: 2,0 Mio. EUR) erzielt werden, wobei der Verkauf stets über oder um den Buchwert bzw. ermittelten Marktwert stattfand.

Kostenseitig stiegen die Ausgaben durch den Kapazitätsausbau im Asset- und Property-Management auf 9,0 Mio. EUR (Vj.: 7,7 Mio. EUR) an. Den größten Einfluss auf die Ertragslage des Unternehmens hatten die Überschüsse aus dem Bereich Opportunistische Co-Investments, die als „Ergebnis aus assoziierten Unternehmen“ zufließen. Hier gingen die Gewinne von 6,9 Mio. EUR auf 1,5 Mio. EUR wegen eines Sonderertrages im Vorjahr



DIC Asset AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

			2007	2008	2009e	2010e	2011e	Kennzahlen	
Internetadresse	www.dic-asset.de	nach IFRS							
ISIN	DE0005098404	**Umsatz**	**234,5**	**207,2**	**218,6**	**264,1**	**295,8**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	509 840	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-11,6%	5,5%	20,8%	12,0%	KGV 2009e	neg.
Bloombergkürzel	DAZ	**EBIT**	**80,0**	**96,0**	**-6,5**	**103,9**	**116,4**	KGV 2010e	9,4
Kurs (09.10.2009; 09:42 ETR) in EUR	9,50	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	19,9%	- - -	- - -	12,0%	KGV 2011e	8,0
Aktienanzahl in Mio.	31,4	- EBIT-Marge	- - -	46,3%	-3,0%	39,3%	39,4%		
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	297,8	**EBT**	**43,7**	**29,7**	**-78,5**	**37,5**	**49,9**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-32,0%	- - -	- - -	33,3%	Dividendenrendite 2010e	6,3%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	9,60	- EBT-Marge	- - -	14,3%	-35,9%	14,2%	16,9%	Dividendenrendite 2011e	8,4%
52-Wochen-Tief (in EUR)	2,65	**Jahresüberschuss**	**36,1**	**25,1**	**-66,7**	**31,8**	**37,5**		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	93.813	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-30,5%	- - -	- - -	17,6%	Buchwert je Aktie (in EUR)	16,81
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	52,7%	- Nettomarge	- - -	12,1%	-30,5%	12,1%	12,7%	NAV je Aktie (in EUR)	n.a.
Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)	95,9%	**Ergebnis je Aktie**	**1,25**	**0,80**	**-2,13**	**1,02**	**1,19**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-36,3%	- - -	- - -	17,6%	Nächster Termin (Q3-Zahlen):	11.11.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie**	**1,65**	**0,30**	**0,00**	**0,60**	**0,80**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-81,8%	-100,0%	---	33,3%		
Aktionärsstruktur	Deutsche Immobilien Chancen Group 39,4%; Forum Partners 10,6%; MSREF 10,4%; Free Float 39,6%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben

zurück. Unter dem Strich konnte die Gesellschaft weiterhin ein positives Ergebnis ausweisen. Zudem ist der FFO (Funds from Operations) mit 21,7 Mio. EUR nur leicht unter dem Vorjahresniveau. Pro Aktie beträgt dieser 0,71 EUR gegenüber 0,74 EUR im Vorjahr. Im ersten Halbjahr vergrößerte sich der Aktionärskreis. Im Mai veräußerte das Unternehmen eigene erworbene Aktien an die solvia Vermögensverwaltung, die jetzt 5,1% an der Gesellschaft hält. Die weiteren Großaktionäre sind die DIC-Gruppe mit 39,4% und mit 10,4% Morgan Stanley Real Estate Funds.

Ausblick

Die Hauptaufgaben des Managements in der zweiten Jahreshälfte sollten vor allem in der Stabilisierung der Finanzstrukturen zu sehen sein und in der Verlängerung der auslaufenden Mietverträge. Finanzierungsseitig sollte unseres Erachtens in diesem und im kommenden Jahr keine Gefahr bestehen. Die Kredite sind zum großen Teil langfristig finanziert. Weniger als 10% der Kredite haben eine Laufzeit unter drei Jahren. Das Unternehmen ist auf Portfolioebene finanziert, somit stehen immer nur Teilbeträge zur Refinanzierung an. Knapp ein Drittel der Kredite ist mit LTV (Loan-to-Value)-Kreditauflagen verknüpft, die laut Managementaussagen aktuell nicht in der Gefahr stehen, gerissen zu werden.

Im zweiten Halbjahr erwarten wir eine operativ schwächere Entwicklung. Dies sollte sich in einem leicht ansteigenden Leerstand und damit einhergehenden sinkenden Mieterträgen ausdrücken. Das Management rechnet mit rückläufigen Mieterlösen im Gesamtjahr 2009 um 2% bis 3%. Bei den Veräußerungen werden Immobilienverkäufe von 60 Mio. EUR bis max. 100 Mio. EUR in Aussicht gestellt. Der FFO sollte zwischen 34 Mio. EUR und 36 Mio. EUR liegen. Bewertungsseitig gehen wir von weiteren Abwertungen auf das Immobilienportfolio aus. Wir rechnen hier mit knapp 100 Mio. EUR. Eine Kapitalerhöhung ist derzeit keine Option. Aktuelle Investitionen sind durchfinanziert. Mittelfristig schließen wir aber eine Kapitalerhöhung zur Finanzierung des weiteren Wachstums nicht aus.

Fazit

Auch wenn der Kurs der Aktie stark zugelegt hat, so sehen wir dennoch einiges an Potenzial nach oben. Günstig scheint aus unserer Sicht der Vermietungsstand zu sein. Wir können uns aber vorstellen, dass die Mieten in den kommenden Quartalen unter Druck kommen werden. Dennoch sehen wir weiterhin Aufwärtspotenzial. Unsere Schätzungen für das Eigenkapital betragen zum Jahresende etwas mehr als 14,00 EUR. Der Aktienkurs notiert weit darunter. Wir sehen die Aktie somit als Kauf. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Außenansicht der Mannheimer Augustaanlage (links oben), Objekt in der Koblenzer Rizzastr. und Objekt in der Essener Alfredstr. (rechts unten); Fotos: DIC Asset AG

ESTAVIS AG

Fokussierung auf den Einzelwohnungsverkauf

Unternehmensprofil

ESTAVIS fokussiert sich auf Wohnimmobilien in Deutschland und bietet seine Lösungen privaten und institutionellen Anlegern an. Es wird sowohl die Konzeption neuer als auch die Abwicklung bestehender direkter oder indirekter Einzel- oder Portfolioinvestments angeboten. Die Gesellschaft ist seit April 2007 im Prime Standard notiert. Zum 1. Juli 2009 wurde der Posten des CEO mit Florian Lanz neu besetzt.

Strategie

ESTAVIS bedient private und institutionelle Investoren, die Investments in deutsche Wohnimmobilien, zum Beispiel durch den Bestandsaufbau oder den Erwerb von Einzelwohnungen, tätigen wollen. Für Verkäufer von Immobilien ist ESTAVIS Anbieter von Exit-Lösungen, zum Beispiel bei der Verwertung von Wohnimmobilienbeständen. Die ESTAVIS AG hat sich im abgelaufenen Geschäftsjahr konsolidiert und neu ausgerichtet. Kerngeschäftsfeld ist der Einzelwohnungsverkauf, während das Geschäftsvolumen des Portfoliohandels, ehemals Hauptstandbein von ESTAVIS, mittlerweile deutlich reduziert wurde. Gleichzeitig hat das Management die Kostenstrukturen und die Beteiligungsstruktur angepasst. Die Mehrheitsbeteiligung von 50,1% an der ESTAVIS Property Management GmbH wurde im Rahmen eines Management Buy-out veräußert. Zudem hat ESTAVIS die Beteiligung von rund 80,5% an der börsennotierten Hamburgische Immobilien Invest SUCV AG (HAG) veräußert. Im Rahmen der Transaktion wurde der direkt gehaltene Anteil an der CWI Real Estate AG, einer Tochtergesellschaft der HAG, in Höhe von rund 2,3% veräußert.

Der Personalbestand von ESTAVIS wurde zudem von 110 Mitarbeitern im Konzern auf 40 Mitarbeiter reduziert. Hier wurde vor allem im Portfoliohandel Personal abgebaut. Eine weitere Maßnahme besteht in einer restriktiven Beschaffungspolitik, so dass unter dem Strich die Kostenbasis deutlich verringert wurde. Das Management plant, die Immobilienbestände auszubauen, wobei sich die einzelnen Immobilien höchstens drei bis sechs Monate im Vertrieb befinden sollen. Eine hohe Qualität der Assets soll daher insgesamt die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells garantieren. Die Gesellschaft richtet die gesamte Wertschöpfungskette auf einen erfolgreichen Exit aus. In diesen Exit-Lösungen sieht ESTAVIS seine Kernexpertise. Durch die nun breitere Aufstellung erwartet das Management, dass neue Kundengruppen im privaten und institutionellen Bereich erschlossen werden können. Sowohl Selbstnutzer als auch Kapitalanleger stehen hier im Fokus.

Operative Entwicklung

ESTAVIS hat zuletzt vorläufige Zahlen für das Geschäftsjahr 2008/2009 vorgelegt. Der Umsatz aus fortgeführten Aktivitäten lag bei 70,7 Mio. EUR (Vorjahr: 120,2 Mio. EUR). Im Segment Ein-

Estavis AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

Internetadresse	www.estavis.de	nach IFRS	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE000A0KFKB3	**Umsatz**	**198,4**	**147,5**	**70,7**	**62,8**	**71,1**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0K FKB	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-25,7%	-52,1%	-11,2%	13,2%	KGV 2009e	neg.
Bloombergkürzel	E7S	**EBIT**	**16,6**	**-6,8**	**-25,2**	**1,2**	**2,3**	KGV 2010e	neg.
Kurs (09.10.2009; 13:10 ETR) in EUR	1,93	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	273,0%	- - -	91,7%	KGV 2011e	-12,9
Aktienanzahl in Mio.	8,1	- EBIT-Marge	- - -	-4,6%	-35,6%	1,9%	3,2%		
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	15,6	**EBT**	**14,2**	**-10,5**	**-31,2**	**-2,8**	**-1,6**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	197,6%	-91,2%	-42,0%	Dividendenrendite 2010e	0,0%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	2,80	- EBT-Marge	- - -	-7,1%	-44,1%	-4,4%	-2,3%	Dividendenrendite 2011e	0,0%
52-Wochen-Tief (in EUR)	1,20	**Jahresüberschuss**	**8,8**	**-6,7**	**-55,0**	**-2,1**	**-1,2**		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	20.509	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	724,0%	-96,2%	-42,0%	Buchwert je Aktie (in EUR)	10,62
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	4,8%	- Nettomarge	- - -	-4,5%	-77,8%	-3,3%	-1,7%	NAV je Aktie (in EUR)	10,00
Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)	23,0%	**Ergebnis je Aktie**	**1,54**	**-0,68**	**-6,79**	**-0,26**	**-0,15**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	898,5%	-96,2%	-42,3%	Nächster Termin (n.a.):	n.a.
Geschäftsjahr	30.6.	**Dividende je Aktie**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	---	---	---	---		
Aktionärsstruktur	Rainer Schorr 18,54%; Florian Lanz 10,62%; Asset Value Investors 10%; Elliston Properties 8,78%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben

zelwohnungsverkauf stieg der Umsatz aus fortgeführten Aktivitäten von 44,6 Mio. EUR im Vorjahr auf 62,1 Mio. EUR. Im Portfoliohandel ging der Umsatz hingegen deutlich von 75,6 Mio. EUR auf 8,2 Mio. EUR zurück. Im Geschäftsjahr 2008/2009 konnten keine Portfoliotransaktionen abgeschlossen werden. Im künftigen Kerngeschäftsfeld Einzelwohnungsverkauf wurden 660 Wohneinheiten an private Kapitalanleger veräußert, nachdem im Vorjahr 448 Einheiten verkauft wurden. Insgesamt, d.h. in der Summe aus fortgeführten und nicht fortgeführten Aktivitäten, wurden 934 Wohneinheiten (Vorjahr: 857) verkauft. Somit wurde das ausgegebene Ziel von 1.000 verkauften Wohnungen nicht erreicht. Unrealisierte Marktwertveränderungen von Immobilienvorräten (rund -15 Mio. EUR) sowie die Abwertung von Forderungen (rund -3 Mio. EUR) führten zu einer deutlichen Ergebnisbelastung. Das vorläufige Konzernergebnis aus fortgeführten Aktivitäten betrug rund -29,0 Mio. EUR.

Ausblick

Ohne Berücksichtigung von unrealisierten Marktwertveränderungen von Immobilienvorräten sowie die Abwertung von Forderungen (nach vorläufigen Zahlen zusammen rund -18 Mio. EUR) erwartet das Management für das Geschäftsjahr 2008/2009 ein EBIT aus fortgeführten Aktivitäten von etwa -7,0 Mio. EUR. Das Konzernergebnis aus nicht fortgeführten Aktivitäten wird angabegemäß voraussichtlich in einer Bandbreite von -22,0 bis -26,0 Mio. EUR liegen. Insgesamt ist mit einem Konzernergebnis von -51,0 bis -55,0 Mio. EUR zu rechnen (2007/2008: -5,5 Mio. EUR). Für das Geschäftsjahr 2009/2010 erwartet der Vorstand ferner eine spürbare Verbesserung der Ertragslage gegenüber dem Vorjahr, wobei die Anpassungen der Unternehmens- und Kostenstrukturen wesentlich zu dieser Verbesserung beitragen sollen. Insgesamt sieht das Unternehmen einen positiven Nachfragetrend im Wohnungshandel an private Kapitalanleger. Wir rechnen in den kommenden zwei Geschäftsjahren nicht mit der Zahlung einer Dividende, da dieser Zeitraum für die Schärfung und Ausweitung des Geschäftsmodells genutzt werden sollte.

Fazit

In der Wahrnehmung des Kapitalmarkts muss sich das veränderte Geschäftmodell etablieren, nachdem ESTAVIS die Anleger in der Vergangenheit enttäuscht hatte. Insgesamt ist ESTAVIS deutlich stabiler aufgestellt als noch vor Jahressicht, wenngleich die Strukturanpassungen erst im am 1.7. begonnenen Geschäftsjahr 2009/2010 greifen werden. Eine wichtige Baustelle, die vom neuen Management adressiert wird, ist eine zu verbessernde Kapitalmarktkommunikation. Wir bleiben vorerst skeptisch, ob der Turnaround gelingen kann. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

Alle gezeigten Immobilien sind sanierte Denkmalschutzimmobilien in Chemnitz. Fotos: ESTAVIS AG

Fair Value REIT-AG

Wachstum über Zwei-Säulen-Strategie

Objekte in Rostock (links) und in Neumünster;
Fotos: Fair Value REIT-AG

Unternehmensprofil

Die Fair Value REIT-AG fokussiert sich auf den Einkauf und die Bewirtschaftung hochwertiger Gewerbeimmobilien, wobei die Gesellschaft im Rahmen einer Zwei-Säulen-Strategie direkt in Gewerbeimmobilien und indirekt in geschlossene Immobilienfonds investiert. Aktuell besteht das Portfolio aus direkten Investments in 32 Immobilien und aus indirekten Investments in 48 Immobilien. Die indirekten Investments werden über insgesamt 13 geschlossene Immobilienfonds abgebildet. Das Portfolio ist zu 95% vermietet und besteht vorrangig aus Büro- und Einzelhandelsobjekten. Die Gesellschaft fokussiert sich auf mittelgroße Städte und Regionalzentren in Deutschland mit aktuellen regionalen Schwerpunkten auf Schleswig-Holstein (21%) und Nordrhein-Westfalen (15%). Selektiv soll auch in Ballungsräumen investiert werden. Um die Portfoliostruktur weiter zu optimieren, soll der Investitionsschwerpunkt auf Büro- und Logistikimmobilien liegen. Die Bereiche Rechnungswesen, Immobilienbewirtschaftung und operatives Asset Management sind ausgelagert an die IC Immobilien Gruppe.

Strategie

Die Investitionsstrategie der Fair Value REIT-AG beruht auf einer Zwei-Säulen-Strategie mit einer Zielstruktur von jeweils 50% direkten und 50% indirekten Investments. Durch den 2008 erfolgten Verkauf des Airport Office II in Düsseldorf hat sich der Anteil der direkten Investments am Portfolio verringert. Das Unternehmen hält aktuell direkt Immobilien mit einem Marktwert von 47,3 Mio. EUR, was einem Anteil von 19% am Gesamtportfolio von 244,5 Mio. EUR entspricht. Bei den Direktinvestitionen liegt der Investmentfokus derzeit auf Büro- und Logistikimmobilien. Im Zielportfolio sollen Büroimmobilien 50% der Mieterträge ausmachen, während die Logistikimmobilien 25% erzielen sollen. Die im südlichen Schleswig-Holstein gelegenen Objekte werden derzeit primär als Bankfilialen genutzt. Hauptmieter ist die Sparkasse Südholstein, die gleichzeitig mit einem Anteil von 14,1% größter Mieter der Immobilien der Fair Value ist.

Bei der Investition in einen geschlossenen Immobilienfonds wird jeweils ein Anteil von 20% bis zu 90% angestrebt, so dass die Gesellschaft Einfluss auf die Geschäftsentwicklung nehmen kann. Das Portfolio der Fair Value REIT-AG zeichnet sich durch eine hohe Stabilität der Mieterträge und einen hohen Diversifikationsgrad aus. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge liegt bei 6,5 Jahren. 2010 stehen 9,9% der Vertragsmieten zur Verlängerung an. Durch die breite Branchendiversifikation ist das Risiko insgesamt begrenzt. 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. Der Vorstand plant, die sich hieraus ergebenden Chancen konsequent zu nutzen.

Fair Value REIT-AG

			Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR						
Internetadresse	www.fvreit.de	nach IFRS	2007	2008	2009e	2010e	2011e	**Kennzahlen**	
ISIN	DE000A0MW975	**Umsatz**	**4,3**	**12,4**	**10,4**	**10,8**	**11,3**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0M W97	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	186,5%	-16,5%	4,5%	4,4%	KGV 2009e	16,4
Bloombergkürzel	FVI	**EBIT**	**-1,8**	**-1,8**	**4,5**	**5,0**	**5,9**	KGV 2010e	12,5
Kurs (08.10.2009; 12:55 ETR) in EUR	4,75	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-3,1%	- - -	9,2%	18,2%	KGV 2011e	11,6
Aktienanzahl in Mio.	9,4	- EBIT-Marge	- - -	-14,2%	43,9%	45,8%	51,9%		
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	44,7	**EBT**	**1,7**	**-13,3**	**2,7**	**3,6**	**3,9**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	32,7%	7,9%	Dividendenrendite 2010e	5,3%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	4,98	- EBT-Marge	- - -	-107,3%	26,2%	33,3%	34,4%	Dividendenrendite 2011e	7,4%
52-Wochen-Tief (in EUR)	3,00	**Jahresüberschuss**	**1,7**	**-13,3**	**2,7**	**3,6**	**3,9**		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	1.994	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	32,7%	7,9%	Buchwert je Aktie (in EUR)	8,28
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	18,8%	- Nettomarge	- - -	-107,3%	26,2%	33,3%	34,4%	NAV je Aktie (in EUR)	8,28
Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)	38,9%	**Ergebnis je Aktie**	**0,74**	**-1,41**	**0,29**	**0,38**	**0,41**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	31,0%	7,9%	Nächster Termin (Q3-Zahlen):	16.11.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,25**	**0,35**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	---	---	---	40,0%		
Aktionärsstruktur	Free Float 42,3%; H.F.S. Zweitmarkt Invest 30,5%; IC Immobilien Gruppe 18,1%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben

Operative Entwicklung

Die Halbjahresergebnisse 2009 wurden zuletzt veröffentlicht. Das Nettovermietungsergebnis lag bei 4,0 Mio. EUR, während im Vorjahr 5,3 Mio. EUR erzielt wurden. Aufgrund der im vergangenen Jahr vereinbarten vorzeitigen Auflösung eines Generalmietvertrages gegen Erhalt einer Abstandszahlung sind diese Zahlen allerdings nur eingeschränkt vergleichbar. Nach einem Bewertungsergebnis der Immobilien von -0,1 Mio. EUR (Vorjahr: -2,2 Mio. EUR) lag das EBIT bei 2,6 Mio. EUR (Vorjahr: 1,5 Mio. EUR). Die Erträge aus Minderheitsbeteiligungen (Erträge aus den Immobilienfonds) wurden um 4% auf 1,7 Mio. EUR gesteigert. Nach Abzug des Finanzergebnisses von -2,6 Mio. EUR (Vorjahr: -2,2 Mio. EUR) resultierte damit ein Konzernüberschuss von 1,7 Mio. EUR (Ergebnis je Aktie von 0,18 EUR, Vorjahr: 0,08 EUR). Der Net Asset Value je Aktie lag zum Stichtag bei 8,28 EUR (31. Dezember 2008: 8,16 EUR). In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres steigerte die Gesellschaft den FFO, hauptsächlich durch gestiegene Zuflüsse aus den Minderheitsbeteiligungen, um 60% auf 2,1 Mio. EUR (Vorjahr: 1,3 Mio. EUR) oder 0,22 EUR je Aktie. Die Eigenkapitalquote gemäß § 15 REIT-Gesetz lag bei 52,9% und damit komfortabel über den nach dem REIT-Gesetz geforderten 45%.

Ausblick

Das Management hat den Ausblick für das Gesamtjahr 2009 bestätigt. Demnach soll ein Konzernergebnis von 2,7 Mio. EUR bis 3,0 Mio. EUR erzielt werden. Die Prognose basiert auf einer Stabilität der Marktwerte, wobei ein Bewertungsverlust von 1,5 Mio. EUR unterstellt wird, der einer Barwertminderung von über Markt liegenden Mieten entspricht. 2010 soll bei entsprechenden Marktwertveränderungen von -1,6 Mio. EUR ein Konzernergebnis von 3,2 bis 4,0 Mio. EUR generiert werden. Für 2009 ist – vorausgesetzt es werden keine nennenswerten Zusatzerträge erwirtschaftet – nicht mit einer Ausschüttung an die Aktionäre zu rechnen. Jedoch plant der Vorstand, die nachhaltige Dividendenfähigkeit aus dem Bestandsportfolio ab 2010 zu erreichen. Auf mittlere Sicht steht das Wachstum des Portfolios weit oben auf der Agenda des Unternehmens. In Verbindung hiermit sollte sich die Kosteneffizienz verbessern. Kurzfristig ist insbesondere eine erfolgreiche Anschlussvermietung der Objekte mit auslaufenden Mietverträgen von besonderer Bedeutung. Während der REIT-Status bereits als Pluspunkt bei der Investorenansprache zu sehen ist, liegt eine Hausaufgabe des Managements in einer verbesserten Wahrnehmung des Kapitalmarkts insgesamt, um die Liquidität in der Aktie zu verbessern.

Fazit

Das Unternehmen hat sich als eine der ersten REIT-Gesellschaften im Markt positioniert. Das diversifizierte Portfolio sichert die Ertragsbasis ab, wobei ein höheres Investitionsvolumen die Gesellschaft noch stabiler aufstellen würde. Der Anleger sollte abwarten, bis die nachhaltige Dividendenfähigkeit gegeben ist. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

Objekt in Pinneberg; Foto: Fair Value REIT-AG

HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG

Spezialist für großflächige Einzelhandelsimmobilien

Unternehmensprofil

Die Hahn-Gruppe tritt als Spezialist für großflächige Einzelhandelsimmobilien auf. Durch den langen Track Record von über 25 Jahren ist die Gesellschaft in diesem Geschäftsfeld etabliert und zudem Marktführer in Deutschland. Hahn versteht sich als Manager und Co-Investor mit einem Full-Service-Angebot. Die Gesellschaft hat eine verwaltete Mietfläche von rund 1,3 Mio. m² an ca. 150 Standorten und betreut ein Vermögen von über 2 Mrd. EUR. Die wichtigsten Mieter sind die großen Einzelhandelskonzerne Metro, Edeka, REWE, Tengelmann sowie Lidl&Schwarz. Aktuell weist Hahn für die Immobilien eine Vermietungsquote von 96,3% aus. Die Gesellschaft ist zudem einer der größten Initiatoren und Manager von geschlossenen Immobilienfonds mit über 150 aufgelegten Fonds und einem Bruttoemissionserlös von mehr als 1,8 Mrd. EUR. Die Hahn Gruppe bietet Asset-, Fonds- und Property-Management für private und institutionelle Investoren an und betätigt sich darüber hinaus als Investor. Die Aktie der HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG ist seit dem 30. Oktober 2006 im General Standard notiert.

Strategie

Die Gesellschaft ist in den Geschäftsfeldern Trading, Management und Investment tätig. Über den Managementbereich (Asset-, Property- und Fundmanagement), der klar im Fokus der Geschäftstätigkeit steht, wird der komplette Lebenszyklus einer Immobilie abgedeckt. Über die Co-Investments profitiert die Gesellschaft zudem von einer positiven Investmentperformance. Wachstumstreiber des Unternehmens sind dabei die wiederkehrenden Managementerträge.

Regional ist die Hahn-Gruppe diversifiziert aufgestellt, wobei der Schwerpunkt der Aktivitäten in Nordrhein-Westfalen liegt. Hinsichtlich der Sektoren liegt der Fokus historisch bedingt auf Verbrauchermärkten und SB-Warenhäusern (54% Anteil am verwalteten Immobilienvermögen). Für den gesamten Einzelhandels-Sektor zeigt sich das Management aufgrund des bis dato stabilen Konsumklimas optimistisch, wobei sich die Discounter und der großflächige Einzelhandel weiter positiv entwickeln sollten. Die Auswirkungen der Rezession sind allerdings deutlich am Transaktionsmarkt abzulesen. Der Gewerbeimmobilienmarkt insgesamt wies im ersten Halbjahr lediglich ein Transaktionsvolumen von 3,7 Mrd. EUR auf (Retail: 1,15 Mrd. EUR), nachdem im Gesamtjahr 2007 noch über 50 Mrd. EUR (Retail: über 10 Mrd. EUR) umgeschlagen wurden. Hahn rechnet mit einer Aufwärtsentwicklung im Retail-Bereich, allerdings gleichzeitig mit einer stagnierenden Rendite.

Der HAHN FCP-German Retail Fund steht unverändert im Mittelpunkt der Aktivitäten des Unternehmens. Der institutionelle Investmentfonds weist derzeit ein gezeichnetes Eigenkapitalvolumen von 155 Mio. EUR auf. Das Immobilienportfolio im HAHN FCP bestand zum Stichtag 30.6.09 aus zehn Objekten mit einem Investitionsvolumen von 233 Mio. EUR. Zuletzt wurde bekannt, dass die Hahn Gruppe mit dem ehemaligen Hertie-Standort in Erkrath ein weiteres Objekt für den Fonds erworben hat. Das 6.500 m² große Objekt soll durch umfassende Revitalisierung zu einem Fachmarktzentrum umgestaltet werden. Das Management hat insgesamt folgende Wachstumsfelder für die Gesellschaft identifiziert: Ausbau des institutionellen Geschäfts, Aus-

HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

			2007	2008	2009e	2010e	2011e	Kennzahlen	
Internetadresse	www.hahnag.de	nach IFRS							
ISIN	DE0006006703	**Umsatz**	**130,0**	**432,6**	**128,2**	**135,0**	**143,3**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	600 670	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	232,9%	-70,4%	5,3%	6,1%	KGV 2009e	neg.
Bloombergkürzel	H4I	**EBIT**	**22,7**	**18,1**	**15,8**	**19,6**	**22,3**	KGV 2010e	14,1
Kurs (09.10.2009; 12:45 ETR) in EUR	1,97	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-20,4%	-12,5%	24,1%	13,8%	KGV 2011e	8,2
Aktienanzahl in Mio.	12,0	- EBIT-Marge	- - -	4,2%	12,3%	14,5%	15,6%		
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	23,6	**EBT**	**11,0**	**-6,5**	**-0,7**	**2,4**	**4,2**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-89,2%	- - -	75,0%	Dividendenrendite 2010e	0,0%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	3,92	- EBT-Marge	- - -	-1,5%	-0,5%	1,8%	2,9%	Dividendenrendite 2011e	5,1%
52-Wochen-Tief (in EUR)	1,30	**Jahresüberschuss**	**7,1**	**-5,4**	**-0,5**	**1,6**	**2,9**		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	1.786	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-91,1%	- - -	75,0%	Buchwert je Aktie (in EUR)	2,41
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-47,5%	- Nettomarge	- - -	-1,2%	-0,4%	1,2%	2,0%	NAV je Aktie (in EUR)	n.a.
Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)	-42,4%	**Ergebnis je Aktie**	**0,59**	**-0,45**	**-0,04**	**0,14**	**0,24**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-91,1%	- - -	71,4%	Nächster Termin (Q3-Zahlen):	13.11.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie**	**0,18**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,10**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	- - -	- - -		
Aktionärsstruktur	Michael Hahn 79,15%; Free Float 20,85%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben

bau des Privatkundengeschäfts, Dienstleistungen für Dritte und Ausbau der Joint-Venture-Strukturen.

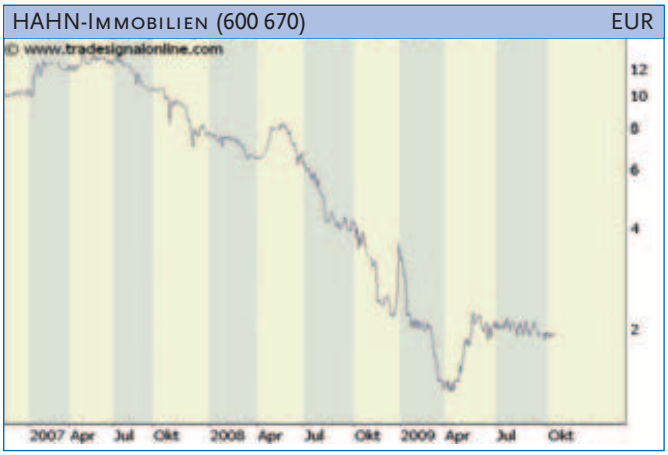
Operative Entwicklung

Nach sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres hat Hahn Umsatzerlöse in Höhe von 28,31 Mio. EUR ausgewiesen (Vorjahr: 29,72 Mio. EUR). Im Geschäftsbereich Trading lagen die Umsätze im ersten Halbjahr bei 22,67 Mio. EUR. Der Geschäftsbereich Management verzeichnete gegenüber dem Vorjahr einen Umsatzrückgang um 10,5% auf 3,48 Mio. EUR. Die Umsatzerlöse im Geschäftsbereich Investment erhöhten sich um 31,3% auf 2,26 Mio. EUR. Das EBIT lag bei 1,83 Mio. EUR, nach 9,69 Mio. EUR im Vorjahr. Der Rückgang korrespondiert mit den geringeren Mieterlösen aus dem abgebauten Vorratsvermögen und niedrigeren Einmalerträgen. Das Finanzergebnis hat sich hingegen mit -4,43 Mio. EUR deutlich verbessert (Vorjahr: -13,05 Mio. EUR). Das Ergebnis nach Steuern betrug -1,78 Mio. EUR, nach -2,18 Mio. EUR in der Vergleichsperiode. Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie in Höhe von -0,15 EUR, nachdem im Vorjahr ein Verlust von 0,18 EUR ausgewiesen wurde.

Sterkrader Tor in Oberhausen (links oben), sowie Außen- und Innenasicht eines Obi-Objekt (links unten bzw. oben); Fotos: HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG

Ausblick

Die Gesellschaft hat zum Ende des ersten Halbjahrs ein Effizienzsteigerungs- und Optimierungsprogramm implementiert, das auf die Jahre 2009 bis 2011 abzielt. Das Management strebt an, spätestens Ende 2011 die betrieblichen Ausgaben auf Konzernebene mit gesicherten, wiederkehrenden Erträgen vollständig abdecken zu können. In diesem Zusammenhang plant Hahn Einsparungen bei den Sachkosten sowie eine schlankere und stärker integrierte Organisationsstruktur. Darüber hinaus wurde ein moderater Personalabbau vollzogen, der die Mitarbeiterzahl von 87 zum Halbjahr auf 80 reduzierte. Von dem Stellenabbau waren angabegemäß überwiegend administrative Bereiche betroffen. Im Privatkundenbereich rechnet Hahn 2009 mit der Platzierung von Fondsanteilen mit einem Investitionsvolumen von insgesamt rund 80 Mio. EUR. Zum Jahresende soll beim HAHN FCP ein Zeichnungsvolumen von 200 Mio. EUR erreicht werden, nachdem die Zielmarke ursprünglich bei 300 Mio. EUR lag. Diese sollte dann 2010 erzielt werden. Das Management hat keine Ergebnisplanzahlen abgegeben und trägt damit dem sehr schwierigen Wirtschafts- und Kapitalmarktumfeld Rechnung.



Fazit

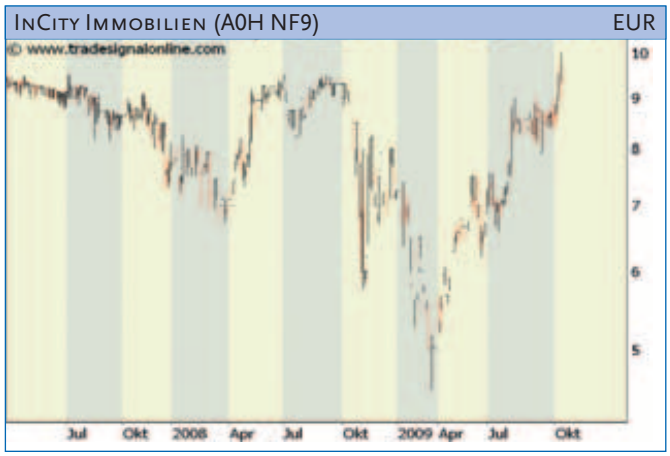
Hahn verfolgt weiterhin die 2007 adjustierte Strategie. Durch den Aufbau des institutionellen Geschäfts ist mittlerweile ein Kostenapparat entstanden, der zu einem negativen Konzernergebnis sowohl 2008 als auch zum aktuellen Halbjahr führte. Der Anleger sollte abwarten, ob Hahn sich effizienter aufstellen kann, bevor er in den Wert investiert. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

Visualisierung Köln Breite100;
Foto: InCity Immobilien AG

InCity Immobilien AG

Lifestyle für Wohnimmobilien



Unternehmensprofil

Die InCity Immobilien AG ist ein im Entry Standard gelistetes Immobilienunternehmen. Es ist auf die Konzeption und Realisierung von hochwertigen Immobilien in Innenstadtlagen spezialisiert. Die Fokussierung liegt dabei auf kaufkräftiger Kundschaft. Mit dem Kauf der Mehrheit an der Informica Real Invest AG hat sich der Schwerpunkt zudem auch hin zur Bestandshaltung verschoben.

Strategie

Im vergangenen Jahr stand die Übernahme der Informica im Mittelpunkt. InCity nutzte die Chance, einen Anteil von 66% zu günstigen Konditionen zu erwerben. Im Zuge der Akquisition wurde das Management der Gesellschaft um den CEO der Informica erweitert. Er tritt nun als CFO des Konzerns auf. Auch nach der Übernahme wird der Fokus der Gesellschaft auf Immobilien in innerstädtischer Lage liegen. Regional wurde das bisherige Portfolio Köln, Berlin und Thüringen durch den Raum Würzburg ergänzt. Neben dem originären Geschäft, der Entwicklung von Wohneigentum, wird die Bestandshaltung von Wohnimmobilien zunehmend zum weiteren Standbein der Gesellschaft. Insgesamt kann das Unternehmen nun auf 19 Entwicklungs- und 39 Bestandsobjekte zurückgreifen. Die durchschnittliche Haltedauer der Immobilien hat sich durch das modifizierte Geschäftsmodell, ausgehend von 12 bis 18 Monaten, auch nach oben angepasst. Nun können Objekte bis zu 60 Monate im Bestand bleiben. Dies betrifft vor allem die Projekte, die als Bestandsobjekte klassifiziert werden und bei denen die Optimierung der Cashflows noch erfolgt. Dies dauert naturgemäß länger als eine Immobilienentwicklung.

Im neuen Konzept wird die Wohnimmobilienentwicklung weiterhin den größten Teil der Wertschöpfung darstellen. Der Bereich Bestandsimmobilien wird vom Projektvolumen nicht zu groß anzusiedeln sein. Der geringste Anteil, knapp ein Viertel des gesamten Projektvolumens, wird durch den Einzelhandel dargestellt. Die Gesellschaft übernimmt sämtliche Prozesse innerhalb der Wertschöpfungskette. So werden die Due Diligence, die Finanzierung und der Ankauf sowie 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). 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 Inter-

InCity Immobilien AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

			2007	2008	2009e	2010e	2011e	Kennzahlen	
Internetadresse	www.incity.ag	nach IFRS							
ISIN	DE000A0HNF96	**Umsatz**	**53,4**	**60,2**	**70,0**	**100,0**	**115,0**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0H NF9	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	12,7%	16,3%	42,9%	15,0%	KGV 2009e	3,2
Bloombergkürzel	IC8	**EBIT**	**7,3**	**9,1**	**19,1**	**15,1**	**19,5**	KGV 2010e	3,6
Kurs (09.10.2009; 13:00 ETR) in EUR	10,00	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	24,7%	109,9%	-20,9%	29,1%	KGV 2011e	2,5
Aktienanzahl in Mio.	2,5	- EBIT-Marge	- - -	15,1%	27,3%	15,1%	17,0%		
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	25,0	**EBT**	**5,1**	**5,9**	**14,3**	**9,6**	**13,6**	Dividendenrendite 2009e	4,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	15,7%	142,4%	-32,9%	41,7%	Dividendenrendite 2010e	4,5%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	10,00	- EBT-Marge	- - -	9,8%	20,4%	9,6%	11,8%	Dividendenrendite 2011e	5,0%
52-Wochen-Tief (in EUR)	5,00	**Jahresüberschuss**	**3,0**	**4,6**	**7,4**	**6,9**	**9,9**		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	2.491	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	53,3%	60,9%	-6,8%	43,5%	Buchwert je Aktie (in EUR)	13,90
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	26,2%	- Nettomarge	- - -	7,6%	10,6%	6,9%	8,6%	NAV je Aktie (in EUR)	n.a.
Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)	2,2%	**Ergebnis je Aktie**	**1,26**	**1,84**	**3,16**	**2,74**	**3,97**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	46,0%	71,7%	-13,2%	44,6%	Nächster Termin (n.a.):	n.a.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie**	**0,25**	**0,35**	**0,40**	**0,45**	**0,50**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	40,0%	14,3%	12,5%	11,1%		
Aktionärsstruktur	Gründer und Management 66,7%; 33,3% Free Float								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben

netplattform (www.IKP21.de) vertrieben. Der datenbankgestützte Vertrieb erfolgt im Raum Köln/Bonn und soll auf weitere Regionen ausgedehnt werden. Durch die Integration der Informica hat sich die regionale Immobilienverteilung verändert. Der Raum Köln/Bonn/Düsseldorf liegt nun gleichauf mit Berlin (jeweils 38% des Portfolios). Etwa 16% der Immobilien befinden sich im Bereich Thüringen, 4% in Würzburg und 4% an sonstigen Standorten.

Operative Entwicklung

Die Übernahme der Informica stellte einen großen Einschnitt in die operative Entwicklung der Gesellschaft dar, so dass der Vorjahresvergleich verzerrt wirkt. Die Informica ist seit April bei der InCity konsolidiert. So fielen die Umsatzerlöse beispielsweise mit 26,1 Mio. EUR unter denen des Vorjahres aus (33,6 Mio. EUR). Dies liegt vor allem daran, dass im Zuge des Kaufs der Informica der eigene Vertrieb zurückgefahren wurde. Dennoch konnten 11,7 Mio. EUR durch die Integration der Informica an zusätzlichem Gewinn verbucht werden. Unter dem Strich blieb ein EBIT von 14,7 Mio. EUR (Vj.: 5,6 Mio. EUR) und ein Periodenüberschuss von 12,1 Mio. EUR (Vj.: 2,9 Mio. EUR) zurück. Aber hier sei nochmals darauf verwiesen, dass die Zahlen der InCity im ersten Halbjahr als nicht repräsentativ angesehen werden können, da einige einmalige Effekte das Ergebnis beeinflussten.

Ausblick

Für das Gesamtjahr 2009 erwartet der Vorstand im Vergleich zum Vorjahr eine Steigerung des operativen Ergebnisses (EBIT) sowie eine deutliche Verbesserung des Jahresüberschusses. Ab dem Jahr 2010 sind zudem weitere Ergebnisbeiträge aus der Übernahme von Informica zu erwarten. Der große Treiber wird im Jahr 2010 vor allem die Verkaufspipeline sein. So sollen 24 Mio. EUR an Assets aus dem früheren Informica-Portfolio verkauft werden, hinzu kommen 80 Mio. EUR durch das eigentliche Geschäft, inklusive aus diesem Jahr verschobener Objekte mit einem Volumen von insgesamt 12 Mio. EUR. Über allem steht aktuell das nachhaltige Zusammenwachsen der beiden Unternehmensteile. Weiterhin ist auch denkbar, dass das Unternehmen weitere Chancen nutzen wird, um bei der Konsolidierung der Branche eine aktive Position einzunehmen. Mittelfristig ist zudem eine Kapitalerhöhung möglich. Dies sollte aber erst zu Aktienkursen von über 13 EUR wahrscheinlich sein.

Berliner Objekte in der Kurstr. (oben) und in der Oranienburger Str. (links unten) sowie in Bonn/Auf dem Berlich; Fotos: InCity Immobilien AG

Fazit

Unseres Erachtens ist der Einstieg der InCity bei der Informica ein strategisch guter Schritt. Geographisch befinden sich diese in ähnlichen Regionen. Aber die Eingliederung aller operativen Ebenen in einen Gesamtkonzern wird unserer Ansicht nach noch einiger Zeit bedürfen. Die noch folgenden Synergieeffekte hat die Börse zum Teil schon vorweggenommen. Insgesamt könnte sich ein Einstieg nach einem vorhergehenden Kursrückschlag lohnen. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

IVG Immobilien AG

Restrukturierung geht weiter voran

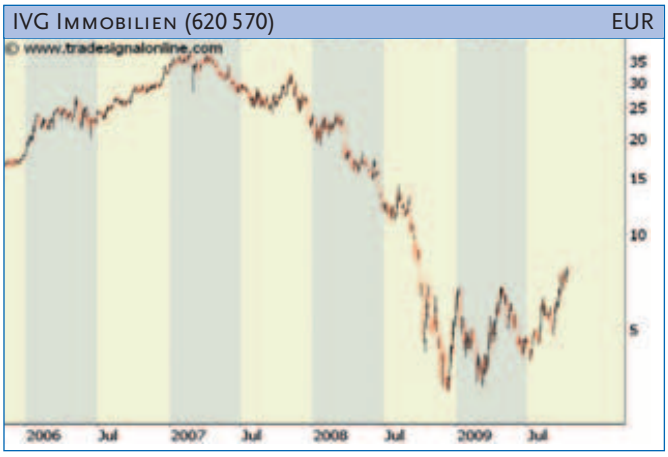
Airrail-Center in Frankfurt; Foto: IVG Immobilien AG

Unternehmensprofil

Die IVG Immobilien AG gehört mit einem betreuten Vermögen von mehr als 20 Mrd. EUR und einem eigenen Immobilienbestand von knapp 5 Mrd. EUR zu den europaweit führenden Immobilien-Asset-Managern. Das Unternehmen konzentriert sich auf die Bestandshaltung und das Asset Management von Büroimmobilien und Businessparks in europäischen Metropolen und Wachstumsregionen.

Strategie

Im vergangenen Jahr hat sich die Strategie des Unternehmens mit dem Wechsel des Vorstandsvorsitzenden signifikant gewandelt. Zukünftig wird das Unternehmen eine integriertere Struktur aufweisen. Im Mittelpunkt der Entwicklung soll das Asset Management stehen, für die eigenen Immobilien und für Immobilien Dritter (in Form von Co-Investments). Das Development ist dabei ein Baustein in dieser Strategie. Das verwaltete Portfolio wird durch diese Einheit optimiert, um weitere Werte daraus generieren zu können. Das Fondsgeschäft dient dann, wie die aktuelle Praxis erahnen lässt, zum Vertrieb von eigenen und fremden Immobilien. Der wichtigste Schritt in diese Richtung ist der Abbau der aktuellen Development-Pipeline. Aktuell treibt das Management dies mit Nachdruck voran.



Operative Entwicklung

Im Bereich Investment sanken im zweiten Quartal die Mieteinnahmen auf vergleichbarer Fläche nur um 1,1%, was unseres Erachtens für das Asset Management der Unternehmung spricht. Der Leerstand und die Mieten konnten beinahe stabil gehalten werden. Bei der Bewertung der Immobilien in diesem Bereich mussten unrealisierte Marktwertveränderungen in Höhe von -86,5 Mio. EUR und realisierte Marktwertveränderungen in Höhe von -52 Mio. EUR gebucht werden. Hier spiegelt sich sehr klar die geänderte Strategie des Unternehmens wider. Anders als bisher werden die Immobilien zur Liquiditätssicherung verkauft, auch wenn dies bedeutet, dass unter den eigenen Buchwerten veräußert werden muss. Im Bereich Development fallen vor allem die hohen Materialaufwendungen ins Gewicht. Diese stiegen auf 359,6 Mio. EUR. Hier spiegelt sich zum einen der Baufortschritt der laufenden Projekte wider, zum anderen mussten verschiedene Projekte mit 118,5 Mio. EUR wertberichtigt werden. So fielen allein durch das Projekt „Airrail-Center“ am Frankfurter Flughafen Abwertungen in Höhe von 99,6 Mio. EUR an. Die Vorvermietungsquote bei den Projekten konnte auf über 60% angehoben werden, was gerade im aktuellen Marktumfeld als Erfolg zu werten ist. Dies wurde vom Markt im Vorfeld der Zahlen bereits erwartet.

Im Segment Caverns musste IVG zehn sich im Bau befindliche Kavernen neu bewerten, was zu einem Bewertungsgewinn von 150,7 Mio. EUR geführt hat. Damit konnten die realisierten und unrealisierten Marktwertveränderungen im Bereich Investments aufgefangen werden. In der Sparte Funds stellt sich die Entwicklung wiederum zweigeteilt dar. Bei den Institutional Funds konnte eine stabile Entwicklung mit leicht steigender Profitabilität gezeigt werden, bei den Private Funds fielen die

IVG Immobilien AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

			2007	2008	2009e	2010e	2011e	Kennzahlen	
Internetadresse	www.ivg.de	nach IFRS							
ISIN	DE0006205701	**Umsatz**	**532,4**	**608,6**	**531,6**	**521,0**	**488,3**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	620 570	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	14,3%	-12,7%	-2,0%	-6,3%	KGV 2009e	neg.
Bloombergkürzel	IVG	**EBIT**	**475,6**	**-98,6**	**60,1**	**406,3**	**376,6**	KGV 2010e	10,8
Kurs (09.10.2009; 13:12 ETR) in EUR	7,88	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	576,3%	-7,3%	KGV 2011e	12,3
Aktienanzahl in Mio.	116,0	- EBIT-Marge	- - -	-16,2%	11,3%	78,0%	77,1%		
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	914,1	**EBT**	**359,8**	**-497,1**	**-232,5**	**146,4**	**133,2**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-53,2%	- - -	-9,0%	Dividendenrendite 2010e	0,6%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	7,77	- EBT-Marge	- - -	-81,7%	-43,7%	28,1%	27,3%	Dividendenrendite 2011e	2,5%
52-Wochen-Tief (in EUR)	3,20	**Jahresüberschuss**	**271,1**	**-484,3**	**-241,6**	**84,8**	**74,3**		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	661.582	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-50,1%	- - -	-12,4%	Buchwert je Aktie (in EUR)	7,31
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	35,8%	- Nettomarge	- - -	-79,6%	-45,4%	16,3%	15,2%	NAV je Aktie (in EUR)	7,31
Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)	58,2%	**Ergebnis je Aktie**	**2,34**	**-4,18**	**-2,08**	**0,73**	**0,64**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-50,1%	- - -	-12,4%	Nächster Termin (Q3-Zahlen):	13.11.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie**	**0,70**	**0,00**	**0,00**	**0,05**	**0,20**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	---	---	---	300,0%		
Aktionärsstruktur	SGG SA 20%; Sal. Oppenheim 20%; Santo Holding 15,6%; Free Float ca. 44,4%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben

Zahlen bedingt durch den Wegfall von Mieteinnahmen hingegen rückläufig aus. Finanzierungsseitig wurde ein syndizierter Kredit über 1,3 Mrd. EUR abgeschlossen, wodurch mehrere kurzfristige Kredite abgelöst werden konnten. Zudem hat das Unternehmen im ersten Halbjahr Immobilien im Wert von knapp 550 Mio. EUR veräußert, was zusätzliche Liquidität schaffte. Momentan werden bei der IVG im Jahr 2009 noch 227 Mio. EUR fällig, davon soll der Großteil getilgt und nur 50 Mio. EUR als Projektfinanzierung verlängert werden. Der durchschnittliche Zinssatz beträgt aktuell 4,23%.

Ausblick

Die operativen Erträge werden sich leicht rückläufig entwickeln. Weiterhin werden selektive Verkäufe von Immobilien und Projektentwicklungen die Innenfinanzierungskraft des Unternehmens steigern. Man hatte sich für 2009 das Ziel gesetzt, 1 Mrd. EUR an Assets zu verkaufen. Aktuell hat man 550 Mio. EUR erreicht. Für das laufende Jahr plant das Unternehmen, den Leerstand im Immobilienportfolio mit ca. 8% nahezu konstant zu halten. Die Mieteinnahmen werden sich ab 2010 schwächer entwickeln. Der Leerstand sollte dann über die 10%-Marke steigen. Im Bereich Development sind keine neuen Akquisitionen geplant. Neben dem oben genannten Abbau des Bestandsportfolios ist auch das Auslaufen der Projektpipeline ein Schlüsselelement. Die momentane Projektpipeline wird auf 1,7 Mrd. EUR beziffert, die langfristigen Projekte werden aktuell nicht weiterverfolgt. Das Abarbeiten der Development-Pipeline wird teurer werden, als man dies im Vorfeld erwartet hatte. Dies gilt insbesondere für das Airrail-Center. Aber das Unternehmen sollte bereits genügend Reserven gebildet haben, um mit dieser Situation zurechtzukommen. Wir gehen davon aus, dass im November hierzu weitere Informationen veröffentlicht werden. Um den Verkauf der fertigen Projekte voranzutreiben, ist deren Verkauf an einen eigenen Fonds möglich. Im Bereich Funds befinden sich die Fonds EuroSelect 17 und 18 in der Vermarktung. Somit ist hier weiterhin mit stabilen Einnahmen zu rechnen. Um das operative Ergebnis weiter zu sekundieren, sollen die Kosten gesenkt werden. Bewertungsseitig gehen wir davon aus, dass ein Großteil der Abschreibungen auf das Portfolio bereits 2008 erfolgte. Für 2009 rechnen wir mit weiteren 250 Mio. EUR Abschreibungen auf das Immobilienportfolio. Diese werden auf Gesamtjahressicht zum Teil durch die Wertzuschreibungen aus dem Kavernengeschäft aufgefangen werden. Auf mittlere Sicht wird das Unternehmen eine integriertere Struktur aufweisen. Im Mittelpunkt der Entwicklung sollte das Asset Management stehen, für die eigenen Immobilien und für Immobilien Dritter (in Form von Co-Investments). Das Development soll dabei das verwaltete Portfolio optimieren. Kurzfristige Aufgabe des Managements bleibt die Abwicklung des Verkaufsprogramms, hierdurch soll die Liquidität gesichert und die Fertigstellung der Development-Projekte finanziert werden.

Fazit

Viele Schritte im Rahmen der Umstrukturierung wurden bereits eingeleitet. Unseres Erachtens ist es aber nicht auszuschließen, dass noch weitere Maßnahmen getroffen werden. Zudem verweisen wir auf den Aktienkurs, der bereits um das Eigenkapital je Aktie notiert. Wir stufen die Aktie aktuell mit Verkaufen ein. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Stefaniapark in Budapest (links) und Immobilienkomplex „The Square“ im Zentrum des Finanz- und Bankenviertels Luxemburgs; Fotos: IVG Immobilien AG

Patrizia Immobilien AG

Blockverkäufe entscheiden über die Profitabilität

PATRIZIA IMMOBILIEN AG

Unternehmensprofil

Die Patrizia Immobilien AG ist ein transaktionsorientiertes Immobilienunternehmen mit Schwerpunkt im wohnungswirtschaftlichen Bereich. Auf der einen Seite fokussiert man sich auf die Privatisierung von Wohnimmobilien und auf der anderen Seite immer stärker auf Blockverkäufe (Block Sales). Abgerundet wird das Angebot durch den eigenen Servicebereich.

Strategie

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. Hierbei soll insbesondere das Asset Management weiter ausgebaut werden. Weitere Umsätze erzielt die eigene 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.

Patrizia-Objekt in der Münchener Pressestadt (links) und Privatisierungsobjekt in der Berliner Hektorstr. 4 (rechts); Fotos: Patrizia Immobilien AG

Operative Entwicklung

Der Umsatz des ersten Halbjahres sank im Jahresvergleich leicht auf 92,5 Mio. EUR (Vj.: 98,3 Mio. EUR). Dies ist durch das Fehlen von Blockverkäufen bedingt. In den beiden ersten Quartalen des Vorjahres steuerten diese 23,7 Mio. EUR zum Umsatz bei. Die Nachfrage nach solchen Transaktionen ist zwar relativ hoch, und das Unternehmen hat ein relativ gutes Produkt, aber die Patrizia wird unseres Erachtens vor allem noch als Privatisierer gesehen. Jedoch haben sich die Umsatzerlöse aus Privatisierungen auf 39,6 Mio. EUR (+10,9%) im Vergleich zum Vorjahr positiv entwickelt und im ersten Halbjahr an Momentum gewonnen. Während im ersten Quartal noch 110 Wohneinheiten veräußert wurden, waren es im zweiten Quartal 147 Wohneinheiten. Gegenüber dem Vorjahr wurden zehn Einheiten mehr verkauft. Sehr dynamisch entwickelte sich das Servicesegment, das auf niedriger Basis auf 4,7 Mio. EUR (+80,8%) zulegte.

Dennoch gingen unter dem Strich das EBITDA als auch das EBIT im Vergleich zum Vorjahr um ca. 15% zurück. Der Nettogewinn wurde zudem durch ein niedrigeres Finanzergebnis belastet. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Nettogewinn des ersten Halbjahres 2008 durch die Marktbewertung von Zinssicherungsgeschäften in Höhe von 10,8 Mio. EUR positiv beeinflusst wurde. Hingegen wurde das Ergebnis 2009 im Gegenzug mit -8,3 Mio. EUR belastet. Um sich den veränderten Marktbedingungen anzupassen, hat man bereits in den ersten beiden Quartalen Personal abgebaut. Die Personalkosten sind aber trotzdem gestiegen. Der Vorstand geht jedoch davon aus, dass sich die Personalkos-

Patrizia Immobilien AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

			2007	2008	2009e	2010e	2011e	Kennzahlen	
Internetadresse	www.patrizia.de	nach IFRS							
ISIN	DE000PAT1AG3	**Umsatz**	**193,3**	**221,3**	**219,9**	**283,5**	**266,0**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	PAT 1AG	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	14,5%	-0,7%	28,9%	-6,2%	KGV 2009e	neg.
Bloombergkürzel	P1Z	**EBIT**	**111,3**	**65,1**	**52,0**	**62,6**	**53,6**	KGV 2010e	29,1
Kurs (09.10.2009; 09:51 ETR) in EUR	3,79	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-41,6%	-20,0%	20,3%	-14,5%	KGV 2011e	48,0
Aktienanzahl in Mio.	52,1	- EBIT-Marge	- - -	29,4%	23,7%	22,1%	20,1%		
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	197,6	**EBT**	**63,2**	**-32,4**	**-5,4**	**9,8**	**6,0**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-83,3%	- - -	-39,3%	Dividendenrendite 2010e	0,0%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	3,80	- EBT-Marge	- - -	-14,6%	-2,5%	3,5%	2,2%	Dividendenrendite 2011e	0,0%
52-Wochen-Tief (in EUR)	0,87	**Jahresüberschuss**	**48,0**	**-34,1**	**-3,7**	**6,8**	**4,1**		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	97.722	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-89,1%	- - -	-39,3%	Buchwert je Aktie (in EUR)	5,32
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	133,1%	- Nettomarge	- - -	-15,4%	-1,7%	2,4%	1,5%	NAV je Aktie (in EUR)	n.a.
Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)	150,0%	**Ergebnis je Aktie**	**0,92**	**-0,65**	**-0,07**	**0,13**	**0,08**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-89,1%	- - -	-39,3%	Nächster Termin (Q3-Zahlen):	10.11.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	---	---	---	---		
Aktionärsstruktur	Wolfgang Egger 50%; Free Float 50%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben

teneinsparungen in den folgenden Quartalen bemerkbar machen. Finanzierungsseitig war man im ersten Quartal in der Lage, einen großen Teil des Portfolios zu refinanzieren, so dass von dieser Seite aktuell keine Gefahren kommen sollten.

Ausblick

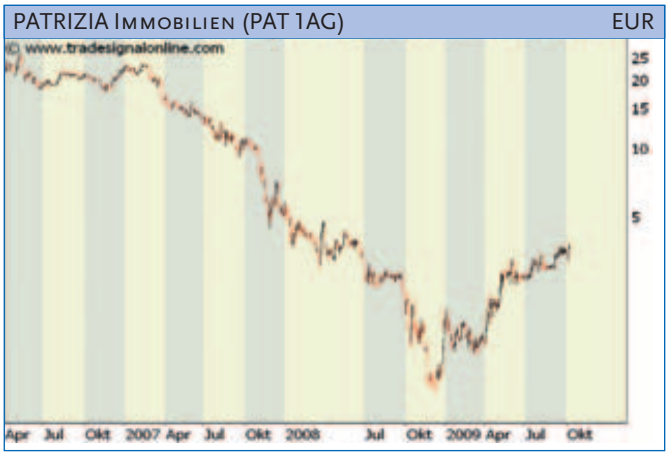
Für dieses Jahr gehen wir davon aus, dass nach den Privatisierungserfolgen im ersten Halbjahr mehr Wohneinheiten verkauft werden können, als dies im Vorjahr der Fall gewesen ist. Dies gilt bei der Gesellschaft auch als Minimalziel. Auf der operativen Seite (in diesem Fall EBT) erwartet das Management ein ausgeglichenes Ergebnis. Unseres Erachtens wird dies stark davon abhängen, wann und in welchem Umfang das Unternehmen in der Lage ist, Blockverkäufe zu realisieren. In diesem Bereich ist zwar eine stärkere Nachfrage zu spüren, zu welchem Zeitpunkt aber die Abschlüsse erfolgen, bleibt abzuwarten. Im Servicebereich ist es wahrscheinlich, dass Patrizia die Dynamik der vergangenen Quartale beibehalten kann. Zwar wird das dritte Quartal, saisonbedingt, schwach ausgefallen sein, aber das vierte Quartal sollte weitere Umsätze bringen. Treiber sollten in diesem Bereich weitere Immobilienzukäufe für die eigenen Fonds sein. Auch das Zufließen von weiterem Kapital, beispielsweise durch das Auflegen eines weiteren Fonds, scheint uns möglich. Der Gesamtumsatz könnte bis zu 10 Mio. EUR für das Gesamtjahr betragen.

Im kommenden Jahr ist davon auszugehen, dass die Gesellschaft 500 bis 700 Privatisierungen durchführen kann. Bei den Blockverkäufen sollte 2010 eine spürbare Belebung zu verzeichnen sein. Einige institutionelle Investoren haben bereits die Bereitschaft erklärt, ihr Portfolio von Wohnimmobilien weiter auszubauen. Davon sollte unserer Ansicht nach auch Patrizia profitieren können. Der Servicebereich sollte im kommenden Jahr weiter wachsen. Das Wachstum sollte aus allen Bereichen generiert werden. Zum einen werden die Asset-Management-Gebühren durch das weitere Ansteigen des verwalteten Vermögens (Assets under Management/AUM) anwachsen. Aktuell hat das Unternehmen 1,2 Mrd. EUR AUM und stellt 2 Mrd. EUR für Ende 2010 in Aussicht. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft diese Pläne erreichen wird, wenngleich dieses Ziel herausfordernd bleibt. Zum anderen wird die PATRoffice, ein Joint Venture, weitere Gewerbeimmobilien ankaufen, was weiteren Umsatz generieren dürfte. Weiterhin sind der Ausbau der eigenen KAG und deren Geschäft im Fokus. Unter dem Strich sehen wir im Servicebereich Umsätze in Höhe von 15 Mio. EUR. Neben dem originären Geschäft sollten im kommenden Jahr zwei Projekte (eines in München und eines in Augsburg) abgeschlossen und veräußert werden. Dies sollte für zusätzliche Gewinne nach Steuern in Höhe von 3 bis 4 Mio. EUR sorgen.

Fazit

Unter dem Strich hat das Management die Aufgaben in den vergangenen Monaten erledigt. Dennoch ist das Unternehmen momentan operativ noch sehr schwach. Die großen Sprünge werden die Augsburger erst machen, wenn es möglich ist, wieder Blocktransaktionen durchzuführen. Zudem wird das Ergebnis 2010 durch den Verkauf verschiedener Projekte positiv beeinflusst werden. Da der Kurs der Aktie in den vergangenen Wochen stark an Wert gewonnen hat, ist der Abschlag des Aktienkurses zum Eigenkapital nun relativ gering, so dass wir den Wert mit Halten einstufen. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe



POLIS Immobilien AG

Geschäftsmodell bewährt sich

Friedrichsring 46 in Mannheim (links oben), Königsplatz 1 in Kassel (rechts oben), Weyerstr. 79-83 in Köln und Hansaring 20 in Köln (rechts unten); Fotos: POLIS Immobilien AG

Unternehmensprofil

Die 1998 gegründete POLIS Immobilien AG ist eine Immobiliengesellschaft, die sich als Spezialist für Immobilienmodernisierung und -bewirtschaftung im Markt etabliert hat. Das Unternehmen fokussiert sich auf Büroimmobilien in zentralen Lagen an den wichtigsten deutschen Bürostandorten. Voraussetzungen für ein Investment sind konkretes Entwicklungs- und Mietsteigerungspotenzial oder sichere Cashflows. Das Ankaufsvolumen schwankt bei Einzelobjekten i.d.R. zwischen 5 und 20 Mio. EUR bzw. zwischen 2.500 und 8.000 m², wobei auch Portfolios erworben werden. POLIS konzentriert sich auf die Top-20-Standorte Deutschlands, wobei die Städte Köln, Düsseldorf, Stuttgart und Berlin gemessen am Verkehrswert aktuell die höchsten Anteile am Portfolio aufweisen. Das Immobilienportfolio umfasst derzeit 32 Immobilien mit einem Fair Value von rund 282 Mio. EUR per 30.06.2009. Die Aktie der POLIS ist seit März 2007 im Prime Standard gelistet. Mehrheitsaktionär des Unternehmens ist die Mann Immobilien Verwaltungs AG mit einem Anteil von 53,2%.

Strategie

POLIS investiert an den attraktivsten Top-20-Bürostandorten. Die Core-Objekte weisen einen hohen Vermietungsstand auf und generieren stabile Cashflows, während die Value-Added-Komponente aus Immobilien mit Modernisierungsbedarf entsteht. POLIS besitzt umfassende Expertise im Abbau des Leerstands und in Modernisierungs- und Renovierungsmaßnahmen, die die Nutzungsqualität der Immobilien nachhaltig erhöhen soll. Gleichzeitig wird die Mieterstruktur der Immobilien verändert. 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. Die zehn wichtigsten Mieter tragen rund 35% zu den gesamten Mieteinnahmen bei.

Der Anteil der Core-Objekte soll rund 75% betragen, während durch die übrigen Immobilien die Rendite des Gesamtportfolios gesteigert wird. POLIS ist ein aktiver Bestandshalter, der Wertsteigerungen im Rahmen eines moderaten Buy-and-Sell-Konzepts realisiert. Bei besonders attraktiven Verkaufsgelegenheiten soll diese Wertschöpfung in Einzelfällen realisiert

POLIS Immobilien AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

			2007	2008	2009e	2010e	2011e	Kennzahlen	
Internetadresse	www.polisag.de	nach IFRS							
ISIN	DE0006913304	**Umsatz**	**9,8**	**15,0**	**14,8**	**17,2**	**18,8**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	691 330	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	53,2%	-1,3%	16,2%	9,3%	KGV 2009e	52,5
Bloombergkürzel	PQL	**EBIT**	**13,3**	**10,4**	**7,2**	**11,0**	**12,6**	KGV 2010e	25,5
Kurs (08.10.2009; 13:08 ETR) in EUR	8,92	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-21,9%	-30,9%	52,8%	14,5%	KGV 2011e	21,2
Aktienanzahl in Mio.	11,1	- EBIT-Marge	- - -	69,5%	48,6%	64,0%	67,0%		
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	98,6	**EBT**	**10,7**	**1,2**	**1,7**	**4,6**	**5,5**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-89,1%	46,9%	170,6%	20,4%	Dividendenrendite 2010e	1,7%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	10,10	- EBT-Marge	- - -	7,7%	11,5%	26,7%	29,5%	Dividendenrendite 2011e	2,2%
52-Wochen-Tief (in EUR)	8,00	**Jahresüberschuss**	**9,0**	**1,1**	**1,9**	**3,9**	**4,7**		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	870	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-87,3%	62,8%	107,7%	20,5%	Buchwert je Aktie (in EUR)	13,95
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-6,1%	- Nettomarge	- - -	7,6%	12,6%	22,5%	24,8%	NAV je Aktie (in EUR)	14
Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)	-9,9%	**Ergebnis je Aktie**	**0,93**	**0,10**	**0,17**	**0,35**	**0,42**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-89,2%	70,0%	105,9%	20,0%	Nächster Termin (Q3-Zahlen):	5.11.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,15**	**0,20**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	---	---	---	33,3%		
Aktionärsstruktur	Mann Immobilien Verwaltung AG 53,2%; Bouwfonds Asset Management 15,1%; Free Float 31,1%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben

werden. So wurde im Dezember 2008 eine Immobilie in Düsseldorf veräußert, woraus ein Veräußerungsgewinn von 1,86 Mio. EUR vereinnahmt werden konnte. Für Verkäufe kommen darüber hinaus Immobilien in Frage, die einen Verkehrswert von unter 5 Mio. EUR aufweisen und sich an Standorten befinden, an denen POLIS insgesamt nur in geringem Maße investiert ist.

Das Unternehmen strebt ein ausgewogenes Rendite-Risiko-Profil an, das sich neben der Aufteilung in Core- und Value-Added-Objekte aus einem maßvollen Fremdkapitaleinsatz ergibt. Als Zielmarke gibt das Management ein Loan-to-Value-Verhältnis von rund 60% an, wobei der Vorstand das derzeitige Niveau von 48% angesichts der schwierigen Marktbedingungen als adäquat betrachtet. POLIS strebt ein Portfoliovolumen von rund 300 Mio. EUR an, wobei mit einem höheren Loan-to-Value-Verhältnis auch 350 Mio. EUR eine realistische Zielmarke sein können. Aus einem größeren Portfolio sollten sich auch angesichts des fokussierten Geschäftsmodells Skaleneffekte erzielen lassen. POLIS hält sich wie schon 2008 mit Investitionen zurück und hat mittlerweile seit über einem Jahr kein neues Objekt erworben. Momentan werden lediglich selektive Käufe in Aussicht gestellt, da das Preisniveau noch als zu hoch angesehen wird. Für Transaktionen stehen 20 Mio. EUR aus Kreditlinien ad hoc zur Verfügung. Das

Management plant, zukünftig auch Asset-Management-Leistungen für Dritte anzubieten. POLIS könnte sich an den Immobilien beteiligen und somit von Wettbewerbern abheben.

Operative Entwicklung

Zuletzt hat POLIS die Zahlen für das erste Halbjahr 2009 vorgelegt. Die Mieterträge konnten um 4% auf 7,4 Mio. EUR gesteigert werden (Vorjahr: 7,1 Mio. EUR). Das Ergebnis aus laufender Immobilienbewirtschaftung wurde von 6,0 Mio. EUR auf 6,3 Mio. EUR verbessert, während das EBIT nach den ersten sechs Monaten auf 4,3 Mio. EUR (Vorjahr: 6,8 Mio. EUR) sank. Hier wirkte sich das verschlechterte Ergebnis aus der Neubewertung von Immobilien negativ aus (-0,3 Mio. EUR vs 1 Mio. EUR im Vorjahr). Das Konzernergebnis lag bei 1 Mio. EUR und damit ebenfalls deutlich unter dem Vorjahr (4 Mio. EUR). Positiv entwickelte sich der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit. Er stieg um gut ein Viertel von 4,3 Mio. EUR im Vorjahreszeitraum auf 5,4 Mio. EUR. Die FFO stiegen von 1,7 Mio. EUR auf 2,3 Mio. EUR. POLIS weist mit einer Eigenkapitalquote von 51,3% gesunde Bilanzrelationen auf. Die Gesellschaft kommt per 30.6.2009 auf einen Net Asset Value (NAV) je Aktie von 14 EUR, der sich damit im Vergleich zum Jahresultimo leicht erhöht hat (13,89 EUR).

Ausblick

Mittelfristig strebt POLIS eine Dividendenrendite von 3% sowie eine Gesamtrendite von 8% an. Der NAV soll um etwa 5% jährlich steigen. Die Gesellschaft plant unverändert, den REIT-Status anzunehmen, wenngleich die derzeitige Gesetzeslage aus der Sicht des Managements Risiken hinsichtlich der dauerhaften Aufrechterhaltung des REIT-Status und der Absicherung der Investitionen bei der REIT-Umwandlung beinhaltet, die den Vorstand zu einer abwartenden Haltung führen. Die Gesellschaft geht davon aus, dass die Mieteinnahmen 2009 unter dem Niveau des Vorjahres liegen, während im Folgejahr ein Niveau von 18 Mio. EUR angestrebt wird. Man rechnet zudem mit einem Anstieg des Ergebnisses aus laufender Immobilienbewirtschaftung und der FFO.

Fazit

POLIS ist gut im Markt positioniert und nutzt seine Kernkompetenzen konsequent. Die Aktie halten wir aufgrund der stabilen Cashflows gerade im derzeitigen Umfeld für attraktiv, weisen allerdings auf die aktuell geringen Börsenumsätze hin. ■

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

Prime Office AG

Neuer Schwerpunkt auf Green Building

Prime Office

Prime Office AG

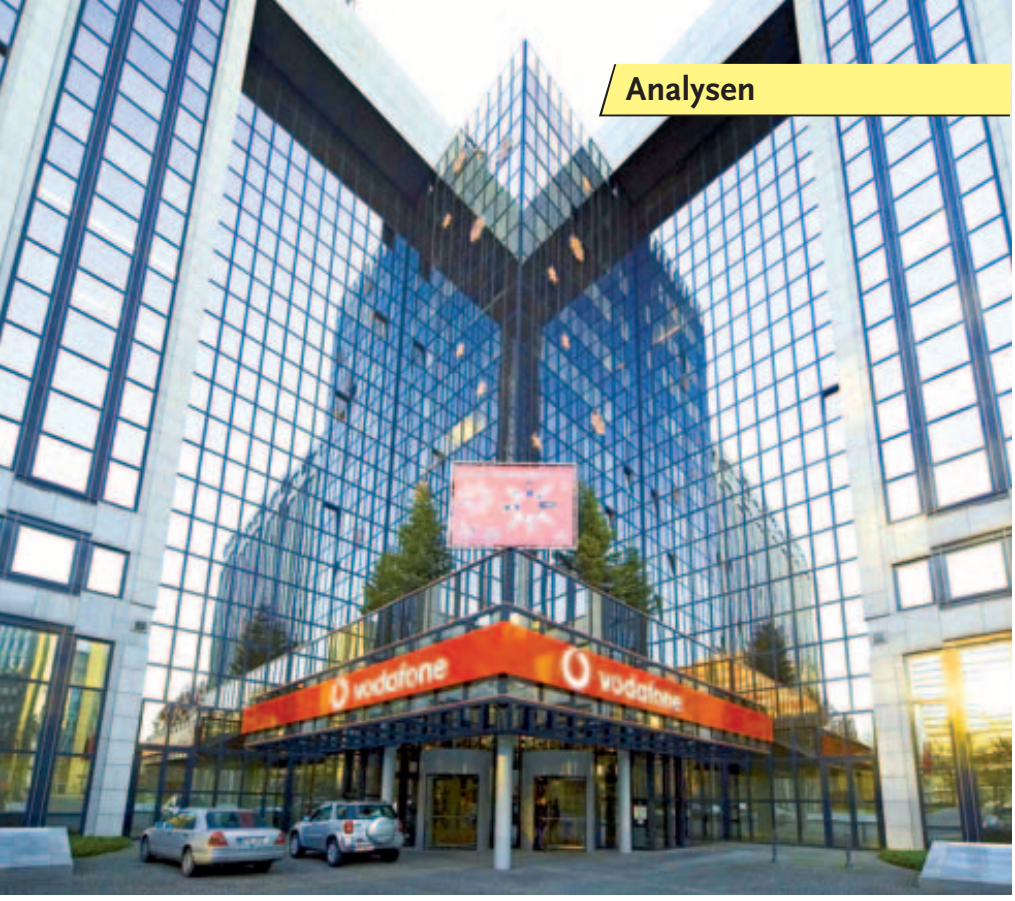
Objekte in Fellbach (links oben) und in Essen (Mitte) sowie die Alte Hopfenpost in München (unten) und das Vodafone-Objekt in Düsseldorf (rechts oben); Fotos: Prime Office AG

Unternehmensprofil

Die Prime Office AG ist ein noch nicht gelistetes Immobilienunternehmen, das sich auf die Investition in Büroimmobilien fokussiert, welche hochwertig und architektonisch anspruchsvoll und zudem überwiegend langfristig an Mieter guter Bonität vermietet sind. Die Gesellschaft investiert dabei in allen größeren Städten Deutschlands und versucht so, eine erhöhte Objekt-, Standort- und Mieterstreuung zu erreichen und stabile, wachsende Cashflows zu generieren. Seit 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. Die Gruppe plant, sich in eine REIT-AG umzuwandeln, sobald sich die Situation am Kapitalmarkt wieder verbessert hat. In dem aktuellen Portfolio befinden sich 16 Büroimmobilien mit einer Mietfläche von mehr als 450.000 m² und einem Marktwert von etwa 1,36 Mrd. EUR. Der Leerstand des Portfolios liegt bei unter 5% und die Restmietlaufzeit aktuell bei durchschnittlich rund acht Jahren. Das Unternehmen weist Kontinuität auf, indem die Besetzung des Managements bis dato unverändert ist.

Strategie

Das Unternehmen investiert ausschließlich an zentralen Standorten in deutschen Großstädten und Ballungsräumen. Die Gesellschaft plant, das Portfolio um geeignete Büroimmobilien mit



geringen Einzelhandels- oder Gewerbeanteilen zu erweitern. Die Investitionsstrategie zielt auf Büroimmobilien mit einer hohen Vermietungsquote an Standorten mit etablierter oder wachsender Infrastruktur ab. Dabei spielt Green Building (ressourceneffizientes Bauen) eine zunehmend wichtige Rolle in der Strategie. Zwei der zuletzt erworbenen Objekte sind entweder bereits zertifiziert oder befinden sich aktuell im Zertifizierungsprozess für nachhaltig gebaute Immobilien. Nachhaltigkeit ist neben Wirtschaftlichkeit und Qualität zu einem wichtigen Investitionskriterium geworden. Das Unternehmen hat die Zertifizierung für einen Büroneubau in München (LEED-Standard) in Auftrag gegeben. Die Deutschlandzentrale von Medtronic in Düsseldorf/Meerbusch ist zudem eine nach den Kriterien für nachhaltiges Bauen errichtete Immobilie. Die Einbindung der Green-Building-Komponente führt zu einer Schärfung des Profils der Gesellschaft.

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 Spannbreite von 20 Mio. EUR bis 250 Mio. EUR. Es werden auch gezielt Leerstände eingekauft, wenn eine Vermarktung der entsprechenden Flächen aussichtsreich ist. Durch ihren Vor-REIT-Status können schon Steuervorteile für den Verkauf von Immobilien generiert werden, die sich seit 2001 im Portfolio des Verkäufers befinden. Werden 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 Wert steigerndes Asset Management sowie den selektiven Zukauf, insbesondere über Off-Market-Transaktionen, sollen die Cashflows nachhaltig gesteigert werden.

Operative Entwicklung

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

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe

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

Dalbeghof in Börnsen bei Hamburg (links), Paradieshof in Hamburg sowie Visualisierung „Südtor Stuttgart“ (unten); Fotos: TAG Immobilien AG

TAG Immobilien AG

Mit Wohn- und Gewerbeimmobilien durch die Krise

Unternehmensprofil

Die TAG Immobilien AG ist ein Bestandshalter für Gewerbe- und Wohnimmobilien (über das Tochterunternehmen Bau-Verein zu Hamburg), der zudem Dienstleistungen rund um die Immobilie anbietet. Insgesamt hat das Unternehmen ein Portfolio mit einem Volumen von 760 Mio. EUR aufgebaut, was hälftig aus Wohn- und Gewerbeimmobilien besteht. Die Gesellschaft mit Sitz in Hamburg wurde 1882 gegründet.

Strategie

Das Unternehmen fokussiert sich auf A-Lagen in B-Städten und B-Lagen in A-Städten in Deutschland. Die Gesellschaft strebt langfristige Wertsteigerungen ihres Bestandsportfolios an. Durch die aktuell wirtschaftlich schwierigen Zeiten sollen die Immobilien und deren Cashflow weiter optimiert werden. Weitere Zukäufe sind aktuell nicht zu erwarten. Das Management will aber Opportunitäten nutzen und Objekte aus „distressed“ Immobilien kaufen. Das Tochterunternehmen für Gewerbeimmobilien, die TAG Gewerbeimmobilien AG, besitzt bereits den Vor-REIT-Status. Das Portfolio konzentriert sich auf die Regionen Berlin, Hamburg, München und das 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. Die Immobilien befinden sich in Berlin, Hamburg, München, Leipzig und im Rhein-Main-Gebiet. Mittelfristig ist die Konzentration auf die Zentren Hamburg und Berlin wahrscheinlich. Die LARUS Asset Management GmbH, eine 49%ige Beteiligung des TAG-Konzerns, bietet die komplette Servicepalette des Immobilienmanagements für Gewerbeimmobilien an, vom Asset Management über das Property Management bis hin zu Projektentwicklungen. Die Gesellschaft wurde im Dezember 2007 als Joint Venture der HSH Real Estate AG und der TAG Immobilien AG gegründet und wird nicht im TAG-Konzern konsolidiert.

Operative Entwicklung

Die Zahlen des Unternehmens sind wenig überraschend ausgefallen. Wie von uns erwartet, hat der neue CEO Rolf Elgeti einige Bereinigungen vorgenommen. So wurden Rückstellungen in Höhe von ca. 9 Mio. EUR (davon Bau-Verein zu Hamburg: 3,3 Mio. EUR) für Bautätigkeiten aus früheren Jahren getätigt. Zudem wurde das Immobilienportfolio um 15,3 Mio. EUR (davon Bau-Verein zu Hamburg: 3,1 Mio. EUR) abgewertet. Hier will das Management unseres Erachtens einem möglichen Abwertungsbedarf auf das Immobilienportfolio zum Jahresende vorgreifen. Hier sollten auf Gesamtjahressicht nur noch geringe weitere Wertberichtigungen erfolgen. Weitere 1,4 Mio. EUR flossen in die Restrukturierung der Personalstruktur und sind dementsprechend einmalig.

Im eigentlichen operativen Geschäft stieg der Umsatz im ersten Halbjahr 2009 gegenüber dem Vorjahr um 62% auf 75,5 Mio. EUR. Vor allem die Umsätze aus Immobilienverkäufen stiegen stark an. Dies war bisher ein elementarer Bestandteil der Strategie und trug zur Sicherung der Liquidität bei. Durch die bis-

TAG Immobilien AG

Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR

			2007	2008	2009e	2010e	2011e	Kennzahlen	
Internetadresse	www.tag-ag.com	nach IFRS							
ISIN	DE0008303504	**Umsatz**	**146,1**	**101,6**	**117,1**	**88,2**	**99,1**		
Wertpapierkennnummer (WKN)	830 350	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-30,5%	15,3%	-24,7%	12,3%	KGV 2009e	neg.
Bloombergkürzel	TEG	**EBIT**	**51,1**	**-5,7**	**-4,3**	**29,5**	**37,7**	KGV 2010e	neg.
Kurs (09.10.2009; 09:48 ETR) in EUR	3,46	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-24,9%	- - -	27,9%	KGV 2011e	19,7
Aktienanzahl in Mio.	32,6	- EBIT-Marge	- - -	-5,6%	-3,7%	33,4%	38,0%		
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	112,7	**EBT**	**31,1**	**-42,1**	**-31,7**	**0,1**	**8,3**	Dividendenrendite 2009e	0,0%
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-24,7%	- - -	13168,8%	Dividendenrendite 2010e	0,0%
52-Wochen-Hoch (in EUR)	3,49	- EBT-Marge	- - -	-41,5%	-27,1%	0,1%	8,4%	Dividendenrendite 2011e	0,0%
52-Wochen-Tief (in EUR)	1,13	**Jahresüberschuss**	**16,5**	**-30,6**	**-22,6**	**-0,8**	**5,7**		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	70.407	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-26,2%	-96,7%	- - -	Buchwert je Aktie (in EUR)	6,02
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	70,9%	- Nettomarge	- - -	-30,1%	-19,3%	-0,9%	5,8%	NAV je Aktie (in EUR)	n.a.
Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)	6,3%	**Ergebnis je Aktie**	**0,51**	**-0,94**	**-0,69**	**-0,02**	**0,18**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	-26,2%	-96,7%	- - -	Nächster Termin (Q3-Zahlen):	12.11.
Geschäftsjahr	31.12.	**Dividende je Aktie**	**0,10**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**		
		- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	---	---	---	---		
Aktionärsstruktur	Taube Hodson Stonex Partners 13,4%; Free Float 86,6%								

Quelle: Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD, Unternehmensangaben

her noch relativ schwache operative Aufstellung des Immobilienportfolios und die oben erwähnten Wertminderungen fiel das EBIT mit -14,7 Mio. EUR weit unter dem Vorjahreswert von 18,4 Mio. EUR aus. Mit dem Wechsel im Management hat sich auch die strategische Ausrichtung des Unternehmens geändert. Anders als in den vergangenen Quartalen fokussiert man sich nicht mehr darauf, die Liquidität des Unternehmens um jeden Preis durch den Abverkauf von Assets zu verbessern, sondern darauf, die Bestandsobjekte zu optimieren. Jede Immobilie soll einen positiven Deckungsbeitrag generieren. Durch aktives Asset Management will das Unternehmen die vorhandenen Potenziale heben.

Ausblick

Die Gesellschaft ist im Wandel. Wir gehen dennoch davon aus, dass das Management die Zweigleisigkeit zwischen Bestandshaltung von Wohnimmobilien auf der einen und Gewerbeimmobilien auf der anderen Seite beibehalten wird. Die Wohnimmobilien sorgen für die stabilen Cashflows, und die Gewerbeimmobilien bieten mehr Chancen, aber auch Risiken. Mittelfristig, wenn die Transaktionsmärkte für Immobilien angesprungen sind, wird sich das Unternehmen unserer Ansicht nach aber von einem Bereich trennen. Auf absehbare Zeit wird der Bau-Verein zu Hamburg nicht von der Börse genommen werden, womit im Konzern weiterhin zwei Gesellschaften an der Börse notiert sein sollten. Kurzfristig liegen die größten Aufgaben der Unternehmensführung darin, Leerstände zu beseitigen und in Einzelfällen in Finanzierungsnot geratene Immobilien günstig zu kaufen. Der Verkauf zur Liquiditätssicherung ist aktuell keine Option mehr für die Gesellschaft.

Im Bereich Wohnimmobilien soll mittelfristig eine Fokussierung auf Berlin und Hamburg als Kernbestand gelegt werden. Randbestände könnten dann auch, sofern auch hier der Transaktionsmarkt wieder in Schwung kommt, verkauft werden. Mit dem einhergehenden Ausbau des Kernbestandes ließen sich stärkere Skaleneffekte erzielen, da die Verwaltung des Immobilienportfolios sehr fixkostengetrieben ist. Ein dritter Schwerpunkt könnte auch noch hinzukommen, wobei dieser geographisch bisher nicht kommuniziert wurde. Dies würde laut Angaben des Managements aber nur bei einem Standort mit starkem Cashflow sinnvoll sein. Im Gewerbeimmobilienbereich sollen aus der aktuellen operativ „schwarzen“ Null, die dieses Jahr erreicht wird, mittelfristig positive Cashflows erzielt werden. Wenn die Immobilienmärkte wieder angesprungen sind, ist hier ein vereinzelter Verkauf möglich.

Fazit

Wir gehen davon aus, dass TAG im kommenden Jahr steigende Mieterträge und höhere Cashflows erzielen kann. Strategisch wird sich das Unternehmen weiterhin als Wohnimmobilien- und Gewerbeimmobilienbestandshalter positionieren. Mittelfristig, nach dem Anziehen der Transaktionen am Immobilienmarkt, gehen wir davon aus, dass sich das Management auf einen Geschäftsbereich, wahrscheinlich Wohnimmobilien, fokussieren wird. Wir stufen das Unternehmen insgesamt weiterhin mit Halten ein. ■

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Immer wieder NAV

Gastbeitrag von Fraser Hughes, Research Director EPRA

Der NAV ist eine wichtige Kennzahl für Investoren, die eine Vergleichbarkeit verschiedener Immobiliengesellschaften über Grenzen hinweg ermöglicht. Der NAV ist schlichtweg ein Instrument, um die Liegenschaften eines Unternehmens zu bewerten.

Der faire Wert sagt alles

Investoren, Analysten und Vorstände sind sich stets der einmaligen Charakteristika ihrer Branche bewusst gewesen. Zum Beispiel gehört die Immobilien-Industrie zu den wenigen, die sich einem globalen Bilanzierungsstandard verschrieben haben. IAS 40 ist spezial ausgelegt für die Bedürfnisse der Immobilienindustrie und liefert eine Fair-Value-getriebene Rechnungslegung, die es Investoren ermöglicht, die Entwicklung der Werthaltigkeit eines Immobilienportfolios zu beurteilen. Es gibt sie, diese grundsätzliche Verbindung zwischen den Mieteinnahmen eines Unternehmens und der fairen Marktbewertung dessen. Andersherum ist der faire Wert des investierten Portfolios ein signifikanter Eckpfeiler, um den NAV von Unternehmen zu ermitteln, die Immobilien besitzen und bewirtschaften.

Eine Schlüsselkennzahl

Dennoch sollten wir uns nicht täuschen. Es gibt immer noch keine vollkommene Transparenz in Europa bzw. Vergleichbarkeit zwischen den Unternehmen. Umso mehr gilt dies für Aktien. Insofern überrascht es nicht, dass die Zahl der Befürworter des Gebrauchs einheitlicher Kennzahlen stetig größer wird. Beispielsweise bekräftigt Harm Meijer, Chef des Europäischen Immobilien-Research von J.P. Morgan, der Abschlag des Börsenwertes zum NAV sei eine der Schlüsselkennzahlen, um Immobilienaktien zu bewerten. Hierzu bräuchte es aber eine Harmonisierung der Berechnungsmethoden, denn sonst würde jedes Unternehmen weiterhin seine eigene Systematik verwenden. Warum der Abschlag zum NAV eine so wichtige Kennzahl ist, zeigt ein Blick in die Historie.

Fraser Hughes

Historisch einmalig

In den vergangenen 20 Jahren hat es noch nie solch herbe Bewertungslücken gegeben wie im März dieses Jahres. Die Abschläge lagen mit 45% auf einem nie dagewesenen Niveau (s. Abb.). Im Durchschnitt der letzten 20 Jahre notierten europäische Immobilien-AGs mit einem Abschlag von 13% auf ihren NAV. Auf Länderebene stachen vor allem Österreich und Norwegen mit Abschlägen von 77 bzw. 64% heraus. In Belgien und der Schweiz hingegen lag die Divergenz bei „bescheidenen“ 11 bzw. 15%. In den Märkten mit den großen Gesellschaften lagen die Abschläge bei 21% (Großbritannien), 23% (Frankreich) und 34% (Niederlande). Ebenfalls war zu beobachten, dass beispielsweise in Großbritannien REITs gegenüber Nicht-REITs geringere Abschläge in der Spitze hinnehmen mussten. Während Nicht-REITs bis 48% unter dem veröffentlichten NAV notierten, waren es bei REITs „lediglich“ maximal 37%. Allerdings konnten wir durch die starke Kursrally bereits wieder eine beachtliche Einengung der Bewertungsabschläge verzeichnen.

Net Asset Value (NAV) im Verhältnis zur Marktkapitalisierung bei europäischen Immobilien-AGs

Fazit

Beim Blick in die Zukunft wird deutlich, dass die Industrie nicht weiterhin mit mehreren NAV-Definitionen wird arbeiten können. Dabei ist der Abschlag auf den NAV seit mehr als 20 Jahren eine in der Immobilienwirtschaft etablierte Kennzahl, deren Verbreitung und Erklärung nur noch verbessert und vertieft werden muss. Peter van Rossum, CFO von Unibail-Rodamco, bemerkte hierzu treffend, dass jeder seinen Beitrag leisten muss – Ratingagenturen, Unternehmen und Analysten gleichermaßen. Dem ist nichts hinzuzufügen. ■