Immobilien-AGs

reden Tacheles

# **Smart Investor**

Das Magazin für den kritischen Anleger

2011



deutschen Immobilienmarkts



### We believe in German Real Estate

- Deutscher Marktführer in der Designated-Sponsoring-Betreuung von Immobilienaktien mit über 20 Mandaten
- Führendes Immobilienresearch-Haus mit zurzeit rund 15 Coverages
- Erfolgreiche Durchführung zahlreicher Kapitalmarkttransaktionen (IPOs, Kapitalerhöhungen, Wandelanleihen) aus dem Sektor in den vergangenen Jahren (u.a., TAG Immobilien AG, InCity Immobilien AG, IFM Immobilien AG, Alta Fides AG, RCM Beteiligungs AG)
- Erfolgreiche Adressierung immobilienaffiner Investoren im In- und Ausland über ein paneuropäisches Sales-Team
- · Durchführung von Immobilientagen mit Zugang zu institutionellen Investoren

Close Brothers Seydler Bank AG

Lösungen nach Maß

Ansprechpartner

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

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

Close Brothers Seydler Bank AG Schillerstraße 27 – 29 60313 Frankfurt am Main www.cbseydler.com

#### Kein Anlass zum Pessimismus

Immobilien als Sachwerte versprechen Sicherheit in einer unsicheren Welt, deren Nachrichtenhorizont zurzeit vorrangig aus virtuellen Zig-Milliarden-Rettungsschirmen besteht. Zum Teil entsteht jedoch der Eindruck, Immobilien-AGs werden gemeinsam mit einem schwächelnden Bankensystem in Sippenhaft genommen. Sicherlich ist eine Branche, die sehr stark von Finanzierungen abhängt, nicht losgelöst von der Bankenlandschaft zu sehen. Allerdings besteht zu hemmungslosem Pessimismus überhaupt kein Anlass.

Ein Trend ließ sich jedenfalls an der Expo Real-Messe in München Anfang Oktober unabweisbar ausmachen. Nämlich dieser, dass ausländische Investoren wieder deutliches Interesse am deutschen Immobilienmarkt zeigen. Das stellte sich in der Bankenkrise nach der Lehman-Pleite komplett anders dar.

Das Interesse kommt allerdings nicht von ungefähr. Der deutsche Immobilienmarkt ist weit weniger von heftigen zyklischen Schwankungen geprägt als manch andere ausländische Immobilienmärkte, bei denen oft das Timing des Kaufs und Verkaufs und nicht das langfristige Halten der Immobilie die entscheidende Rolle spielt.

Für die Immobilienaktien-Investoren gelten zurzeit die gleichen Regeln wie für Aktienkäufer anderer Branchen: In schwierigen Marktphasen sollte aktives Stock-Picking betrieben werden. Einen Beitrag zu Ihrer Entscheidungsfindung bei der Auswahl von Immobilien-AGs soll dieses Sonderheft für die 11. Fachkonferenz Initiative Immobilien-Aktie (19.10.11, Frankfurt/Main, Hilton-Hotel) leisten. In diesem Zusammenhang danken wir dem Bankhaus Lampe für das fundierte Research.



Christian Bayer, Redakteur Smart Investor

Eine anregende Lektüre wünscht Ihnen

Christian Bayer



### Berg- und Talfahrt bei deutschen Immobilienaktien

Die vergangenen zwölf Monate kann man am besten so zusammenfassen: Welch ein Jahr! Bis März gelang den meisten deutschen Immobilienaktien eine kräftige Aufwärtsbewegung. Aber dann entstanden makroökonomische Unsicherheiten und die Kurse fielen erst langsam und dann immer dramatischer. Selbst Gesellschaften, die durch ihr Geschäftsmodell und ihre stabile Finanzierung überzeugen, büßten an Marktkapitalisierung ein.

Mittlerweile scheint sich ein Boden zu bilden. Aber stärker denn je werden die Aktienkurse von makroökonomischen Rahmenbedingungen bestimmt. In den kommenden Monaten und Quartalen werden viele Weichen für die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland und Europa gestellt, was auch die Immobilienunternehmen als solches betreffen wird.

Aber nicht nur allgemeine Marktthemen werden beherrschend sein. Die meisten Unternehmen der Branche sehen in den kommenden Jahren durch die Vielzahl von anstehenden Kreditverlängerungen einen Kreditengpass auf die Immobilienbranche zukommen. Ein Großteil der Gesellschaften hat diesbezüglich die Hausaufgaben gemacht und sollte nicht direkt betroffen sein. Aber ein möglicher Kreditengpass könnte sich negativ auf das Sentiment und damit die Aktienkurse auswirken.

Umso wichtiger ist es für Sie, eine gute Aktienauswahl zu treffen, mit der Sie auch in stürmischen Zeiten ruhig schlafen können.

Hierbei wünsche ich Ihnen wie immer ein glückliches Händchen.



Frank Neumann, Bankhaus Lampe

Ihr

Smith del

#### **Bestandsaufnahme**

- 6 Deutscher Immobilieninvestmentmarkt gefragt; Gastbeitrag von Dr. Wilhelm Breuer, Dr. Breuer Capital Market Advisory
- **9** "REITs spielen auch im europäischen Kontext leider noch eine untergeordnete Rolle"; Interview mit Thomas Körfgen, SEB Asset Management
- 10 Deutschland mit fünf Städten unter den Top 20; Gastbeitrag von Claus Thomas, LaSalle Investment Management
- **12** "Wir zahlen unsere Dividende aus dem nachhaltigen FFO"; Interview mit Helmut Ullrich, Deutsche Wohnen AG
- **13** "Es war immer unser Ziel, die Prime Office an die Börse zu führen"; Interview mit Alexander von Cramm, Prime Office REIT-AG
- 14 "Wichtig ist, dass sich jeder einzelne Deal an sich rechnet"; Interview mit Rolf Elgeti, TAG Immobilien AG

#### Aktienanalysen

- 16 alstria office REIT-AG:
  - Weiterhin vorsichtiges Portfoliowachstum
- 18 Deutsche EuroShop AG:
  - Stabiles Geschäft dank Shoppingcentern
- 20 Deutsche Wohnen AG:
  - Der Portfolio-Ausbau kommt durch Zukauf kleinerer und mittlerer Portfolien voran
- 22 DIC Asset AG:
  - Stabiles Geschäftsmodell, niedriger Kurs
- **24** ESTAVIS AG:
  - Strategie weiter geschärft
- 26 Fair Value REIT-AG:
  - Verlässliches Geschäftsmodell
- 28 GSW Immobilien AG:
  - Berliner Pure-Play für Wohnimmobilien
- 30 Hamborner REIT AG:
  - Beeindruckender Track Record
- 32 IFM Immobilien AG:
  - Vor dem Abverkauf fertiger Projekte
- 34 InCity AG:
  - Erste Partnerprojekte wurden geliefert
- 36 IVG Immobilien AG:
  - Development-Pipeline ist beinahe vollendet Verschuldung wird abgebaut
- **38** Patrizia Immobilien AG:
  - Schwung im Service-Geschäft
- **40** POLIS Immobilien AG:
  - Hohe Transparenz
- **42** Prime Office REIT-AG:
  - Börsengang geglückt
- 44 RCM Beteiligungs AG:
  - Spezialist in Sachsen
  - **TAG Immobilien AG:**Skalierung des Geschäftsmodells
- 48 Vivacon AG:
  - Fokussierung auf Erbbaurechte

#### **Schluss-Statement**

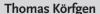
50 Diversifikationseffekte von Immobilien; Gastbeitrag von Prof. Dr. Steffen Sebastian, Universität Regensburg



#### Bestandsaufnahme, Profile und Prognosen

Welche Immobilien-AGs werden zu Unrecht von den Märkten abgestraft? Wo liegen Chancen und Risiken der Geschäftsmodelle einzelner Immobilienunternehmen? Wie sehen die Unternehmenszahlen aus? Welchen Diversifikationseffekt haben unterschiedliche Arten von Immobilien-Investments? Dies sind nur einige Aspekte, denen die achte Auflage des Smart Investor Immobilien-Specials nachgeht. Darüber hinaus wird ab S. 10 die Attraktivität deutscher Städte im Vergleich mit europäischen untersucht. Ab S. 16 haben Analysten des Bankhauses Lampe 17 börsennnotierte Immobilien-Unternehmen auf Herz und Nieren geprüft. Das Programm zur 11. Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie finden Sie auf S. 8.





Was bedeutet die Situation der Banken für die Immobilienfinanzierung? Der Experte sieht Deutschlands Chancen in der Krise. Darüber hinaus führt er auf S. 9 aus, welche Immobilien-AGs und welchen Immobilien-Sektor er besonders attraktiv findet.



v. Cramm (o.), Ullrich & Elgeti (r.u.)

Seiten 12-14

Immobilien AG-Vorstände reflektieren die aktuelle Situation. Helmut Ullrich fühlt sich im Pflegeheimgeschäft wohl (S. 12), Alexander von Cramm spricht auf S. 13 über die Bedeutung der REITs und Rolf Elgeti auf S. 14 über den Sinn von Fusionen.



#### Optimismus gerechtfertigt

Welche Ursachen es für einen Optimismus an den deutschen Immobilieninvestmentmärkten gibt, erfahren Sie ab S. 6. Der Artikel geht neben einer aktuellen Bestandsaufnahme der Frage nach, welche Gefahren trotzdem lauern können.

#### **Impressum**



### Special "Immobilienaktien 2011"

9. Jahrgang 2011, Special "Immobilienaktien 2011

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

Internet: www.smartinvestor.de Redaktion: Ralf Flierl (Chefredakteur), Christian Bayer (Projektleiter), Fabian Grumm Freie Mitarbeiter: Maximilian Huber, Magdalena Lammel, Andreas Stefan

Gast-Autoren: Dr. Wilhelm Breuer, Prof. Dr. Steffen Sebastian, Claus Thomas Interviewpartner: Rolf Elgeti, Thomas Körfgen, Helmut Ullrich, Alexander von Cramm

Analysten Bankhaus Lampe: Sebastian Hein, Frank Neumann

**Gestaltung:** Robert Berger (Gesamtgestaltung) **Titelbild:** arsdigital/fotolia.com

Bilder: Bilderbox. Fotolia. Pixelia. Photodisc. Unternehmensbilder

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

Redaktionsschluss: 7. Oktober 2011

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

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

ZKZ 61978: ISSN 1612-5479

# **Aktienkalender 2012**

### Der Klassiker:

Mit Historischen Wertpapieren von

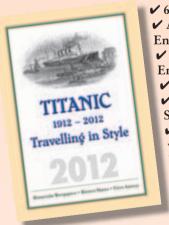
- **♦** Berliner Kraft- und Licht-AG
- ◆ Deutsche Ost-Afrika-Linie
- **♦** Salzdetfurth AG
- **◆ DEMAG AG**

Best-Nr. K020: 39,00 Euro



### Alle Kalender mit Original-Aktien zum Herausnehmen!

### Der Internationale



- ✓ 6 Original-Aktien
- ✓ Alle Papiere zum Entnehmen
- ✓ Dreisprachig: Deutsch, Englisch, Französisch
- ✓ Auf hochwertigem Papier
- ✔ Versandfertig in weißem Schuber
- ✓ Auf Wunsch übernehmen wir für Geschäftskunden die Versandabwicklung

Best-Nr. K022: 44,95 Euro

**HWPH AG Matthias Schmitt Ingelsberg 17b** 85604 Zorneding

Tel.: 08106/246186

Fax: 08106/246188

Web: www.hwph.de

Email: auktion@hwph.de



Börsennotierte Immobilieninvestments haben sich in der Krise bewährt

Gastbeitrag von Dr. Wilhelm Breuer, Dr. Breuer Capital Market Advisory

Der deutsche Immobilieninvestmentmarkt lässt sich unterscheiden in einen direkten für Immobilien und einen indirekten für verbriefte Immobilieninvestments wie Fonds, Immobilienaktien und REITs. Beide Märkte unterliegen derzeit zwar im Zuge der in den letzten Wochen verschärften europäischen Staatsschulden- und Bankenkrise einer Unsicherheitssituation. Allerdings sprechen die starke fundamentale Verfassung der deutschen Volkswirtschaft und die seit der Subprime-Krise wieder zu verzeichnenden Zinsunterschiede zwischen Deutschland und den übrigen Euro-Staaten auch weiterhin für den Zustrom internationalen Kapitals nach Deutschland und in seine Immobilieninvestmentmärkte, sowohl die direkten wie die indirekten. Um diese sollte einem daher nicht bange sein. Gefährdet werden könnte diese Situation allerdings, falls die EU Euro-Bonds zur Bewältigung der Schuldenkrise einsetzen sollte. Eine nicht risikoadäquate Angleichung der Zins-

Dr. Wilhelm Breuer ist Inhaber von Dr. Breuer Capital Market Advisory. Mit seinem Unternehmen berät er Gesellschaften bei ihren Kapitalmarkt-, Investor-Relations- und IPO-Aktivitäten. Zuvor war er mehr als eine Dekade Leiter Investor Relations / Capital Markets bei IVG Immobilien AG, wo er zahlreiche Kapitalmaßnahmen und -transaktionen verantwortete, u.a. auch das IVG-REIT-Projekt. Er ist Gründungsmitglied des Best Practices Committees des europäischen Immo-



bilienaktienverbandes EPRA und Mitglied der Expertengruppe Immobilien der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management.

#### BEGRIFFLICHKEITEN RUND UM IMMOBILIEN-AGS

Capex: Capital expenditure, Investitionsausgaben

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 adjusted: um Sondereinflüsse bereinigte EBT

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

**EPRA:** European Public Real Estate Association

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

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

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

**Guidance:** Prognose

Hedge-Ratio: Absicherungsverhältnis

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

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

Loan-to-Value (LTV) Ratio: Bezeichnet das Verhältnis aus dem Darlehensvolumen und den Marktwerten der Immobilienobjekte

Maintenance: Wartung

NAV: Net Asset Value. Der NAV ist der Nettosubstanzwert, der sich aus dem Verkehrswert der Immobilien abzüglich der Schulden ergibt. Nettomarge: Maßzahl für den prozentualen Anteil des Unternehmensgewinns am Umsatz eines Unternehmens, daher häufig auch als Umsatzrendite bezeichnet

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

Refurbishment: Sanierung einer Immobilie

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

sätze zwischen Deutschland und den europäischen Schuldenstaaten würde eine Umleitung der Kapitalströme weg von Deutschland hin zu den Defizitländern begünstigen.

Im Einzelnen haben sich die Märkte wie folgt entwickelt:

#### Direkte Märkte<sup>1</sup>

Der Gewerbeimmobilien-Investmentmarkt zeigt im bisherigen Jahresverlauf eine weitere Belebung. Nach dem massiven Einbruch der Transaktionsvolumina in den Jahren 2008 und 2009 als Folge der weltweiten Finanzkrise konnte sich 2010 das Volumen mit rund 20 Mrd. EUR im Vergleich zum Vorjahr verdoppeln. Die ersten beiden Quartale 2011 bestätigen diese Belebung mit einer Zunahme des Volumens um mehr als ein Fünftel im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. Allerdings hat sich mit der im Sommer einsetzenden Verschärfung der europäischen Staatsschulden- und Bankenkrise sowie dem abgeschwächten weltweiten Wirtschaftswachstum eine Unsicherheitssituation ergeben, die auch den Immobilieninvestmentmarkt nicht unberührt lassen dürfte. Anzeichen dafür waren bereits auf der diesjährigen Immobilienmesse Expo Real spürbar.

Während bei den Immobiliennutzungsarten 2010 Einzelhandelsund Büroimmobilien noch mit jeweils über 7 Mrd. EUR Volumen auf gleichem Niveau lagen, stellten sich Einzelhandelsimmobilien im ersten Halbjahr mit rund 6 Mrd. gegenüber rund 3 Mrd. bei Büroimmobilien als eindeutiger Anlagefavorit heraus. Die Nachfrage nach Core-Büroimmobilien ist dabei weiterhin sehr hoch.

Bei den Standorten ist ebenfalls in den letzten Jahren ein Favoritenwechsel zu beobachten. Während bis 2007 Frankfurt und München das Anlegerinteresse dominierten, kletterte Berlin 2010 an die Spitze. Im ersten Halbjahr 2011 führt zwar wieder Frankfurt, gefolgt von Berlin und Hamburg. Dabei ist allerdings zu beachten, dass Frankfurt mit dem Verkauf der Deutsche-Bank-Türme an die DWS Investments (584 Mio. EUR) die mit Abstand größte Einzeltransaktion im Jahr 2011 vorweisen konnte. Die Prime-Office-Yields liegen mit Werten zwischen 5,25% (Berlin) und 4,90% (München) leicht über denen des Vorjahres.

Der deutsche Shoppingcenter-Markt zeigt sich auch 2011 in robuster Verfassung. Die Stabilität und Größe des deutschen Einzelhandelsmarktes machen in Verbindung mit dem begrenzten Angebot von Flächen Shoppingcenter auch in konjunkturell schwächeren Phasen zu einem begehrten Investitionsobjekt. Die größten Transaktionen waren im bisherigen Jahresverlauf die Hamburger Meile in Hamburg, die Schlossarkaden in Braunschweig und das Rheinpark-Center in Neuss.



Deutsche Wohnimmobilien haben sich auch 2011 aufgrund der Stabilität der Mieteinnahmen in Verbindung mit der steigenden Anzahl an Haushalten und den geringen Neubauvolumina als stabiles und defensives Investment erwiesen, das gerade angesichts der Unsicherheit infolge der europäischen Schuldenkrise große Attraktivität besitzt. Die Zahl der gehandelten Volumina liegt jedoch – im Gegensatz zu früheren Jahren, in denen vor allem ausländische Private-Equity- und Opportunity Funds den Markt bestimmten – aktuell bei unter 5.000 Wohneinheiten je Portfolio. Die beliebtesten Märkte sind weiterhin die Metropolräume Berlin, Hamburg, München, Frankfurt, Köln, Düsseldorf und Stuttgart, die auch in Zukunft als Gewinner der innerdeutschen Migration gelten.

#### Indirekte Märkte

Börsennotierte Immobilien-AGs/REITs haben sich in der Nach-Lehman-Zeit als Erfolgsmodell bewährt: Während die direkten In-

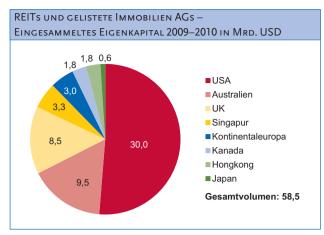
1) Quelle: Cushman & Wakefield: The German Property Market, 2nd Quarter 2011





Wir haben das Wissen, Sie profitieren davon! financial.de liefert alle Informationen zu den deutschen Small Caps.

Bei uns erhalten Sie brandaktuelle Hintergrundberichte, exklusive News und spannende Management-Interviews.



Quelle: EPRA, NAREIT, RealPac, Cohen & Steers

vestmentmärkte sowie die Märkte für geschlossene Immobilienfonds in den Monaten nach der Lehman-Insolvenz und der daraus folgenden Finanzkrise eine hohe Illiquidität aufwiesen und die Rückgabe von nicht wenigen offenen Fonds sogar ganz ausgesetzt werden musste, waren Immobilienaktien und REITs (wenn auch entsprechend der Stimmungslage an den Kapitalmärkten mit zum Teil deutlichen Kursabschlägen) von ihren Besitzern ohne größere Probleme veräußerbar. Der direkte Investmentmarkt zeigte erst im zweiten Halbjahr 2009 erste Belebungstendenzen, viele offene Fonds haben die Rücknahme von Anteilen ausgesetzt, sind bis heute geschlossen und damit für ihre Besitzer weiterhin illiquide.

Im Gegensatz dazu haben bereits Ende 2008 und verstärkt 2009 und 2010 zunächst internationale, dann auch deutsche Immobilien-AGs und REITs sich in einem schwierigen Börsenumfeld über Kapitalerhöhungen frisches Eigenkapital verschafft und

damit selbst rekapitalisiert. 2009 und 2010 wurden alleine in Europa (inklusive UK) 11,5 Mrd. USD Eigenkapital von REITs und börsennotierten Immobilien-AGs eingesammelt (siehe Abbildung<sup>2</sup>). Viele stehen daher heute besser da als vorher. 2011 erfolgten zudem mit der GSW Immobilien AG und der Prime Office REIT AG zwei große Immobilien-IPOs, von denen eines, die GSW, mittlerweile im MDAX und das andere im SDAX notiert ist. GSW ist darüber hinaus nicht nur der größte Börsengang 2011 in Deutschland überhaupt, sondern auch der erfolgreichste. Trotz der schwachen Aktienmarktverfassung notiert das Unternehmen weiterhin deutlich über seinem Emissionspreis.

Das Modell der gelisteten Immobilieninvestments hat sich in der Krise als Erfolgsmodell bewährt. Um deutsche Immobilien-AGs und REITs muss sich daher niemand Sorgen machen. Wohl aber um andere indirekte Immobilienanlageprodukte.

#### **Fazit**

Trotz der derzeitigen Verschärfung der Bankenkrise sollten auch in Zukunft die deutschen Investmentmärkte - sowohl direkte wie indirekte - weiterhin aufgrund der fundamentalen Stärke der deutschen Volkswirtschaft und der wieder zu verzeichnenden Zinsdifferenzen von Kapitalzuströmen profitieren. Es sei denn, die Politik setzt Euro-Bonds zur Bekämpfung der europäischen Schuldenkrise ein. Dann könnte es infolge der nicht risikoadäquaten Angleichung der europäischen Zinssätze zu einer erneuten Fehllenkung von Kapitalströmen zugunsten der Defizitstaaten und zulasten der deutschen Volkswirtschaft und damit auch ihrer Immobilieninvestmentmärkte kommen. Es ist allerdings zu hoffen, dass die Politik genügend Sachverstand aufbringen wird, dies abzuwenden.

2) Quelle: EPRA, NAREIT; RealPac, Cohen & Steers.

#### PROGRAMM "11. FACHKONFERENZ DER INITIATIVE IMMOBILIEN-AKTIE"

#### Mittwoch, 19. Oktober 2011, Hilton Hotel Frankfurt

Ab o8:30 Uhr: Registrierung

og:oo Uhr: Begrüßung: Alexander Dexne, Vorstandsvorsitzender, Initiative Immobilien-Aktie e.V. (IIA)

Moderation: Miriam Beul-Ramacher, Journalistin

09:10 Uhr - 09:15 Uhr: Grußwort: Dr. Andreas Mattner, Präsident, Zentraler Immobilien Ausschuss e.V. (ZIA)

09:15 Uhr - 09:45 Uhr: Key Note: Energie für Immobilien;

Dr. Paul Becker, Vizepräsident, Deutscher Wetterdienst

09:45 Uhr - 10:00 Uhr: Bericht aus Berlin/Brüssel: Finanzregulierung und die Auswirkungen auf Immobilien; Axel von Goldbeck, Sprecher der Geschäftsführung, Zentraler Immobilien Ausschuss e.V. (ZIA)

10.00 Uhr - 10.30 Uhr: Kaffeepause

10:30 Uhr - 11:00 Uhr: Fair Value REIT AG; Estavis AG

11:00 Uhr - 12:45 Uhr: Wo steht der Markt? European Market Report 2010/2011; Fraser Hughes, Research Director, EPRA; Warum tickt der deutsche Immobilienmarkt anders?; Prof. Dr. Michael Voigtländer, Leiter der Forschungsstelle Immobilienökonomik, Institut der deutschen Wirtschaft, Köln; Die Entwicklung der Büromärkte in Deutschland 2010/2011; Dr. Thomas Beyerle, Managing Director, Head of CS & Research, IVG Immobilien AG; Die Entwicklung der Wohnimmobilienmärkte in Deutschland 2010/2011; Andreas Schulten, Vorstand, BulwienGesa AG; Die Entwicklung des Einzelhandelsmarktes in Deutschland 2010/2011; Manuel Jahn, Leiter Bereich Real Estate Consulting, GfK GeoMarketing; Immobilienzyklus, ist er noch intakt? Wie läuft er ab? Welche Märkte boomen als Erstes?; Marcus Lemli, Geschäftsfüher, Jones Lang LaSalle GmbH 12:45 Uhr - 13:45 Uhr: Mittagspause

13:45 Uhr - 14:15 Uhr: TAG Immobilien AG; IFM Immobilien AG 14:15 Uhr – 15:00 Uhr: IPO & Co: Gibt es eine Renaissance von Eigenkapital-Emissionen?; Referat und Podium; Referat Ute Gerbaulet, Global Head of ECM, Commerzbank AG; Podium Thomas Zinnöcker, CEO, GSW Immobilien AG; Ulrich Höller, CEO, DIC Asset AG; Claus Hermuth, CEO, Prime Office REIT-AG

15:00 Uhr - 15:30 Uhr: Prime Office AG; POLIS Immobilien AG 15:30 Uhr - 16:00 Uhr: The Foreigner's View: Does the AnlSchG Change the Game for Listed Property?; Philip Charls, CEO, EPRA; Dick Boer, Executive Director Corporate Finance European Real Estate of Kempen & Co.; Thomas Körfgen, Geschäftsführer, SEB Investment GmbH; Prof. Dr. Steffen Sebastian, Institut für Immobilienwirtschaft, Universität Regensburg

16:00 Uhr - 17:00 Uhr: PATRIZIA Immobilien AG; InCity Immobilien AG 17:00 Uhr: Veranstaltungsende

Ganztägig One-on-ones und Kleingruppenmeetings

# "REITs spielen auch im europäischen Kontext leider noch eine untergeordnete Rolle"

Smart Investor im Gespräch mit Thomas Körfgen, Geschäftsführer bei SEB Asset Management, über die Auswirkungen der Finanzkrise auf den deutschen Immobilienmarkt und die Rolle der REITs in Europa

**Smart Investor:** Welche aus Ihrer Sicht wichtigen momentanen Entwicklungen am deutschen Immobilienmarkt sind für die Zukunft prägend? In welchen Segmenten sehen Sie die größten Chancen?

Körfgen: Die Entwicklung in Deutschland ist immer weit weniger volatil als in vielen anderen Ländern. Von den Sektoren ist der "Office"-Bereich in Deutschland besonders interessant. Entscheidend für die Werthaltigkeit ist die Qualität der Immobilie, ihre Nachhaltigkeit und die Lage, die das Objekt für Mieter attraktiv macht.

Smart Investor: Die Konjunkturaussichten – nicht nur in Deutschland – trüben sich ein. Welche Auswirkungen sehen Sie für den deutschen Immobilienmarkt, wenn wir wieder in eine Rezession schlittern?

Körfgen: Wir halten eine anstehende Rezession für nicht wahrscheinlich. Wenn die Gewinndynamik abnimmt oder die Gewinne zurückgehen, dann ist das vorrangig einer Vertrauenskrise geschuldet. Momentan haben wir es mit normalen Konjunkturschwankungen zu tun. Deutschland ist in gewisser Weise sogar Krisengewinner, da sich das Land vergleichsweise günstig refinanzieren kann. Wenn es allerdings wider Erwarten eine Rezession gibt, sind negative Auswirkungen auch für den deutschen Immobilienmarkt unabweisbar. Viele größere Investoren schauen sich allerdings verstärkt nach Immobilien auf dem deutschen Markt um.

**Smart Investor:** Weltweit sieht man Banken wanken. Sehen Sie hier durch einen "Credit Crunch" Probleme auf die Immobilienfinanzierung zukommen?

Körfgen: Die Probleme sehe ich nicht. Die gegenwärtige Situation unterscheidet sich von der Zeit vor drei Jahren. Was vor Lehman zu lax gehandhabt wurde – auch in der Immobilienfinanzie-



Thomas Körfgen, Jahrgang 1967, ist Geschäftsführer bei SEB Asset Management. Vor dem Wechsel zur SEB 2003 war er von 1995 bis 2002 für die DWS als Senior Portfoliomanager tätig.

rung –, ist dann in die andere Richtung ausgeschlagen. Gegenwärtig schauen sich die Banken Risiken sehr genau an und sind tendenziell eher zögerlich. Aber für qualitativ hochwertige Immobilien finden Sie auch Finanzierungsmöglichkeiten bei den Banken.



**Smart Investor:** Warum spielt das Thema REITs in Deutschland im Unterschied zum Ausland so eine untergeordnete Rolle?

Körfgen: REITs spielen auch im europäischen Kontext leider noch eine untergeordnete Rolle. In Deutschland war es so, dass der REIT durch politische Verzögerungen zu spät eingeführt wurde. Viele Börsengänge hat man nicht geschafft. Dann kam es zur Bankenkrise, was ebenfalls nicht hilfreich war. Es würde mehr REITs geben, wenn Wohn-REITs zugelassen wären, aber diese Gesellschaften können auch ohne den Status gut an die Börse kommen. Die problematische Kommunikation bei der Börseneinführung der Prime Office REIT-AG hat auch nicht geholfen. Dadurch ist der Eindruck entstanden, dass der REIT gescheitert ist, was ich nicht glaube. Allerdings haben wir einiges an Zeit verloren. 15% der globalen REIT-Märkte befinden sich gerade noch in Europa. Das ist dramatisch wenig.

**Smart Investor:** Welche Einzeltitel im Bereich der deutschen Immobilienaktien sind aus Ihrer Sicht interessant?

Körfgen: Qualitativ hochwertig in Deutschland sind aus meiner Sicht, wenn wir uns die drei großen Bereiche ansehen, im Retail-Bereich eine EuroShop, im Office-Bereich eine Alstria und im Wohnbereich eine GSW. Prime Office hat auch eine sehr starke Unterbewertung, wenn man sich die Immobilienbestände ansieht. Allgemein ist zu sagen, dass die Unternehmen in den letzten Jahren Eigenkapital aufgenommen und hierdurch ihren Leverage zurückgefahren haben. Alles in allem sind die Gesellschaften konservativer aufgestellt.

Smart Investor: Herr Körfgen, vielen Dank für Ihre Ausführungen.

Interview: Christian Bayer

## Deutschland mit fünf Städten unter den Top 20

European Regional Economic Growth Index (E-REGI) bewertet Europas Städte

Gastbeitrag von Claus Thomas, European Director, Leiter Client Services EMEA, LaSalle Investment Management

2011 finden sich fünf deutsche Städte unter den Top 20 im European Regional Economic Growth Index (E-REGI) von LaSalle Investment Management. Der nationalen Dynamik folgend haben sich fast alle deutschen Städte im Vergleich zum Vorjahr verbessert, und viele von ihnen haben sich in den Top 50 neu positioniert.

Die Ergebnisse des E-REGI 2011 spiegeln die realwirtschaftliche Abschwächung Europas im ersten Halbjahr 2011 und die wachsende Unsicherheit in Bezug auf die Staatsverschuldung wider. Insofern sind die meisten Veränderungen bei den 2011 gegenüber 2010 erzielten Punktzahlen auf veränderte Wachstumsprognosen zurückzuführen. Der E-REGI favorisiert weiterhin große Ballungsräume sowie Städte mit starken Fundamentaldaten und einem hohen Wohlstandsniveau.

#### Deutschland besser als der Durchschnitt

Deutschlands Städte haben sich im E-REGI 2011 generell behaupten können. München hielt sich hinter dem neuen Spitzen-



Quelle: LaSalle Investment Management

reiter Moskau sowie London unverändert auf Platz 3, der Abstand zum Viertplatzierten Paris ist jedoch gering. Die Bayernmetropole profitiert von der Präsenz zahlreicher starker, globaler Player und einem diversifizierten Mittelstand, der vielen Branchen wie dem Elektronik-, Automobilund Herstellungssektor sowie Versicherungs-Finanzsektor eine solide Basis bietet. Anhaltend starke Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten stärken die Performance von München zusätz-



Claus Thomas

lich. Der Erfolg der Bayernmetropole im E-REGI ist nicht zuletzt deshalb eindrucksvoll, weil sie im Hinblick auf ihre Größe eigentlich nicht wettbewerbsfähig ist - verglichen etwa mit London, Moskau oder Paris.

Insgesamt dürfte Deutschland jedoch den E-REGI-Analysten zufolge trotz des unlängst verzeichneten starken Konjunkturrückgangs weiterhin mittelfristig besser als der Eurozonen-Durchschnitt abschneiden. Dank Innovation und starker Diversifizierung hat die deutsche Volkswirtschaft eine solide Plattform entwickelt, die langfristig Wachstum erzeugen sollte. Die positiven konjunkturellen Aussichten spiegeln sich in der Tatsache wider, dass sich 2011 fünf deutsche Städte in den Top 20 wiederfinden. Traditionell starke Regionen wie Stuttgart (von Platz 13 auf Platz 10 vorgerückt), Mannheim-Karlsruhe (von 17 um 2 Plätze auf Position 15 verbessert), Frankfurt (von Platz 20 auf 17 gestiegen) haben die Plätze, die sie im E-REGI 2010 verloren hatten, wieder gutgemacht. Erstmals in die Top 20 eingezogen ist Hamburg, nachdem es sich in den letzten Jahren kontinuierlich in der Tabelle nach oben gearbeitet hatte und nach Platz 24 im Jahr 2010 nun Platz 19 erobert hat. In der Tat ist Deutschland das Land mit den meisten Stadtregionen in den Top 20, damit neben seiner relativen Stärke auch die beschleunigte Polarisierung zwischen starken und schwachen Volkswirtschaften in Europa unterstreichend.

#### Europäische Highlights

Nach einem spektakulären Einstieg in den E-REGI 2009 und weiteren Zuwächsen 2010 steht Moskau nun erstmals an der Spitze des Rankings, eine Dokumentation der außergewöhnlichen Wachstumsplattform der Stadt, was allerdings von den weiterhin sehr niedrigen Werten hinsichtlich des allgemeinen Wohlstands und den sonst noch erheblich höheren Risiken im Geschäftsumfeld nicht ablenken darf. Eindrucksvoll belegt werden das immense Wachstumspotenzial und die Größe der Stadt durch die Tatsache, dass mehr als ein Viertel der russischen Bevölkerung in der Region lebt und arbeitet.

Auf Platz 2 abgerutscht ist London, das trotz weitaus höherer Punktzahlen für Wohlstand und das Geschäftsumfeld mit dem außergewöhnlichen Wachstumspotenzial der russischen Hauptstadt nicht mithalten konnte. Ein geringfügig geringeres BIP-Wachstum und ein weiterer Anstieg der Arbeitslosigkeit sind die wichtigsten Ursachen für den Abstieg auf den zweiten Platz. London bleibt jedoch eines der größten europäischen Wirtschaftszentren.

Mit nur geringem Abstand zu München belegt Paris im diesjährigen E-REGI unverändert Platz 4. Dies ist weitgehend auf sein hohes Wohlstandsniveau zurückzuführen. Die Stadt an der Seine weist jedoch auch eine diversifizierte und dynamische Volkswirtschaft und einen starken Geschäfts- und Finanzdienstleistungssektor auf. Ca. 25% der französischen Bevölkerung arbeiten in der Region Paris. Die Vororte bieten Unterkunft für einen erheblichen Teil der Beschäftigten und machen die Großregion Paris zu einem riesigen Wirtschaftszentrum.

Istanbul steigt erstmals in die Top 5 des Rankings auf. Die Stadt etabliert sich schnell als regionales Finanzzentrum und profitiert wie alle Städte in der Türkei von dem starken Konjunkturwachstum, das auf eine gestiegene Produktionskapazität und den immensen Konsumhunger der jungen türkischen Bevölkerung zurückzuführen ist.

Einmal mehr finden sich auch fünf skandinavische Städte unter den Top 20 im E-REGI wieder. Stockholm, Oslo, Kopenhagen und insbesondere Göteborg mussten jedoch auch dieses Jahr wieder Federn lassen. Einzig Helsinki konnte sich im Ranking verbessern.

Der große Verlierer im E-REGI 2011 ist Griechenland: Nachdem es im Vorjahr bereits 44 Positionen eingebüßt hatte, findet sich Athen um weitere 14 Positionen zurückgestuft auf Platz 101 wieder, Thessaloniki auf Platz 103 (+1). Trotz Rettungspaketen in Milliardenhöhe und der Implementierung drastischer Sparmaßnahmen leidet das Land weiterhin unter der Staatsverschuldungskrise, ein Austritt aus der Eurozone ist nicht auszuschließen.











#### EIN MULTIFAKTOREN-MODELL

Der E-REGI 2011 umfasst 326 Regionen in 33 europäischen Ländern mit einer Gesamtbevölkerung von ca. 780 Millionen Einwohnern. Zagreb in Kroatien wurde ins diesjährige Modell mit aufgenommen, seiner wachsenden Bedeutung in Europa und dem voraussichtlichen EU-Beitritt dadurch gerecht werdend. Die Untersuchung konzentriert sich auf 105 Ballungsräume (Regionen mit einer Bevölkerung von mehr als 500.000 Einwohnern) sowie alle nationalen Hauptstädte. Der E-REGI ist ein Multifaktoren-Modell, das jede Stadt nach einer gewichteten Durchschnittspunktzahl von 15 Variablen bewertet. Generell kombiniert das Modell Faktoren des Wirtschaftswachstums, des Wohlstandsniveaus und der relativen Attraktivität des Geschäftsumfelds. Der E-REGI ist als Hilfestellung zur Identifizierung derjenigen Städte und Regionen in Europa zu sehen, die das größte kurz- bis mittelfristige wirtschaftliche Entwicklungspotenzial aufweisen und in denen daher die Nachfrage nach Immobilien besonders nachhaltig zu werden verspricht.

## "Wir zahlen unsere Dividende aus dem nachhaltigen FFO"

Smart Investor im Gespräch mit Helmut Ullrich, Finanzvorstand der Deutsche Wohnen AG, über den Verkauf der LBBW-Wohnungen und das Pflegeheimgeschäft

Smart Investor: Sie sind regional vor allem auf Berlin und das Rhein-Main-Gebiet fokussiert. In welchen Regionen sehen Sie sich noch nach Zukäufen um?

Ullrich: Für uns sind wachsende, dynamische Metropolregionen in Deutschland von Interesse. Zurzeit sind wir vor allem in Berlin und dem Rhein-Main-Gebiet präsent. Dort wollen wir auch auf jeden Fall weiter wachsen. Im 3. Quartal 2011 haben wir auch ein größeres Portfolio in Düsseldorf erworben. Dies ist ein neuer Standort für uns in einer ausgesprochen interessanten Metropolregion. Düsseldorf, die Hauptstadt Nordrhein-Westfalens, mit seinen knapp 600.000 Einwohnern belegt regelmäßig gute bis sehr gute Plätze in Städterankings. Die Stadt hat Potenzial, wir freuen uns sehr, dass wir nun auch dort vertreten sind. Wir können das dort erworbene Portfolio von unserem Service-Point in Koblenz verwalten. Das ist ideal, wir wachsen sozusagen entlang bestehender Strukturen. Und wenn das Portfolio stimmt, erschließen wir uns in wachsenden deutschen Metropolen auch neue Märkte.

Smart Investor: Der Verkauf der Wohnungen der LBBW soll bis Ende des Jahres abgeschlossen werden. Inwiefern sehen Sie Chancen, dass sich die Deutsche Wohnen gegen die Konkurrenz durchsetzen kann?

Ullrich: Soweit wir das beurteilen können, ist das Verfahren völlig offen. Die EU schreibt ein diskriminierungsfreies Vergabeverfahren vor und überwacht dieses auch. Deshalb gehen wir davon aus, dass jeder Bieter die gleichen Chancen hat. Mehr gibt es dazu momentan nicht zu sagen.

Smart Investor: Ihr Unternehmen zahlt nach zwei Jahren Pause wieder eine Dividende. Darüber hinaus sind Akquisitionen geplant. Reicht dafür die Finanzausstattung des Unternehmens?



Am Dardanellenweg in Berlin hält Deutsche Wohnen Bestände. Foto: Deutsche Wohnen AG

Ullrich: Wir sind sehr solide finanziert. Wir zahlen unsere Dividende aus dem nachhaltigen FFO. Wir achten immer darauf, dass unsere Finanzausstattung genau für die Aktivitäten, die wir uns vorgenommen haben, ausreicht. Dabei streben wir an, dass unser LTV auch in Zukunft um die 60% liegt.

Smart Investor: Wie sieht es mit Leerstandsquoten beim Immobilienportfolio aus?

Ullrich: In vielen Lagen in Berlin und Frankfurt a.M. haben Helmut Ullrich wir die Vollvermietung unserer

Bestände erreicht. Wenn man das gesamte Portfolio in unseren Kernregionen betrachtet, kommen wir auf den extrem niedrigen Leerstand von 1,8%. Damit unterscheiden wir uns sehr stark vom Wettbewerb.

Smart Investor: In welchen Regionen Deutschlands sehen Sie Mietsteigerungspotenzial?

Ullrich: Wir sehen natürlich in unseren Kernregionen Berlin und Rhein-Main Potenzial für Mietsteigerungen. So konnten wir z.B. die durchschnittliche Neuvermietungsmiete im preisfreien Bestand im 1. Halbjahr 2011 um 0,20 EUR/m² auf 6,53 EUR/m² steigern. Sie liegt somit deutlich über der durchschnittlichen Vertragsmiete und zeigt das hohe Mietpotenzial des Vermietungsbestands von über 18% in den Kernregionen der Deutsche Wohnen. Selbstverständlich gehen wir auch von einer positiven Entwicklung in dem neu erworbenen Düsseldorf-Portfolio aus.

Smart Investor: Sie sind auch im Pflegeheimgeschäft tätig. Wie beurteilen Sie den Markt in diesem Segment? Beabsichtigen Sie ein verstärktes Engagement in diesem Bereich?

Ullrich: Da braucht man nur auf die demografische Entwicklung in Deutschland zu schauen. Deutschland insgesamt altert, deshalb gehen wir davon aus, dass auch der Bedarf an Pflegeplätzen steigen wird. Die KATHARINENHOF Seniorenwohn- und Pflegeanlage Betriebs-GmbH betreibt in ganz Deutschland Seniorenheime. Wenn sich gute Gelegenheiten ergeben, sind wir offen für ein stärkeres Engagement in dem Segment.

Smart Investor: Herr Ullrich, vielen Dank für Ihre Erläuterungen.

Interview: Christian Bayer

### "Es war immer unser Ziel, die Prime Office an die Börse zu führen"

Smart Investor im Gespräch mit Alexander von Cramm, Finanzvorstand der Prime Office REIT-AG, über die Bedeutung von REITs und den Börsengang im zweiten Anlauf

Smart Investor: Seit Juli hat Prime Office REIT-Status. Was hat sich für Ihr Unternehmen konkret geändert?

von Cramm: REIT-AGs sind von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit. Diese Steuerbefreiung gilt für die Prime Office REIT-AG rückwirkend zum 1. Januar 2011. REITs bieten die Möglichkeit, in eine börsentäglich handelbare, indirekte Immobilienanlage zu investieren. Und auch auf der Dividendenseite sind REITs attraktiv: Entsprechend den Vorgaben des REIT-Gesetzes müssen REIT-AGs mindestens 90% des ausschüttungsfähigen handelsrechtlichen Jahresüberschusses an ihre Aktionäre ausschütten.

Smart Investor: Warum hatten Sie es mit dem Börsengang im zweiten Anlauf, der mit einem deutlichen Preisnachlass bei der Aktie verbunden war, so eilig?

von Cramm: Es war immer unser Ziel, die Prime Office an die Börse zu führen, um das Unternehmen in einen REIT zu wandeln und Wachstum langfristig umzusetzen. Leider sahen wir uns aufgrund der Unsicherheit an den Kapitalmärkten am 22. Juni 2011 gezwungen, unseren Börsengang zunächst aussetzen. Das positive Feedback aus den Investorengesprächen während der Management Roadshow hat uns jedoch gezeigt, dass grundsätzlich ein großes Interesse an der Strategie und den Zukunftsaussichten der Prime Office besteht. Wir haben uns daher entschieden, den Börsengang mit einem angepassten Angebot umzusetzen und somit einen erfolgreichen Börsengang durchführen zu können. Aus heutiger Sicht war dies aufgrund der Marktturbulenzen das letzte IPO-Fenster vor der Sommerpause und mit großer Wahrscheinlichkeit sogar für mehrere



egenschaft der Prime Office REIT-AG in Stuttgart-Möhringen; Foto: Prime Office REIT-AG

Smart Investor: In absehbarer Zeit laufen wichtige Mietverträge der Immobilien aus. Wie ist der Stand bezüglich der Anschlussvermietungen?

von Cramm: Für drei der insgesamt 14 Objekte bestehen Nachvermietungserfordernisse. In unserem Objekt in Stuttgart/Möhringen haben wir bereits langfristige Mietverträge für 10.000 Alexander von Cramm m<sup>2</sup> von rund 24.000 m<sup>2</sup> ab-



geschlossen. Für die noch freien Flächen werden Gespräche mit verschiedenen Mietinteressenten in unterschiedlichen Verhandlungsstadien geführt, sodass wir sehr zuversichtlich sind, das Objekt bis zum Jahresende, spätestens jedoch zur Jahresmitte 2012 vollvermietet zu haben. Für die Objekte in Frankfurt und Düsseldorf, die noch bis Ende 2012 bzw. März 2013 vermietet sind, gibt es zudem schon jetzt verschiedene Mietinteressenten, die für eine Anmietung nach Umsetzung der angesetzten Umbaumaßnahmen in Frage kommen.

Smart Investor: In welchem finanziellen Rahmen soll in der nächsten Zeit in Akquisitionen und Bestandsrenovierungen von Immobilien investiert werden?

von Cramm: Der Umfang der Modernisierungsmaßnahmen hängt wesentlich von den Anforderungen der künftigen Mieter ab. Für die drei Objekte haben wir Maßnahmen geplant, mit denen die Immobilien anspruchsvoll und ihrem Charakter entsprechend modern und zeitgemäß ausgestattet sind. Das Budget dafür liegt bei 40 bis 45 Mio. EUR. Entsprechend den Anforderungen der künftigen Mieter kann diese Spanne in Abhängigkeit der unterstellten Ausstattungsqualität aber auch unterschritten werden. Der Fokus unserer Anstrengungen liegt zunächst auf Steigerung des inneren Wertes (NAV-Wachstum) und darauf, durch aktives Asset Management die gesteckten Ziele auf der Vermietungsseite zu erreichen und so den fairen Wert der Prime-Office-Aktie nachhaltig zu steigern. Akquisitorisches Wachstum ist aus heutiger Sicht allerdings erst im Zusammenhang mit einer neuerlichen Kapitalmaßnahme möglich und insofern kein kurzfristiges Thema.

Smart Investor: Herr von Cramm, vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Christian Bayer

# "Wichtig ist, dass sich jeder einzelne Deal an sich rechnet"

Smart Investor im Gespräch mit Rolf Elgeti, Vorstandsvorsitzender der TAG Immobilien AG, über Leerstände und mögliche Fusionen

Smart Investor: Für neue Akquisitionen der TAG Immobilien wurde kürzlich das Kapital erhöht. Dafür haben Sie u.a. in Berlin-Marzahn Immobilien erworben. Liegt da der Gewinn im Einkauf? Elgeti: Tatsächlich liegt der Gewinn teilweise im Einkauf. Wir konnten in der Vergangenheit mehrfach Portfolien erwerben, die bei unseren Konkurrenten durch das Raster gefallen sind, und so sehr günstige Kaufpreise erzielen. Der wirklich nachhaltige Gewinn kommt aber aus den Synergien der Verwaltung: Unser Geschäft verfügt über deutliche Skaleneffekte, so dass jede Akquisition sofort cashflowpositiv wirkt. Wachsen ist für uns schon alleine deswegen ein strategischer Imperativ.

Smart Investor: In Deutschland klafft die Situation bei den Wohnimmobilien auseinander. Während in Ballungsräumen wie München Eigentumswohnungen für Normalverdiener zum Teil unbezahlbar werden, verfallen in etlichen Regionen im Osten die Preise. Wird sich der Trend fortsetzen?

Elgeti: Ganz so dramatisch ist die Situation nicht. Relevanter als die Preise für Eigentumswohnungen sind für uns die Mieten, von denen wir als Bestandshalter leben. Die sind auch in München noch nicht ausgereizt und fallen in fast keiner Region in Deutschland mehr. Letztlich ist vermietbarer Wohnraum fast überall knapp, weil in den schwächeren Regionen in den letzten Jahrzehnten oft die Instandhaltung vernachlässigt wurde. In Salzgitter zum Beispiel vermieten wir aktuell ca. 10% über unseren durchschnittlichen Mieten im Bestand.

**Smart Investor:** Worin liegen die Vor- oder Nachteile, das Geschäft mit Gewerbe- und Privatimmobilien wie in Ihrem Unternehmen gleichzeitig zu betreiben?

**Elgeti:** Vorteilhaft ist die Möglichkeit, die beiden Märkte je nach Zyklus zu vergrößern oder zu verkleinern, um so von den teilweise ja relativ leicht antizipierbaren Marktbewegungen zu pro-



Objekt aus dem Salzgitter-Portfolio der TAG Immobilien AG; Foto: TAG Immobilien AG

fitieren. Operativ hilft es oft auch, die breite Expertise im Hause zu haben, weil es immer gemischte Objekte in den Portfolien gibt und geben wird denken Sie nur an den Laden im Erdgeschoss oder die Arztpraxis im ersten Obergeschoss. Von Nachteil ist in der Außenwirkung natürlich vor allem der erhöhte Erklärungsbedarf gegenüber Banken und Anlegern, die in vielen Fällen das "reinrassige" Unternehmen bevorzugen. Letztlich kommt es darauf an, Geld zu verdienen. Und das kann man als purer genauso wie als gemischter Player.



Rolf Elgeti

**Smart Investor:** Gibt es Bestrebungen, durch Akquisitionen das Verhältnis von Gewerbe- und Privatimmobilien in Ihrem Portfolio zu verändern?

Elgeti: In den letzten zwei Jahren sind wir nur im Wohnbereich gewachsen, so dass der Gewerbebereich anteilig von ca. 60% auf ca. 17% gefallen ist. Das lag daran, dass wir den Wohnbereich für attraktiver gehalten, gute Gewerbedeals nicht gesehen haben und vor allem auch stärkere operative Synergien im Bereich Wohnen heben. Ich will aber nicht ausschließen, dass wir auch im Segment Gewerbe mal wieder einen Zukauf tätigen. Wichtig ist, dass sich jeder einzelne Deal an sich rechnet.

**Smart Investor:** Sehen Sie bei den Immobilien-AGs aktuell ein positives Umfeld für Übernahmen?

Elgeti: Ja. Dadurch, dass unsere Peers und wir deutlich unter NAV handeln und man bei den aktuellen Marktbewegungen davon ausgehen muss, dass die NAVs eher steigen werden, sind große Kapitalmaßnahmen, um physische Assets zu kaufen, in aller Regel wertvernichtend. Fusionen zwischen börsennotierten Unternehmen oder Übernahmen durch Aktientausch machen daher im aktuellen Marktumfeld viel mehr Sinn. Leider gibt es nicht viele sinnvolle Kombinationen. Wir sind aber offen, dabei eine aktive oder auch passive Rolle zu spielen, soweit es für unsere Aktionäre Sinn macht.

**Smart Investor:** Herr Elgeti, vielen Dank für die interessanten Ausführungen.

Interview: Christian Bayer



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

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

#### **ABONNEMENT**



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

#### **KOSTENLOSES KENNENLERN-ANGEBOT**



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

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



| Name, Vorname:   |               |                 |  |
|------------------|---------------|-----------------|--|
| Postfach/Straße: | PLZ, Ort:     |                 |  |
| Telefon:         | Fax:          | E-Mail-Adresse: |  |
| Ort und Datum:   | Unterschrift: |                 |  |

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



### alstria office REIT-AG

Weiterhin vorsichtiges Portfoliowachstum





#### Geschäftsmodell

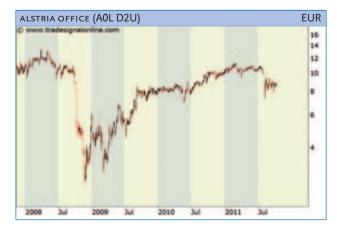
alstria ist ein Bestandshalter von Büroimmobilien. Das Portfolio hat zum Ende Juni 2011 eine Größe von 1,4 Mrd. EUR. Es befinden sich darin 74 Immobilien mit einer Gesamtmietfläche von ca. 814.000 m2. Das Unternehmen investiert nur in Deutschland mit dem Schwerpunkt Hamburg (ca. die Hälfte der Assets). Durch verschiedene Transaktionen wird sich das Portfolio bis Jahresende um mindestens 100 Mio. EUR vergrößern.

#### Chancen und Risiken

Seit alstria die REIT-Eigenkapitalquote von über 45% erreicht hat (aktuell 55,8%), stehen die Zeichen auf Zukäufe und Wachstum. Um dies zu erreichen, sollen neben Sale-and-lease-back-Transaktionen auch opportunistische Non-core-Assets gekauft werden. Für diese Assetklasse sollte der Transaktionsmarkt bei diesen Immobilien durch mögliche Fire-Sales (Notverkäufe) von Wettbewerbern an Fahrt gewinnen. Da die Gesellschaft bereits ca. 100 Mio. EUR an Assets gekauft hat, ist der verbleibende Investitionsspielraum mit 50 Mio. EUR recht klein. Darüber hinaus laufende Investitionen sind erst möglich, wenn eine Kapitalerhöhung platzierbar ist. Wir gehen davon aus, dass das Management das Kapital in den nächsten fünf bis sechs Monaten in eine neue Immobilie anlegen wird. Aus unserer Sicht ist das Unternehmen konservativ aufgestellt. So beträgt die durchschnittliche Laufzeit der Mietverträge 8,2 Jahre, so dass die Mieteinnahmen langfristig planbar sind. Das organische Wachstum wird durch indexierte Mietanpassungen, sukzessives Refurbishment und die Neuvermietung der Bestände vorangetrieben. Jährliche Wachstumsraten (ohne Zukäufe) der Mieteinnahmen von 3% sind aus unserer Sicht möglich. Zusätzliche Sicherheit entsteht aus der Fokussierung auf eine kleine Anzahl von bonitätsstarken Mietern, zu denen die Stadt Hamburg (32% der Mieteinnahmen), Daimler (16%) oder Bilfinger Berger (7%) gehören. Die Top-8-Mieter

| alstria office REIT AG                                 |                     |
|--|---------------------|
| Internetadresse  | www.alstria.de      |
| ISIN   | DE000A0LD2U1        |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                             | AOL D2U             |
| Bloombergkürzel  | A0X                 |
| Kurs (07.10.2011; 16:50 ETR) in EUR                    | 8,76                |
| Aktienanzahl in Mio.                                   | 71,6                |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                       | 627,2               |
| Free Float   | 77,5%               |
| NAV je Aktie (in EUR)                                  | 10,86               |
| Abschlag des Kurses zum NAV                            | 19,3%               |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                                | 11,18               |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                                | 7,80                |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)       | 95.162              |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)               | -15,7%              |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)           | -12,4%              |
| Geschäftsjahr  | 31.12.              |
| Nächster Termin  | Q3-Zahlen           |
| Quallo: Aletria office PEIT AC Bankhaus Lampa KG Bloom | mborg VM/D: FactSot |

Quelle: Alstria office REIT AG, Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD; FactSet



| Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR |             |             |              |              |              |  |  |
|---------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--|--|
| nach IFRS                       | <u>2009</u> | <u>2010</u> | <u>2011e</u> | <u>2012e</u> | <u>2013e</u> |  |  |
| Umsatz                          | 102,5       | 89,1        | 89,5         | 101,7        | 101,9        |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             | -13,1%      | 0,5%         | 13,6%        | 0,2%         |  |  |
| EBIT                            | -3,9        | 67,0        | 70,0         | 81,5         | 81,7         |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             |             | 4,5%         | 16,4%        | 0,3%         |  |  |
| - EBIT-Marge                    |             | 75,2%       | 78,2%        | 80,1%        | 80,1%        |  |  |
| Jahresüberschuss                | -79,7       | 0,2         | 29,5         | 36,6         | 37,8         |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             |             | 14232,1%     | 23,8%        | 3,5%         |  |  |
| - Nettomarge                    |             | 0,2%        | 33,0%        | 35,9%        | 37,1%        |  |  |
| Ergebnis je Aktie               | -1,44       | 0,00        | 0,43         | 0,51         | 0,53         |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             |             | 12329,3%     | 19,3%        | 3,5%         |  |  |
| - Kurs-Gewinn-Verhältnis        |             |             | 20,5         | 17,2         | 16,6         |  |  |
| Dividende je Aktie              | 0,50        | 0,44        | 0,44         | 0,46         | 0,51         |  |  |
| - Dividendenrendite             |             |             | 5,1%         | 5,3%         | 5,8%         |  |  |

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

sind für 80% der Mieteinnahmen verantwortlich. Bei der Vermietung sieht das Unternehmen aktuell noch keinen Preisdruck, wobei die wirtschaftliche Entwicklung abzuwarten bleibt. Finanzierungsseitig ist alstria durch die langfristigen Kreditlaufzeiten abgesichert (bis Mitte 2014 werden keine Kredite fällig). Unter dem Strich ist somit der FFO des Unternehmens mittelfristig gut prognostizierbar und sollte 2012 deutlich steigen, wodurch das Down-Side-Risiko begrenzt ist. Der stabile Cashflow des Unternehmens ermöglichte seit dem Börsengang im April 2007 die kontinuierliche Zahlung von Dividenden. Auch für die Zukunft beabsichtigt alstria, mindestens 90% des operativen Ergebnisses (FFO) an die Aktionäre auszuschütten.

#### **Operative Entwicklung**

Am 8. August gab das Unternehmen die Q2-Zahlen bekannt. Der Umsatzrückgang um 3,3% auf 43,7 Mio. EUR (H1 2010: 45,2 Mio. EUR) entstand durch den Abverkauf von Immobilien. Das operative Ergebnis stieg um 5,5% auf 16,6 Mio. EUR. Gestiegene Verwaltungs- und Personalkosten (+1,7 Mio. EUR; davon Kapitalerhöhungskosten 1,0 Mio. EUR) konnten dabei durch geringere Zinsaufwendungen (-17,2 Mio. EUR vs. -21,3 Mio. EUR) kompensiert werden. Durch die gestiegene Aktienzahl (+28%) sank der FFO je Aktie um 18% auf 0,23 EUR. Im Juli 2011 hat das Unternehmen zwei weitere Transaktionen durchgeführt: Übernahme der Immobilie in Stuttgart im Wert von 15,9 Mio. EUR mit einer jährlichen Miete von 1,3 Mio. EUR (Anfangsrendite 8,2%; 4,2 Jahre durchschnittliche Mietlaufzeit) und Übernahme eines Portfolios im Wert von 89 Mio. EUR (6,8 Mio. EUR Mieteinnahmen, Anfangsrendite 7,6%; 2,6 Jahre durchschnittliche Mietlaufzeit). Mit diesen beiden Transaktionen wird die seit einem Jahr eingeschlagene Strategie weiter verfolgt: geringeres finanzielles Risiko durch geringeren Leverage und höheres operatives Chancen/Risikoprofil durch kürzere Mietlaufzeiten, bei gleichzeitig höherer Anfangsrendite. Bei der jüngsten Kapitalerhöhung hat das Unternehmen 95 Mio. EUR eingenommen. Diese sollen mit knapp 50 Mio. EUR Fremdkapital investiert werden. Nach den beiden oben genannten Transaktionen stehen also noch 50 Mio. EUR zur Verfügung. Im kommenden Jahr läuft in einer Immobilie (22.000 m²), die aktuell von der Deutschen Rentenversicherung gemietet wird, der Mietvertrag aus.

#### **Operativer Ausblick**

Für 2011 erwartet alstria FFO in Höhe von 34 Mio, EUR, Die Mieteinnahmen werden für das Jahr 2011 voraussichtlich bei 89 Mio. EUR liegen. Diese Entwicklung ist das Ergebnis der wertsteigernden Akquisitionen in den vergangenen Monaten und des gleichzeitigen Entschuldungsprozesses des Unternehmens

#### Zu erwartender Newsflow

Das Unternehmen hat noch eine Firepower von 50 Mio. Euro. Diese Mittel sollen noch investiert werden. Angesichts der angespannten Stimmung an den Finanzmärkten und der Gefahr, in eine Rezession abzugleiten, schaut man sich potenzielle Investitionen noch genauer an. Dem Unternehmen sollte es gelingen, die eigene Guidance zu erreichen. Vor diesem Hintergrund ist für das Jahr 2011 erneut mit einer Dividendenzahlung mindestens auf Vorjahresniveau (0,44 EUR je Aktie) zu rechnen.

Die Aktie des Unternehmens ist unseres Erachtens ein solides Investment. Kleinere Zukäufe der Gesellschaft könnten das Sentiment stützen. Operativ ist das Unternehmen auch bei einem Abgleiten in eine Rezession sehr konservativ aufgestellt. Aus unserer Sicht wird auch in einer möglichen Krise die Dividende gezahlt werden.

Frank Neumann, Bankhaus Lampe





### **Deutsche EuroShop AG**

Stabiles Geschäft dank Shoppingcentern



#### Geschäftsmodell

Die Deutsche EuroShop ist ein reiner Finanzinvestor mit einer Buy-and-Hold-Strategie, der in erstklassige Shoppingcenter (mindestens 20.000 m²) in innerstädtischen Lagen in mittleren Städten oder in den Speckgürteln von großen Städten investiert. Der regionale Fokus liegt dabei auf Deutschland, das mit 15 Centern den Schwerpunkt bildet, Österreich, Polen und Ungarn. Besonderen Charme gewinnt das Geschäftsmodell durch die konservative Finanzierung der Projekte (50% Fremdkapital und 50% Eigenkapital) und die kontinuierliche und stabile Dividendenpolitik. Aktuell ist das Unternehmen insgesamt an 19 Centern beteiligt, was einem Investitionsvolumen von 2,9 Mrd. EUR entspricht.

#### Chancen und Risiken

Das Unternehmen weist eine sehr hohe Stabilität der Mieterträge auf. Auch in der letzten Krise konnte die Deutsche EuroShop steigende Umsätze und Erträge vermelden. Durch den vielseitigen Mietermix ist weitere Sicherheit gegeben. Die Metro Group ist mit 6,8% der Mieteinnahmen der größte Mieter. Der Anteil der größten fünf größten Mieter liegt bei 18,4%. Neben den stabilen Mieteinnahmen hat das Unternehmen eine konservative Finanzierungsstruktur, mit einem Eigenkapitalanteil von ca. 50%. Dies nimmt zusätzliches Risiko aus dem Geschäftsmodell. Das stabile Geschäftsmodell hat aber auch seinen Preis im nur begrenzten Upside-Potenzial. Durch die langfristige Finanzierung konnte die Deutsche EuroShop nicht so stark von den fallenden Marktzinsen profitieren wie andere Marktteilnehmer, deren Kredite kurzfristiger finanziert sind. Diesen Nachteil konnte man durch Prolongationen und Kreditneuabschlüsse bereits zum Teil aushebeln. Aber gerade in der letzten Krisenzeit an der Börse gelang es der Aktie, sich verhältnismäßig stabil zu entwickeln.

#### **Operative Entwicklung**

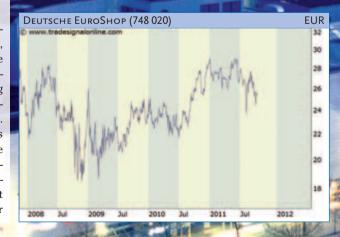
Am 11. August 2011 gab das Unternehmen die Halbjahreszahlen bekannt. Die Umsatzerlöse beliefen sich auf 91,1 Mio. EUR, was einer Steigerung von 29% gegenüber der Vorjahresperiode (H1 2010: 70,4 Mio. EUR) entspricht. Hintergrund der Umsatzsteigerung war der Zukauf des Billstedt-Centers in Hamburg sowie des A 10 Centers in Wildau. Außerdem stieg die Beteiligungsquote bei der Altmarkt-Galerie in Dresden (Anteil 67%). Zudem wurde das Main-Taunus-Zentrum in Sulzbach und das Phoenix-Center in Hamburg voll konsolidiert. Durch vorzeitige Kreditprolongationen hat das Unternehmen den durchschnittlichen Zins auf 4,83% (Ende 2010: 5,03%) gesenkt. Zum Jahresende wird der durchschnittliche Zins bei etwa 4,7% liegen. Mit der geringeren Zinsbelastung steigt gleichzeitig der FFO, dieser

betrug im dritten Quartal 0,39 EUR/Aktie (Vj.: 0,35 EUR/Aktie) und im Halbjahr 0,77 EUR/Aktie. Aktuell prüft das Unternehmen zudem weitere Investitionsmöglichkeiten.

#### **Operativer Ausblick**

Durch das stabile Geschäftsmodell ist das Unternehmen in der Lage, auch langfristige Prognosen zu erstellen. Das Management erwartet folgende zukünftige Eckwerte:

| Deutsche EuroShop AG                             |                          |
|--|--------------------------|
| Internetadresse                                  | www.deutsche-euroshop.de |
| ISIN   | DE0007480204             |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                       | 748020                   |
| Bloombergkürzel                                  | DEQ                      |
| Kurs (07.10.2011; 16:50 ETR) in EUR              | 25,69                    |
| Aktienanzahl in Mio.                             | 51,6                     |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                 | 1326,4                   |
| Free Float                                       | 82,4%                    |
| NAV je Aktie (in EUR)                            | 25,86                    |
| Abschlag des Kurses zum NAV                      | 0,7%                     |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                          | 29,06                    |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                          | 23,70                    |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück) | 125.426                  |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)         | -11,6%                   |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)     | 0,8%                     |
| Geschäftsjahr                                    | 31.12.                   |
| Nächster Termin                                  | Q3-Zahlen                |



| Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR |       |        |              |        |              |  |  |
|---------------------------------|-------|--------|--------------|--------|--------------|--|--|
| nach IFRS                       | 2009  | 2010   | <u>2011e</u> | 2012e  | <u>2013e</u> |  |  |
| Umsatz                          | 127,6 | 144,2  | 187,7        | 206,1  | 208,6        |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |       | 13,0%  | 30,1%        | 9,8%   | 1,2%         |  |  |
| EBIT                            | 110,7 | 124,0  | 161,2        | 175,4  | 177,7        |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |       | 12,0%  | 29,9%        | 8,9%   | 1,3%         |  |  |
| - EBIT-Marge                    |       | 86,0%  | 85,9%        | 85,1%  | 85,2%        |  |  |
| Jahresüberschuss                | 34,4  | 81,8   | 14,1         | 82,3   | 62,7         |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |       | 138,1% | -82,8%       | 485,2% | -23,8%       |  |  |
| - Nettomarge                    |       | 56,7%  | 7,5%         | 39,9%  | 30,0%        |  |  |
| Ergebnis je Aktie               | 0,93  | 1,80   | 0,27         | 1,59   | 1,21         |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |       | 92,4%  | -84,8%       | 485,2% | -23,8%       |  |  |
| - Kurs-Gewinn-Verhältnis        |       |        | 94,3         | 16,1   | 21,2         |  |  |
| Dividende je Aktie              | 1,05  | 1,10   | 1,10         | 1,20   | 1,20         |  |  |
| - Dividendenrendite             |       |        | 4,3%         | 4,7%   | 4,7%         |  |  |

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

Umsatz: 184 bis 188 Mio. EUR
EBIT 157 bis 161 Mio. EUR
FFO/Aktie: 1,40 bis 1,44 EUR

Zudem ist es möglich, dass die Gesellschaft ihren Hauptsitz, der sich aktuell in Hamburg befindet, ins Umland von Hamburg oder ggf. ins Ausland verlagert. Hintergrund ist hier ein Gerichtsurteil, durch das die Gesellschaft, sofern es auch bei der Deutsche EuroShop Anwendung findet, einer Gewerbesteuerpflicht unterliegen könnte.

#### Zu erwartender Newsflow

Aus unserer Sicht konzentriert sich das Unternehmen aktuell auf die Lösung der Gewerbesteuerproblematik. Eine Kapitalerhöhung wegen des jüngsten Zukaufs sehen wir aktuell nicht. Zum einen hat die Gesellschaft eine günstige Zwischenfinanzierung und zum anderen sind die Börsenzeiten aktuell zu unruhig, so dass sich dies nicht darstellen lässt.

#### **Fazit**

Die Aktie ist aus unserer Sicht ein Standardinvestment in den deutschen Immobilienmarkt. Durch zahlreiche Kapitalerhöhungen ist die Liquidität in der Aktie weiter gestiegen, wodurch ein Investment an zusätzlicher Attraktivität gewinnt. Zudem hat sich Aktienkurs in der jüngsten Zeit konsolidiert, so dass wir für die Aktie wieder Upside-Potenzial sehen.

Frank Neumann, Bankhaus Lampe



### **Deutsche Wohnen AG**

Der Portfolio-Ausbau kommt durch Zukauf kleinerer und mittlerer Portfolien voran





Wohnen in Berliner Luft: Liegenschaft der Deutsche Wohnen in der Liliencronstraße

#### Geschäftsmodell

Die Deutsche Wohnen ist im MDAX gelistet und einer der größten gelisteten Bestandhalter für Wohnimmobilien in Deutschland. Das Portfolio umfasst ca. 48.200 Wohneinheiten (Ende Juni 2011). Diese befinden sich vor allem in der Rhein-Main-Region und in Berlin. Jüngst schaffte das Unternehmen mit dem Kauf von 1.200 Wohneinheiten den Eintritt in den Düsseldorfer Wohnungsmarkt. Die Wohnungsbewirtschaftung wird durch den Wohnungsverkauf im Rahmen von Blockverkäufen und Einzelprivatisierungen abgerundet. Bei Einzelverkäufen wird angestrebt, Wohnungen vorwiegend an Selbstnutzer zu veräußern. Im Blockverkaufsbestand werden Wohnungen erfasst, die nicht mehr der Ausrichtung der Geschäftsstrategie der Gesellschaft entsprechen und sich in Randlagen befinden. Strategisches Ziel des Unternehmens ist das Heben von Wertpotenzialen durch aktives Mietenmanagement (u.a. Mietoptimierung und Leerstandsreduzierung, Modernisierung und Sanierung).

#### Chancen und Risiken

In den vergangenen Jahren hat sich das Unternehmen in operativer wie auch finanzieller Hinsicht besser aufgestellt. So wurden die Mieten im Vermietungsbestand der Kernregionen auf 5,53 EUR/m<sup>2</sup> (annualisiert +2,0%) gesteigert und der Leerstand

auf 1,8% reduziert (-36% gegenüber dem Vorjahr). Der Deutsche Wohnen kommt bei der operativen Entwicklung die starke Nachfrage nach Wohnraum in Berlin, getrieben durch den Zuzug in diese Stadt bei gleichzeitig geringen Neubauaktivitäten, zu Hilfe. Weiteres Mietwachstum sollte in diesem und im kommenden Jahr erzielbar sein. Das Management erwartet (Likefor-like) für dieses Jahr eher 3,0%, mittelfristig sind 2,0 bis 2,5% aus Unternehmenssicht jährlich realistisch.

| Deutsche Wohnen AG                               |                        |
|--|------------------------|
| Internetadresse                                  | www.deutsche-wohnen.de |
| ISIN   | DE000A0HN5C6           |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                       | A0HN5C                 |
| Bloombergkürzel                                  | DWNI                   |
| Kurs (07.10.2011; 16:51 ETR) in EUR              | 9,99                   |
| Aktienanzahl in Mio.                             | 81,9                   |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                 | 817,7                  |
| Free Float                                       | 62,6%                  |
| NAV je Aktie (in EUR)                            | 11,94                  |
| Abschlag des Kurses zum NAV                      | 16,3%                  |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                          | 12,00                  |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                          | 8,55                   |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück) | 198.511                |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)         | -6,7%                  |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)     | 7,3%                   |
| Geschäftsjahr                                    | 31.12.                 |
| Nächster Termin                                  | Q3-Zahlen              |
| O  |                        |

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



| Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR |             |             |              |              |              |  |  |
|---------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--|--|
| nach IFRS                       | <u>2009</u> | <u>2010</u> | <u>2011e</u> | <u>2012e</u> | <u>2013e</u> |  |  |
| Umsatz                          | 306,3       | 297,8       | 298,3        | 307,0        | 325,9        |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             | -2,8%       | 0,2%         | 2,9%         | 6,2%         |  |  |
| EBIT                            | 122,9       | 180,3       | 157,7        | 162,5        | 169,5        |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             | 46,6%       | -12,5%       | 3,1%         | 4,3%         |  |  |
| - EBIT-Marge                    |             | 60,5%       | 52,9%        | 52,9%        | 52,0%        |  |  |
| Jahresüberschuss                | -13,3       | 23,8        | 42,5         | 40,8         | 42,2         |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             |             | 78,3%        | -3,8%        | 3,4%         |  |  |
| - Nettomarge                    |             | 8,0%        | 14,2%        | 13,3%        | 13,0%        |  |  |
| Ergebnis je Aktie               | -0,33       | 0,29        | 0,52         | 0,50         | 0,52         |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             |             | 78,3%        | -3,8%        | 3,4%         |  |  |
| - Kurs-Gewinn-Verhältnis        |             |             | 19,3         | 20,0         | 19,4         |  |  |
| Dividende je Aktie              | 0,00        | 0,20        | 0,20         | 0,25         | 0,25         |  |  |
| - Dividendenrendite             |             |             | 2,0%         | 2,5%         | 2,5%         |  |  |

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

Auch finanzierungsseitig ist das Unternehmen gut aufgestellt. In diesem und im kommenden Jahr werden weniger als 30 Mio. EUR an Krediten fällig (weniger als 2% des Gesamtbestandes an Krediten). Auch auf der Finanzierungsseite war das Unternehmen in der Lage, von der aktuellen Makrosituation zu profitieren, und weist einen durchschnittlichen Zins von knapp über 4,0% aus, bei einem Hedge-Ratio von 76%. Sollte das Zinsniveau auf dem aktuellen Niveau verweilen, wird 2013 durch das Auslaufen von Zinsswaps eine weitere Reduzierung des Zinssatzes auf leicht unter 4,0% möglich sein. Auch der LTV ist mit 60,7% als marktgerecht anzusehen.

Die Wachstumsstory des Unternehmens liegt in einem Ausbau des Wohnungsbestandes in den drei oben genannten Regionen oder in der Erschließung einer vierten Region. Wichtige Schritte beim Zukauf kleiner bis mittlerer Portfolien vermeldete die Gesellschaft mit dem Zukauf von 7.900 Wohneinheiten seit dem zweiten Halbjahr 2010 in den Kernregionen Berlin, Düsseldorf und Rhein-Main. Dieser Ausbau sollte zudem durch Skalierung mit geringem Kostenwachstum verbunden sein, so dass große Teile der zusätzlichen Miete als NOI stehen bleiben. Neben diesen Akquisitionen ist auch der Kauf größerer Portfolien möglich. Deutsche Wohnen ist aber anders als im vergangenen Jahr nicht darauf angewiesen, solche Portfolien zu erwerben, um Wachstum zu generieren, da auch der Zukauf kleinerer und mittlerer Portfolien an Schwung gewonnen hat.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass man sowohl beim Einkauf kleinerer und mittlerer Portfolien als auch bei einer großen Blocktransaktion nicht um eine Kapitalerhöhung herumkommen wird. Beim aktuell geringen Abschlag zum NAV scheint die Verwässerung der Altaktionäre vertretbar, aber die Kapitalmärkte sind aktuell sehr volatil, so dass Aktien unseres Erachtens nur schwer zu platzieren wären. Hier ist unseres Erachtens eine Marktberuhigung abzuwarten.

#### **Operative Entwicklung**

Die Deutsche Wohnen zeigte in der ersten Jahreshälfte des laufenden Geschäftjahres eine starke Performance, so entwickelte sich der FFO/Aktie mit 0.35 EUR (+40%) recht gut. Drei Viertel des

Wachstums wurden gespeist durch das Vermietungsgeschäft, das folgende Eckdaten aufwies: Vertragsmiete im Vermietungsbestand der Kernregionen: 5,53 EUR/m² (1 HJ 2010: 5,42 EUR/m²); Leerstand im Vermietungsbestand der Kernregionen: 1,8% (1 HJ 2010: 2,6%); Wohneinheiten im Vermietungsbestand der Kernregionen: 38.520. Zudem wurde die Zinsbelastung nach unten gefahren (39,2 Mio. EUR; 1. HJ 2010: 43,1 Mio. EUR).

#### **Operativer Ausblick**

Das Unternehmen hat zu den Halbjahreszahlen die konservative FFO-Guidance um 10% auf 0,55 EUR/Aktie erhöht (Erwartung Bankhaus Lampe: 0,56 EUR). Für das kommende Jahr stellte das Management durch den Ausbau des Portfolios einen weiteren Anstieg in Aussicht.

#### Zu erwartender Newsflow

Das Unternehmen hat eine solide Performance in der ersten Hälfte des laufenden Geschäftsjahres vorgelegt. In den kommenden Monaten sollte die Firepower des Unternehmens noch ausreichend sein, weitere kleinere Transaktionen zu tätigen, wobei ggf. eine Kapitalerhöhung erfolgen müsste, die aktuell durch den Kapitalmarkt nur schwer darzustellen ist.

#### **Fazit**

Insgesamt hat das Unternehmen seine Hausaufgaben erledigt. Bis Ende 2014 laufen nur 52,3 Mio. EUR (1,3% der Gesamtkredite) aus. Zeitgleich ist absehbar, dass die Mieten durch das geringere Angebot von Wohnungen in Berlin ansteigen. Dadurch steigen die Miet-Cashflows des Unternehmens bei beinahe konstanten Verwaltungskosten. Insgesamt sehen wir diesen Wert als interessantes Langzeitinvestment an.

Frank Neumann, Bankhaus Lampe



Auch in der Berliner Halskestraße ist Deutsche Wohnen vertreten.

otos: Deutsche W

### **DIC Asset AG**

Stabiles Geschäftsmodell zum niedrigen Aktienkurs



#### Geschäftsmodell

Die DIC Asset ist ein auf Deutschland fokussierter Bestandhalter und intern organisierter Asset Manager für Gewerbe-Immobilien (Schwerpunkt Büroobjekte mit 69%; Einzelhandel und andere 31%). Aktuell hält das Unternehmen deutschlandweit ein Immobilienportfolio von rund 2,1 Mrd. EUR (Stand: September 2011) mit etwa 290 Objekten. Die regionalen Schwerpunkte des Unternehmens liegen im Rhein-Main-Gebiet, im Südwesten sowie im Rheinland und in Bayern. Ein weiteres Drittel des Bestandes befindet sich im Norden des Landes (Fokus Hamburg, NRW und Berlin). Mit der DIC ONSITE verfügt der Konzern zudem über ein eigenes Asset- und Property-Management-Unternehmen, das in sechs Niederlassungen nah an den Investitionszentren vertreten ist. Das Immobilienportfolio der DIC Asset AG gliedert sich in die drei Segmente Core plus (ca. 43% des Portfolios), Value Added (ca. 42%) und Co-Investments (ca. 15%) mit opportunistischen Investments und dem Fondsgeschäft. Im Core-plus-Segment handelt es sich um Objekte mit lang laufenden Mietverträgen und niedrigen Leerstandsquoten. In den Teilportfolien Value added und opportunistische Co-Investments wird in Immobilien mit einem höheren Wertsteigerungspotenzial (durch Leerstandsabbau, Refurbishments und Optimierung der Mieterstruktur) investiert. An den opportunistischen Co-Investments sowie an Fonds beteiligt sich das Unternehmen mit 20% als Investor.

#### Chancen und Risiken

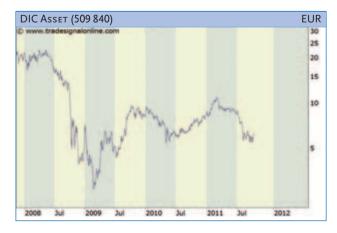
Aus unserer Sicht sprechen drei Dinge für die Aktie:

- · Mietverträge haben eine durchschnittliche Restlaufzeit von 5.6 Jahren
- Weitere Zukäufe werden den FFO weiter steigern.
- Ausbau des Fondsgeschäfts (von ca. 0,2 Mrd. EUR auf bis zu 0,5 Mrd. EUR) sowie des Co-Investment-Geschäfts bietet Wachstumspotenzial.

Damit ist unseres Erachtens, auch wenn ein wirtschaftlicher Abschwung droht, die Einnahmenseite gefestigt. Zusätzlich profitiert das Unternehmen vom geringen Zinsniveau, so sind bei 13% des Kreditvolumens die Zinsen nur kurzfristig gesichert. Finanzierungsseitig werden in den kommenden zwei Jahren nur 25% der Kredite fällig. Diese setzen sich aus mehreren kleinen und mittelgroßen Krediten zusammen und sind über unterschiedliche Kreditgeber finanziert, so dass aus unserer Sicht damit nur wenig Risiko einhergeht. Zusätzlich bietet die DIC Asset mit den beiden Projekten MainTor in Frankfurt und Opera Office in Hamburg weiteres Upside-Potenzial.



| DIC Asset AG  |                  |
|---|------------------|
| Internetadresse                                     | www.dic-asset.de |
| ISIN  | DE0005098404     |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                          | 509840           |
| Bloombergkürzel                                     | DAZ              |
| Kurs (07.10.2011; 16:50 ETR) in EUR                 | 6,15             |
| Aktienanzahl in Mio.                                | 45,7             |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                    | 281,2            |
| Free Float  | 54,0%            |
| NAV je Aktie (in EUR)                               | 15,11            |
| Abschlag des Kurses zum NAV                         | 59,3%            |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                             | 10,71            |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                             | 5,43             |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)    | 73.590           |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)            | -25,9%           |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)        | -11,7%           |
| Geschäftsjahr                                       | 31.12.           |
| Nächster Termin                                     | Q3-Zahlen        |
| Quelle: DIC Asset AG. Bankhaus Lampe KG. Bloomberg. | VWD: FactSet     |



| Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR |             |        |              |       |              |  |  |
|---------------------------------|-------------|--------|--------------|-------|--------------|--|--|
| nach IFRS                       | <u>2009</u> | 2010   | <u>2011e</u> | 2012e | <u>2013e</u> |  |  |
| Umsatz                          | 170,6       | 227,4  | 232,5        | 257,4 | 295,2        |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             | 33,3%  | 2,3%         | 10,7% | 14,7%        |  |  |
| EBIT                            | 80,3        | 74,6   | 72,3         | 89,2  | 98,6         |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             | -7,2%  | -3,0%        | 23,3% | 10,6%        |  |  |
| - EBIT-Marge                    |             | 32,8%  | 31,1%        | 34,6% | 33,4%        |  |  |
| Jahresüberschuss                | 16,2        | 16,4   | 14,0         | 19,9  | 24,8         |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             | 1,2%   | -14,4%       | 41,9% | 24,4%        |  |  |
| - Nettomarge                    |             | 7,2%   | 6,0%         | 7,7%  | 8,4%         |  |  |
| Ergebnis je Aktie               | 0,52        | 0,44   | 0,32         | 0,44  | 0,54         |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             | -14,8% | -27,9%       | 37,1% | 24,4%        |  |  |
| - Kurs-Gewinn-Verhältnis        |             |        | 19,4         | 14,1  | 11,4         |  |  |
| Dividende je Aktie              | 0,30        | 0,35   | 0,35         | 0,35  | 0,40         |  |  |
| - Dividendenrendite             |             |        | 5,7%         | 5,7%  | 6,5%         |  |  |

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

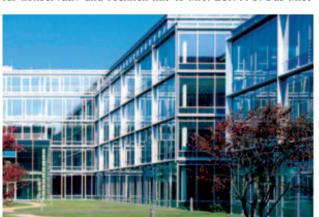
Die erste Ausbaustufe des MainTor-Projektes wurde bereits begonnen und verkauft. Bis 2015/2016 soll das Projekt mit einem Gesamtvolumen von 500 Mio. EUR in Etappen abgeschlossen sein.

#### **Operative Entwicklung**

Am 11. August 2011 gab das Unternehmen die Halbjahreszahlen bekannt. Durch den Verkauf von Immobilien gingen die Bruttomietumsätze um 10,5% auf 29,0 Mio. EUR (Q2 2010: 32,4 Mio. EUR) zurück. Ebenso reduzierten sich die Mieteinnahmen um 7,6 Mio. EUR auf 56,5 Mio. EUR. Gleichzeitig konnte das Zinsergebnis durch geringere Kreditbeträge und einen geringeren durchschnittlichen Zinssatz (4,45% vs. H1 2010 4,56%) verringert werden. Bereits in Q2/2011 ist ein positives Momentum bei Mieteinnahmen gegenüber Q1/2011 sichtbar (+5,1% gegenüber Q1 2011). Zum Halbjahr 2011 erzielte die Gesellschaft mit 20,1 Mio. EUR erneut ein hohes FFO-Ergebnis. Im Mai 2011 platzierte das Unternehmen die DIC-Anleihe am Kapitalmarkt. Zusammen mit der Kapitalerhöhung stehen der Gesellschaft damit rund 122 Mio. EUR an zusätzlichen Mitteln für Akquisitionszwecke zur Verfügung.

#### **Operativer Ausblick**

Das Unternehmen hält an seiner jüngsten FFO-Prognose von 40 bis 42 Mio. EUR zum Jahresende fest. Wir halten die Guidance für konservativ und rechnen mit 43 Mio. EUR FFO. Das Miet-



wachstum im eigenen Portfolio dürfte dabei gering ausfallen, da in diesem Jahr einige Mietausläufer zu kompensieren sein werden. Auf der Vermietungsseite sollte im Gesamtjahr ein Like-for-like-Wachstum der Mieten von 1,0% zu sehen sein und der Leerstand leicht auf 13% von aktuell 14% sinken. Das Unternehmen rechnet mit einem Verkaufsvolumen von insgesamt 80 bis 100 Mio. EUR. Weiterhin sollte mindestens eines der beiden Großprojekte (Main-Tor und Opera Office) begonnen werden, was nach dem Verkauf des ersten Bauabschnitts von MainTor Primus noch dieses Jahr erfolgt. Das Management ist zuversichtlich, den Immobilienbestand durch Akquisitionen um 200 bis 300 Mio. EUR (bereits 109 Mio. EUR in H1 erworben, dazu 78 Mio. EUR im September 2011) zu vergrößern. Damit werden in den kommenden Monaten höhere Erträge aus der Vermietung zu verzeichnen sein. Im Mittelpunkt der Zukäufe stehen bis dato risikoarme, sogenannte Core-Immobilien mit langfristig stabilen Cashflows.

#### Zu erwartender Newsflow

Nach der letzten Akquisition im März 2011 hat das Unternehmen seine Ausgangslage für weiteres Wachstum verbessert. Finanzierungsseitig stehen der Gesellschaft dank der Kapitalerhöhung sowie der Anleiheemission bis zu 200 Mio. EUR für Akquisitionen bereit. Wir erwarten kurzfristig Newsflow bezüglich des Zukaufs der Einzelimmobilien oder gemischten Portfolios. Bei den aktuellen Marktverwerfungen erscheint eine Kapitalerhöhung aktuell ausgeschlossen.

#### Fazit

Das Unternehmen hat aus unserer Sicht ein geradliniges und nachvollziehbares Geschäftsmodell. Die Höhe der zukünftigen Einnahmen und Cashflows ist stabil. Refinanzierungsseitig besteht aus unserer Sicht allerdings noch Unsicherheit. Diese sollte aber bereits in den Aktienkurs eingepreist sein. Die Aktie ist auf dem aktuellen Kursniveau ein interessanter Wert. Wir sehen das Unternehmen nach den Halbjahreszahlen auf gutem Weg, die Guidance für das Gesamtjahr zu erfüllen.

Frank Neumann, Bankhaus Lampe





### Strategie weiter geschärft

#### Geschäftsmodell

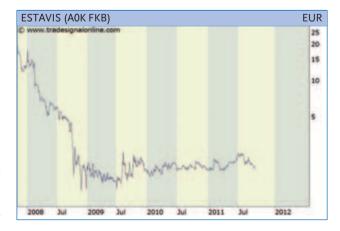
ESTAVIS ist ein Immobilienhändler und fokussiert sich auf den Erwerb, die Optimierung bzw. Modernisierung und den Verkauf von Wohnimmobilien in Deutschland, aktuell bevorzugt in Berlin. Die gesamte Wertschöpfungskette ist auf den Exit und dessen Vorbereitung ausgerichtet. Das Geschäft des ESTAVIS-Konzerns gliedert sich in die Segmente Retailhandel sowie sonstige Aktivitäten. Das Segment Retailhandel beinhaltet den Verkauf von Eigentumswohnungen an private Kapitalanleger, wobei der Fokus auf dem Kauf, der Modernisierung und dem Verkauf denkmalgeschützter Immobilien liegt. Für diese Immobilien können private Kapitalanleger besondere Steuervorteile nutzen. Die sonstigen Aktivitäten umfassen im Wesentlichen die Verwertung von Vorratsimmobilien außerhalb des Retailgeschäfts. Es werden Mieteinnahmen aus Wohnimmobilienbeständen, die zum Zwecke der zukünftigen Veräußerung gehalten werden, erzielt. Des Weiteren sind in dem Segment geringfügige gewerbliche Development-Aktivitäten enthalten. Im Mai 2011 wurde Accentro erworben, der ehemalige Wohnungsprivatisierungsbereich der Colonia Real Estate. Der Kauf geht einher mit der Strategie, die Aktivitäten in höheren Preissegmenten und im Bereich der Wohnungsprivatisierung voranzutreiben.

| Chancen/R | isiken |
|-----------|--------|
|-----------|--------|

Das veränderte Geschäftsmodell hat zu einer höheren Stabilität der operativen Performance geführt. Die Fokussierung auf Wohnimmobilien in attraktiven Standorten könnte gerade im jetzigen Marktumfeld Chancen bieten, da Investoren i.d.R. sichere Assets präferieren. Risiken für das Geschäftsmodell könnten im Wesent-

| Estavis AG                                       |                |
|--|----------------|
| Internetadresse                                  | www.estavis.de |
| ISIN   | DE000A0KFKB3   |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                       | A0KFKB         |
| Bloombergkürzel                                  | E7S            |
| Kurs (07.10.2011; 13,17 ETR) in EUR              | 1,90           |
| Aktienanzahl in Mio.                             | 14,3           |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                 | 27,2           |
| Free Float                                       | 84,0%          |
| NAV je Aktie (in EUR)                            | 4,19           |
| Abschlag des Kurses zum NAV                      | 54,6%          |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                          | 2,50           |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                          | 1,73           |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück) | 50.664         |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)         | 2,8%           |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)     | -0,1%          |
| Geschäftsjahr                                    | 30.6.          |
| Nächster Termin                                  | FY-Zahlen      |

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



| Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR |         |         |          |          |          |  |  |
|---------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|--|--|
| nach IFRS                       | 2008/09 | 2009/10 | 2010/11e | 2011/12e | 2012/13e |  |  |
| Umsatz                          | 70,7    | 71,3    | 53,0     | 69,0     | 79,0     |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |         | 0,9%    | -25,7%   | 30,2%    | 14,5%    |  |  |
| EBIT                            | -23,4   | 4,7     | 4,9      | 6,7      | 7,4      |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |         |         | 2,9%     | 37,2%    | 10,2%    |  |  |
| - EBIT-Marge                    |         | 6,6%    | 9,2%     | 9,7%     | 9,3%     |  |  |
| Jahresüberschuss                | -46,2   | 1,1     | 0,7      | 2,0      | 2,7      |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |         |         | -33,6%   | 183,3%   | 35,0%    |  |  |
| - Nettomarge                    |         | 1,5%    | 1,3%     | 2,9%     | 3,4%     |  |  |
| Ergebnis je Aktie               | -4,67   | 0,13    | 0,07     | 0,14     | 0,19     |  |  |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |         |         | -46,2%   | 100,0%   | 35,7%    |  |  |
| - Kurs-Gewinn-Verhältnis        |         |         | 27,1     | 13,6     | 10,0     |  |  |
| Dividende je Aktie              | 0,00    | 0,00    | 0,00     | 0,00     | 0,00     |  |  |
| - Dividendenrendite             |         |         | 0,0%     | 0,0%     | 0,0%     |  |  |

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

lichen aus Finanzierungsengpässen auf der FK-Seite entstehen, wodurch das Wachstum des Unternehmens begrenzt würde. Die Eigenkapitalquote konnte durch eine Kapitalerhöhung von 33,6% zum 30. Juni 2010 auf 41,5% zum Bilanzstichtag Ende Juni 2011 erhöht werden, was die ESTAVIS solider aufstellt und die Realisierung bestehender Projekte und weitere Akquisitionen ermöglicht.

#### **Operative Entwicklung**

ESTAVIS hat am 23.9.2011 die Zahlen für das Geschäftsjahr 2010/11 vorgelegt. Wie bereits im vorigen Geschäftsjahr konnte ein deutlich positives EBIT und Konzernergebnis ausgewiesen werden, nachdem in den Geschäftsjahren 07/08 und 08/09 unter dem alten Management deutliche Verluste ausgewiesen wurden. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) verbesserte sich im Geschäftsjahr 2010/2011 um 3% auf 4,9 Mio. EUR (Vorjahr: 4,7 Mio. EUR); das Ergebnis vor Steuern lag bei 0,7 Mio. EUR (Vorjahr: 1,3 Mio. EUR). Der Konzerngewinn belief sich auf 0,7 Mio. EUR (Vorjahr: 1,1 Mio. EUR). Verglichen mit dem Konzernergebnis aus fortgeführten Aktivitäten des Vorjahres ergibt sich ein Anstieg von 0,6 Mio. EUR auf 0,7 Mio. EUR. Der Konzernumsatz belief sich im Geschäftsjahr 2010/11 auf 53,0 Mio. EUR (Vorjahr: 71,3 Mio. EUR). Der Rückgang ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass ein Großprojekt, für das im Berichtsjahr bereits umfangreiche Vorleistungen erbracht worden sind, erst im Geschäftsjahr 2011/12 umsatzwirksam wird.

#### **Operativer Ausblick**

Für das Geschäftsjahr 2011/12 strebt der Vorstand einen weiteren Ausbau des Bestandes an privatisierungsfähigen Immobilien an. Zudem werden neben der planmäßigen Entwicklung und Umsetzung der laufenden großen Denkmalprojekte "Kodak-Glanzfilmfabrik" und "Kastaniengärten" neue Möglichkeiten für Akquisitionen geprüft, um weitere Sanierungs- und Denkmalprojekte im höheren Preissegment zu realisieren. Der Vorstand geht davon aus, dass im Geschäftsjahr 2011/12 sowohl beim Umsatz als auch beim Konzernergebnis ein Zuwachs im Vergleich zum abgelaufenen Geschäftsjahr erzielt werden kann. Auch für das Geschäftsjahr 2012/13 werden steigende Umsätze und Gewinne in Aussicht gestellt. Die Finanzlage des Konzerns soll zudem durch Umfinanzierungen und Prolongationen sowie durch die Optimierung von Projektfinanzierungen weiter verbessert werden.

#### Zu erwartender Newsflow

Wir erwarten noch 2011 Newsflow zur Realisierung geplanter Zukäufe und zur Entwicklung im Bereich Endkundenfinanzierung. Die Pipeline ist laut Vorstand gut gefüllt.

#### **Fazit**

ESTAVIS hat eine nachhaltige Fortentwicklung des Geschäftsmodells erreicht und ist mittlerweile sehr viel stabiler aufgestellt als vor dem Strategiewechsel. Die Fokussierung auf höhere Preissegmente sollte die positive Margenentwicklung stützen. Haupthemmnis für die Aktie ist die geringe Marktkapitalisierung, wodurch ESTAVIS nicht im Blickfeld aller Investoren ist. ■ Sebastian Hein, Bankhaus Lampe



Zum Portfolio der ESTAVIS in Berlin gehören Projekte in der Belziger Straße (oben) und in der Landsberger Allee (Patzenhofer Brauerei)





### Fair Value REIT-AG

### Verlässliches Geschäftsmodell

#### Geschäftsmodell

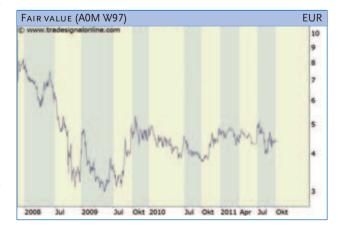
Die Fair Value REIT-AG ist auf den Einkauf und die Bewirtschaftung von Gewerbeimmobilien in Deutschland spezialisiert. Die Gesellschaft legt die Schwerpunkte ihrer Investitionstätigkeit auf Büro- und Einzelhandelsimmobilien in attraktiven Lagen, bevorzugt in mittelgroßen Städten und Regionalzentren. Es wird sowohl direkt in Immobilien als auch indirekt über den Erwerb von Beteiligungen an Immobilienpersonengesellschaften investiert. Die Investitionen können sowohl im Wege der Sacheinlage als auch gegen Kaufpreiszahlung in Geld erfolgen. Die direkten Investments (Portfolio aus 32 Gewerbeimmobilien) werden im Geschäftsbereich "Direktinvestitionen" ausgewiesen, die sechs mehrheitlichen Beteiligungen an Immobiliengesellschaften im Geschäftsbereich "Tochterunternehmen". Darüber hinaus werden Minderheitsbeteiligungen (20 bis 50% Anteilsbesitz) an Immobiliengesellschaften "at equity" bilanziert. Die vermietbare Fläche liegt bei rund  $432.000~\mathrm{m^2}$  und der Marktwert des Gesamtportfolios beträgt 495 Mio. EUR, wobei der Anteil der Fair Value bei 224 Mio. EUR liegt. Größter Einzelmieter ist die Sparkasse Südholstein mit einem Anteil von 15,6%. Weitere große Mieter sind die Metro Group und der Edeka-Konzern mit jeweils gut 10% Anteil an den Mieten. Die Bereiche Rechnungswesen und Property Management sind an die IC Immobilien Gruppe ausgelagert.

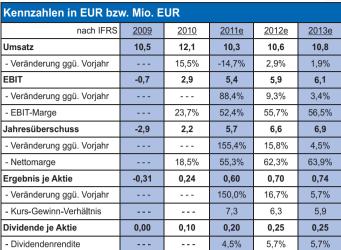
#### Chancen und Risiken

Das Portfolio der Fair Value REIT-AG zeichnet sich durch eine hohe Stabilität der Mieterträge und einen hohen Diversifikationsgrad aus. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge liegt bei 5,8 Jahren (27% der Mietverträge laufen bis 2019

| Fair Value REIT-AG                               |               |  |  |  |
|--|---------------|--|--|--|
| Internetadresse                                  | www.fvreit.de |  |  |  |
| ISIN   | DE000A0MW975  |  |  |  |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                       | A0MW97        |  |  |  |
| Bloombergkürzel                                  | FVI           |  |  |  |
| Kurs (07.10.2011; 14:43 ETR) in EUR              | 4,40          |  |  |  |
| Aktienanzahl in Mio.                             | 9,4           |  |  |  |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                 | 41,4          |  |  |  |
| Free Float                                       | 41,4%         |  |  |  |
| NAV je Aktie (in EUR)                            | 9,11          |  |  |  |
| Abschlag des Kurses zum NAV                      | 51,7%         |  |  |  |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                          | 5,09          |  |  |  |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                          | 3,77          |  |  |  |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück) | 4.469         |  |  |  |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)         | -8,3%         |  |  |  |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)     | 15,5%         |  |  |  |
| Geschäftsjahr                                    | 31.12.        |  |  |  |
| Nächster Termin                                  | Q3-Zahlen     |  |  |  |

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





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

und länger) bei einem Vermietungsstand von 93,1%. Unter Einbeziehung der im Juli übergebenen Mietflächen liegt der Vermietungsstand bei 94,0%. Das Portfolio erzielt eine Mietrendite vor Kosten von 8,1%. Insgesamt ist eine hohe Planbarkeit der Mieterträge gegeben. Durch die breite Branchendiversifikation verbunden mit der regionalen Streuung und dem Schwerpunkt auf Regionalstandorten (mit geringerer Volatilität der Immobilienmärkte) ist das Risiko zudem begrenzt. 2013 stehen knapp 21% der Mietverträge zur Verlängerung an, so dass sich hier Risiken kumulieren. Die Finanzverbindlichkeiten des Konzerns haben eine Restlaufzeit von 3 Jahren bei einem gewogenen Zinssatz von 4.5%. 74% der Verbindlichkeiten sind langfristig (> 1 Jahr) fällig, 33% der Verbindlichkeiten sind über 2015 hinaus befristet, so dass sich ein insgesamt günstiges Risikoprofil ergibt. Aus den Refinanzierungen ergeben sich bei dem aktuell niedrigen Marktzinsniveau Einsparungspotenziale für die Gesellschaft. Außerdem plant Fair Value Kosteneinsparungen bei den Dienstleistungsvergütungen in den Beteiligungsgesellschaften. Hauptrisiko für die Fair Value ist eine anhaltende Wachstumsverlangsamung. Deutliches Wachstum ist nur mittels Kapitalerhöhungen möglich, die aber bei dem aktuell hohen Abschlag auf den NAV (etwa 50%) nicht auf der kurzfristigen Agenda stehen.

#### **Operative Entwicklung**

Die Fair Value REIT-AG hat im ersten Halbjahr einen Konzernüberschuss von rund 3,2 Mio. EUR erzielt und damit den Vorjahreswert von rund 2,3 Mio. EUR um 0,9 Mio. EUR bzw. 38% übertroffen. Der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr resultierte im Wesentlichen aus der ergebniswirksamen Erhöhung der Marktwerte von Zinssicherungsgeschäften in den Assoziierten Unternehmen. Das um diese Marktwertänderungen bereinigte Konzernergebnis (EPRA-Ergebnis) belief sich auf rund 2,9 Mio. EUR und lag damit um 9% über dem Vorjahreswert von rund 2,6 Mio. EUR. Das Betriebsergebnis (EBIT) lag mit rund 2,9 Mio. EUR erwartungsgemäß und überwiegend aufgrund von nachvermietungsbedingten Aufwendungen um 13% unter dem Vorjahreswert von rund 3,4 Mio. EUR. Demgegenüber haben sich die Ergebnisse aus den Assoziierten Unternehmen deutlich um 1,0 Mio. EUR auf 3,1 Mio. EUR erhöht. Der Anstieg resultierte zu 20% aus reduzierten Zinsaufwendungen und zu 80% aus einer



Sichere Bank – Bankgebäude in Neumünster aus dem Portfolio der Fair Value REIT-AG

Verbesserung der in der Gewinn- und Verlustrechnung zu erfassenden Bewertung von Zinssicherungsgeschäften.

#### **Operativer Ausblick**

Die Fair Value hat zuletzt ihr Investmentprofil geschärft. Sie wird künftig den Schwerpunkt des Bestands auf die Hauptnutzungen Büro und Einzelhandel legen und den Anteil von Direktinvestitionen und Mehrheitsbeteiligungen am Gesamtportfolio ausbauen. Regional soll die Präsenz im Raum Bayern/

Baden-Württemberg ausgebaut werden. Der Vorstand bestätigte die zuletzt bei der Vorlage der Q1-Zahlen angehobene Prognose für das bereinigte Konzernergebnis im Gesamtjahr 2011 von 5,0 Mio. EUR (0,54 EUR je Aktie). Für 2012 wurde ein bereinigtes Konzernergebnis von 5,7 Mio. EUR (0,61 EUR) bestätigt. Grund für die Prognoseanhebung sind verbesserte Finanzierungsbedingungen in einem assoziierten Unternehmen, ("at-equity"-Beitrag von etwa 0,6 Mio. EUR). Grundsätzliche operative Ziele sind eine Einkaufsrendite von 7% bis 8%, ein Vermietungsstand von 95% und eine EK-Quote von mindestens 50%.

#### Zu erwartender Newsflow

Der Vorstand hat angekündigt, Opportunitäten für die Veräußerung von Objekten wahrnehmen zu wollen. Zudem ist mittelfristig eine Kapitalerhöhung denkbar.

#### **Fazit**

Das Unternehmen zeichnet sich durch Transparenz und ein klares Geschäftsmodell aus. Gleichzeitig fehlt aktuell die kritische Größe am Kapitalmarkt, um die Wachstumsziele in die Tat umsetzen zu können.

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe



Shoppen in attraktiver Atmosphäre – Einkaufszentrum in Rostock



#### Geschäftsmodell

Die GSW Immobilien ist ein Bestandshalter für Berliner Wohnimmobilien mit einem Portfolio von rund 48.000 Einheiten und einem Wert von 2,7 Mrd. EUR. Die Wohnungen liegen im unteren bis mittleren Marktsegment. Die Erstnotierung der Aktie erfolgte am 15. April 2011. Mittlerweile notiert das Unternehmen im MDAX. Insgesamt verwaltet GSW (einschließlich der Bestände für Dritte) rund 66.000 Wohn- und Gewerbeeinheiten. Abgerundet wird die Bestandshaltung durch selektive Verkäufe aus dem eigenen Immobilienbestand. Das Portfolio befindet sich ausschließlich in Berlin, dadurch ist das Unternehmen der einzige gelistete reine Wohnimmobilienplayer mit einem ausschließlichen Berliner Portfolio.

#### Chancen und Risiken

GSW Immobilien profitiert aktuell davon, dass die Bestände ausschließlich in Berlin liegen. In diesem Markt gibt es aktuell starken Zuzug von Menschen, bei gleichzeitig geringen Neubautätigkeiten. Das Like-for-like-Mietwachstum sollte langsam aber stetig vorangehen. Um im Immobilienbestand langfristig gute Cashflows zu realisieren, investiert das Unternehmen 13 bis 14 EUR/m² pro Jahr in Capex und Maintenance für den eigenen Bestand. Zusätzlich werden pro Jahr 350 Einheiten saniert, wodurch weitere 4 bis 5 Mio. EUR Capex nötig werden. Der eigentliche Wachstumstreiber liegt unseres Erachtens im Ausbau des Bestandsportfolios. Mit einer größeren Anzahl von Immobilien würden die Miet-Cashflows steigen, die Verwaltungskosten dagegen beinahe stabil bleiben. Mit der aktuellen Verwaltungsplattform traut sich das Unternehmen zu, bis zu 70.000 Wohneinheiten zu verwalten. Damit hat ein Bestandsausbau vor allem Skaleneffekte auf der Kostenseite. Die GSW hat aktuell eine Firepower von 300 bis 400 Mio. EUR (115 Mio. EUR durch beim IPO eingeworbene Eigenmittel; 20 Mio. EUR vorhandenes Cash sowie entsprechende Kreditfinanzierungen). Dies sollte ausreichen, um die eigenen Bestände zwischen 10% und 15% auszubauen. Jüngst gab das Unternehmen bekannt, sich in exklusiven Verhandlungen mit dem Unternehmen Gagfah zu befinden, um 4.800 Wohneinheiten mit einem Wert von 330 Mio. EUR zu erwerben. Wird diese Transaktion ver-

| GSW Immobilien AG                                |              |
|--|--------------|
| Internetadresse                                  | www.gsw.de   |
| ISIN   | DE000GSW1111 |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                       | GSW111       |
| Bloombergkürzel                                  | GIB          |
| Kurs (07.10.2011; 16:52 ETR) in EUR              | 21,29        |
| Aktienanzahl in Mio.                             | 41,1         |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                 | 874,0        |
| Free Float                                       | 45,2%        |
| NAV je Aktie (in EUR)                            | 27,67        |
| Abschlag des Kurses zum NAV                      | 23,1%        |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                          |              |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                          |              |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück) | 89.753       |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)         |              |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)     |              |
| Geschäftsjahr                                    | 31.12.       |
| Nächster Termin                                  | Q3-Zahlen    |

Quelle: GSW Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD; FactSet



| Kennzahlen in EUR bz       | w. Mio. E | UR     |              |        |              |
|----------------------------|-----------|--------|--------------|--------|--------------|
| nach IFRS                  | 2009      | 2010   | <u>2011e</u> | 2012e  | <u>2013e</u> |
| Umsatz                     | 196,7     | 193,1  | 196,9        | 216,8  | 221,1        |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |           | -1,9%  | 2,0%         | 10,1%  | 2,0%         |
| EBIT                       | 229,0     | 101,5  | 133,4        | 123,5  | 125,8        |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |           | -55,7% | 31,4%        | -7,4%  | 1,9%         |
| - EBIT-Marge               |           | 52,6%  | 67,8%        | 57,0%  | 56,9%        |
| Jahresüberschuss           | 172,1     | 49,3   | 64,2         | 37,5   | 39,8         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |           | -71,4% | 30,4%        | -41,7% | 6,2%         |
| - Nettomarge               |           | 25,5%  | 32,6%        | 17,3%  | 18,0%        |
| Ergebnis je Aktie          | 4,92      | 1,41   | 1,56         | 0,91   | 0,97         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |           | -71,3% | 10,6%        | -41,7% | 6,6%         |
| - Kurs-Gewinn-Verhältnis   |           |        | 13,6         | 23,4   | 21,9         |
| Dividende je Aktie         | n.a.      | n.a.   | 0,90         | 0,95   | 1,00         |
| - Dividendenrendite        |           |        | 4,2%         | 4,5%   | 4,7%         |

Quelle: GSW Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD; FactSet

wirklicht, vergrößert die GSW ihr Portfolio um knapp 10% und hat die selbst gesteckten Wachstumsziele für die kommenden zwei Jahre bereits erfüllt. Unseres Erachtens steigt zwar, nach einer möglichen erfolgreicher Beendigung dieser Transaktion, die Wahrscheinlichkeit einer Kapitalerhöhung, wobei jedoch drei Punkte aktuell dagegen sprechen:

- Share overhang der Altaktionäre sollte belastend wirken und muss im Vorfeld abgebaut werden.
- Abschlag zum NAV (ca. 20%) ist aktuell recht hoch, so dass Altaktionäre sich verwässern lassen würden.
- · Kapitalmarktumfeld ist aktuell nervös, wodurch eine Kapitalmaßnahme erschwert wird. Um eine Kapitalerhöhung zu umgehen, sehen wir auch die Nutzung alternativer Finanzierungsinstrumente, wie beispielsweise eine Sachkapitalerhöhung, einen Aktientausch (zwischen GSW und einer zu übernehmenden Gesellschaft) oder eine Wandelanleihe als realistisch an. Aktuell hat das Unternehmen hierbei noch keinen akuten Handlungsbedarf bzw. detaillierte Planungen. Auf der Kostenseite gibt es aus unserer Seite kaum noch Optimierungsmöglichkeiten, so dass die Steigerung der Erträge nur anhand steigender Miet-Cashflows möglich ist.

Auf der Finanzierungsseite ist das Unternehmen zwar stabil und muss nur 4,5% der Kredite in den kommenden fünf Jahren refinanzieren. Zeitgleich ist das Upside-Potenzial beim Zinssatz nicht gegeben. Der Cash-relevante Zins sollte bereits 2012 von 3,7% auf 4,0% ansteigen. Als größtes Risiko bei der Gesellschaft sehen wir den zu teuren Zukauf von Beständen. Hier muss GSW darauf achten, zu vernünftigen Preisen zu wachsen.

#### **Operative Entwicklung**

Das erste Halbjahr hat sich stabil entwickelt. Das Ergebnis aus der Vermietung und Verpachtung liegt auf dem Niveau des ers-

ten Halbjahres 2010 (70,9 Mio. EUR). Der FFO I entspricht mit 29,0 Mio. EUR (38,6 Mio. EUR) der vom Unternehmen ausgegebenen Guidance. EPRA NAV liegt bei 1.135,8 Mio. EUR (H1 2010: 991,4 Mio. EUR; Erhöhung durch IPO), was je Aktie 27,67 EUR entspricht. Die Leerstandsquote der Wohnungen lag im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres bei 3,8% (H1 2010: 3,9%) und einer durchschnittlichen Quadratmetermiete von 4,94 EUR/m<sup>2</sup> (+ 1,2% YOY). Im Rahmen ihrer Privatisierungsstrategie veräußerte die Gesellschaft insgesamt 298 Einheiten vorwiegend an Eigennutzer und Kapitalanleger. Das Unternehmen hat aktuell eine Privatisierungspipeline von 3.600 Einheiten. Das operative Ergebnis wurde zudem von einigen Einmalaufwendungen beeinflusst, wie dem Verkauf des Kabelgeschäfts (+25,4 Mio. EUR) und den Kosten für das IPO (-6,7 Mio. EUR).

#### **Operativer Ausblick**

Die GSW Immobilien AG erwartet für das Gesamtjahr 2011 einen FFO I zwischen 54 und 59 Mio. EUR, was nach den Halbjahreszahlen realistisch erscheint. Für das gesamte Geschäftsjahr 2011 plant das Unternehmen weiterhin Instandhaltungs- und Modernisierungskosten von mehr als 13 EUR/m<sup>2</sup>. Die für das Jahr 2011 geplanten Investitionen wurden im ersten Halbjahr vorbereitet. In den Stadtbezirken Lichtenberg und Treptow-Köpenick wurden konkrete Modernisierungsprojekte identifiziert, welche sich derzeit in der Planungsphase befinden und 2012 realisiert werden sollen. Wie oben beschrieben, prüft man aktuell den Zukauf eines Teils des Portfolios der Gagfah. Sollte der Nutzen-Lastenübergang noch in diesem Jahr erfolgen, wird die GSW im kommenden Jahr einen massiven Anstieg der Mieteinnahmen darstellen können.



GSW-Objekt in Berlin-Treptow

Das Unternehmen hat seine vor einem Jahr noch problematische Finanzierungsstruktur verbessert. Auch kostenseitig hat sich das Unternehmen gut aufgestellt. Jetzt stehen die Zeichen auf Wachstum. Unserer Ansicht nach ist das Unternehmen ein solides Investment.

Frank Neumann, Bankhaus Lampe KG





#### Beeindruckender Track Record

#### Geschäftsmodell

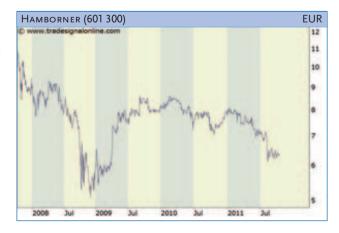
Die Hamborner REIT AG ist seit dem Strategiewechsel 2007 als langfristig orientierter Bestandshalter ausschließlich im Gewerbeimmobilienbereich tätig. Das Immobilienportfolio umfasst aktuell 69 Objekte mit einem Marktwert von rund 487 Mio. EUR an 51 Standorten in Deutschland. Den Schwerpunkt des Bestandes bilden Einzelhandelsflächen in zentralen Innenstadtlagen deutscher Großstädte und Mittelzentren. Darüber hinaus umfasst der Immobilienbestand hoch frequentierte Fachmärkte und profitable Bürohäuser sowie Praxisflächen. Wohnungen und Stellplätze. Seit dem 18.02.2010 ist die Gesellschaft ein eingetragener REIT. 73% der Anteile befinden sich im Free Float. Im März 2011 gelang die Aufnahme der Aktie in den SDAX. Hamborner kauft Immobilien in Einzeltransaktionen oder Portfolien (Volumen zwischen 50 und 200 Mio. EUR), wobei Einzelhandelsimmobilien an Standorten mit mehr als 60.000 Einwohnern liegen sollten, für Bürogebäude gilt die Grenze von 100.000 Einwohnern. Als ideal sieht der Vorstand eine Ankaufsgröße von 10 bis 30 Mio. EUR bzw. bis zu 10% des gesamten Bestandsvolumens. Hamborner zeichnet sich durch eine schlanke und transparente Struktur aus. So gibt es keine Beteiligungs- oder Objektgesellschaften.

#### Chancen/Risiken

Die Finanzausstattung der Gesellschaft ist gut. Hierfür spricht sowohl die hohe bilanzielle EK-Quote von 51% als auch die REIT EK-Quote von 61%, so dass aktuell keine Refinanzierungsnotwendigkeit besteht. Mit der aktuellen Kapitalausstattung könnte das Portfolio auf etwa knapp 600 Mio. EUR ausgebaut werden. Berücksichtigt man eine Kapitalerhöhung im Umfang des genehmigten Kapitals, wären bei aktuellen Gegebenheiten etwa 900 Mio. EUR möglich. Für weitere Wachstumsschritte wäre weiteres EK notwendig, so dass die mittelfristigen Risiken vor allem in einem schwachen Kapitalmarktumfeld liegen. Das Portfolio der Hamborner zeichnet sich durch niedrigen Leerstand (1,8%) und eine bonitätsstarke Mieterstruktur aus. Die größten Mieter sind im Einzelhandelssektor (Kaufland 14,9% Anteil an den Mieten, Edeka 9,1%) zu finden. 71% der Mietver-

| www.hamborner.de |
|------------------|
| DE0006013006     |
| 601300           |
| HAB              |
| 6,33             |
| 34,1             |
| 216,0            |
| 89,4%            |
| 8,51             |
| 25,6%            |
| 8,10             |
| 6,11             |
| 31.251           |
| -18,9%           |
| -14,3%           |
| 31.12.           |
| Q3-Zahlen        |
|                  |

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



| Kennzahlen in EUR bz       | w. Mio. E | UR    |              |       |              |
|----------------------------|-----------|-------|--------------|-------|--------------|
| nach IFRS                  | 2009      | 2010  | <u>2011e</u> | 2012e | <u>2013e</u> |
| Umsatz                     | 22,5      | 25,0  | 31,6         | 37,1  | 40,8         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |           | 11,5% | 26,3%        | 17,4% | 10,0%        |
| EBIT                       | 10,9      | 14,6  | 13,5         | 17,1  | 19,4         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |           | 33,9% | -7,4%        | 26,7% | 13,5%        |
| - EBIT-Marge               |           | 58,2% | 42,7%        | 46,1% | 47,5%        |
| Jahresüberschuss           | 5,1       | 5,5   | 5,9          | 7,4   | 7,9          |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |           | 8,2%  | 7,5%         | 25,4% | 6,8%         |
| - Nettomarge               |           | 21,9% | 18,7%        | 19,9% | 19,4%        |
| Ergebnis je Aktie          | 0,22      | 0,22  | 0,17         | 0,22  | 0,23         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |           | 0,0%  | -22,7%       | 29,4% | 4,5%         |
| - Kurs-Gewinn-Verhältnis   |           |       | 37,2         | 28,8  | 27,5         |
| Dividende je Aktie         | 0,37      | 0,37  | 0,40         | 0,44  | 0,48         |
| - Dividendenrendite        |           |       | 6,3%         | 7,0%  | 7,6%         |

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

träge laufen 2015 oder später aus. Durch die Fokussierung auf Städte abseits der Metropolen sind die Volatilitäten in der Wertentwicklung des Portfolios und in den Cashflows aus den Mietverträgen gering.

realisiert werden. Es handelt es sich um ein Green Building in der Parkstadt Schwabing (NuOffice) mit einem Investitions-

**Operative Entwicklung** Zuletzt konnte der Erwerb einer Büroimmobilie in München

volumen von rund 40 Mio. EUR. Die Fertigstellung ist für O3/2012 geplant und Hamborner rechnet mit einer Bruttoanfangsrendite von annähernd 6%. Zum Halbjahr konnten die Miet- und Pachterlöse um rund 26% auf insgesamt 15 Mio. EUR zulegen. Der Anstieg resultiert im Wesentlichen aus den getätigten Neuinvestitionen. Die Leerstandsquote beträgt weiterhin niedrige 1,8%, nach Mietgarantien liegt sie bei 1,3%. HAMBORNER hat im ersten Halbjahr ein Betriebsergebnis in Höhe von rd. 6,6 Mio. EUR (Vorjahr: 5,6 Mio. EUR) erwirtschaftet und ein Periodenergebnis von 3,2 Mio. EUR (Vorjahr: 0,1 Mio. EUR). Das Vorjahresergebnis war dabei durch die Exit-Tax-Zahlung im Zusammenhang mit der im letzten Jahr erfolgten REIT-Umwandlung belastet. Nachdem im ersten Quartal 2011 bereits vier Objekte in Brunnthal, Bad Homburg, Regensburg und Leipzig in das Portfolio übernommen werden konnten, war es der Gesellschaft auch im zweiten Quartal möglich, weitere Objekte zu akquirieren. So wurden Verträge für Highstreet-Objekte in Langenfeld, Offenburg und Erlangen sowie einen

Baumarkt in Aachen und ein Edeka-Center in Freiburg unterzeichnet. Das Investitionsvolumen dieser Objekte beträgt 122,6 Mio. EUR. Der Besitzübergang für die Objekte erfolgt mit Ausnahme der Immobilie in Aachen noch 2011.

#### **Operativer Ausblick**

Für 2011 erwartet die Gesellschaft gegenüber dem Geschäftsjahr 2010 einen Anstieg der Mieterlöse in Höhe von ca. 25% und eine niedrige Leerstandsquote. Außerdem wird eine Erhöhung des FFO um 30% erwartet. Hamborner stellt zudem einen Portfoliowert von rund 500 Mio. EUR in Aussicht.

#### Zu erwartender Newsflow

Wir erwarten weitere Zukäufe seitens der Gesellschaft, was die Aktie treiben sollte. Nach dem Erwerb des NuOffice befindet sich der Kauf eines Obiekts in Berlin in der Vorbereitung. Immobilien mit einem Einzelwert von unter 5 Mio. EUR sollen veräußert werden.

Die Gesellschaft hat in den vergangenen Jahren einen überzeugenden Track Record aufgebaut und punktet mit einem diversifizierten Portfolio und einer schlanken Organisationsstruktur. Gerade im derzeitigen unsicheren Marktumfeld sind dies unseres Erachtens klare Argumente für die Aktie.

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe





#### Geschäftsmodell

IFM Immobilien investiert in Büro- und innerstädtische Einzelhandelsflächen in guten Lagen (Rhein-Neckar, das Rhein-Main-Gebiet sowie die Berliner City-Lagen). Das Geschäftsmodell umfasst den Kauf veralteter oder im Markt falsch positionierter Objekte, deren Revitalisierung (bestehend aus Redevelopment, Restrukturierung und Neupositionierung), die Positionierung der Objekte im Premium-Segment und den nach einer gewissen Haltedauer von ca. vier Jahren erfolgenden Verkauf des Objekts. Durch die Investments erwartet man eine Eigenkapitalrendite vor Steuern zwischen 15 und 25% pro Jahr, abhängig vom Risikoprofil des Projekts.

#### Chancen und Risiken

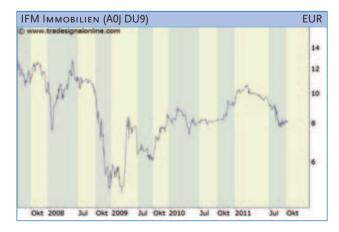
Das Unternehmen konzentriert sich auf eine überschaubare Zahl an Assets (aktuell acht Objekte/Projekte) in der Größe zwischen 10 Mio. und 100 Mio. EUR. Den Erfolg des Geschäftsmodells konnte das Management zeigen, indem 2009 die fertig entwickelten Projekte "Westend first" und "Ulmenstraße 22" verkauft werden konnten.

IFM hat bereits die meisten der Projekte abgeschlossen. Damit steigt aber auch die Basis der Vermietungserlöse. Die Mietschwergewichte sind die Bürogebäude "Romeo & Julia" in Frankfurt und "Maxxon" in Eschborn-Süd oder die Zeilgalerie in Frankfurt. Aktuell beträgt der Leerstand (ohne die Developments "Kureck" und "Zimmerstraße") 18,4%, dieser sollte in den kommenden Monaten weiter sinken, was die Gewinnsituation des Unternehmens weiter verbessert.

Falls das Unternehmen nicht als Bestandshalter von Gewerbeimmobilien wahrgenommen werden möchte, ist es gezwungen, weitere Investitionen in neue Projekte zu tätigen. Diese sind unseres Erachtens aktuell nur zu finanzieren, wenn es dem Management gelingt, ein fertiges Projekt am Markt zu platzieren und zu verkaufen. Es ist wahrscheinlich, dass dies das Objekt "Romeo & Julia"oder den "GutenbergPark" betrifft. Damit wird es dem Unternehmen möglich sein, die bis dahin gezeigten Wertzuwächse zu bestätigen sowie stille Reserven zu heben.

| IFM Immobilien AG   |              |  |  |  |
|---|--------------|--|--|--|
| Internetadresse   | www.ifm.ag   |  |  |  |
| ISIN  | DE000A0JDU97 |  |  |  |
| Wertpapierkennnummer (WKN)  | A0JDU9       |  |  |  |
| Bloombergkürzel   | IFM          |  |  |  |
| Kurs (07.10.2011; 16:01 ETR) in EUR                                   | 8,10         |  |  |  |
| Aktienanzahl in Mio.  | 9,4          |  |  |  |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                                      | 75,7         |  |  |  |
| Free Float  | 40,8%        |  |  |  |
| NAV je Aktie (in EUR)   | 13,64        |  |  |  |
| Abschlag des Kurses zum NAV   | 40,6%        |  |  |  |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)   | 10,57        |  |  |  |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)   | 7,80         |  |  |  |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)                      | 3.757        |  |  |  |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)                              | -12,8%       |  |  |  |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)                          | -1,1%        |  |  |  |
| Geschäftsjahr   | 31.12.       |  |  |  |
| Nächster Termin   | Q3-Zahlen    |  |  |  |
| Quelle: IEM Immobilien AG, Bankhaus Lamne KG, Bloomherg, VWD: FactSet |              |  |  |  |

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



| Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR |      |        |              |        |              |
|---------------------------------|------|--------|--------------|--------|--------------|
| nach IFRS                       | 2009 | 2010   | <u>2011e</u> | 2012e  | <u>2013e</u> |
| Umsatz                          | 19,5 | 18,2   | 17,5         | 18,3   | 21,3         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |      | -6,7%  | -3,8%        | 4,6%   | 16,4%        |
| EBIT                            | 14,2 | 17,4   | 19,5         | 14,8   | 17,4         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |      | 22,2%  | 12,2%        | -24,1% | 17,6%        |
| - EBIT-Marge                    |      | 95,5%  | 111,4%       | 80,9%  | 81,7%        |
| Jahresüberschuss                | 1,8  | 5,3    | 8,7          | 3,3    | 4,3          |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |      | 194,4% | 64,2%        | -62,1% | 30,3%        |
| - Nettomarge                    |      | 29,1%  | 49,7%        | 18,0%  | 20,2%        |
| Ergebnis je Aktie               | 0,19 | 0,57   | 0,93         | 0,35   | 0,46         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |      | 194,4% | 64,1%        | -62,4% | 31,4%        |
| - Kurs-Gewinn-Verhältnis        |      |        | 8,7          | 23,1   | 17,6         |
| Dividende je Aktie              | 0,00 | 0,00   | 0,00         | 0,00   | 0,00         |
| - Dividendenrendite             |      |        | 0,0%         | 0,0%   | 0,0%         |

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

Weiteres Entwicklungspotenzial bietet die Gesellschaft in der Projektentwicklung in "Kureck" in Wiesbaden, wo man kurzfristig die Zuteilung des Baurechts erwartet. Aber auch die Projektentwicklung "Zimmerstraße" in Berlin und die Revitalisierung der Frankfurter Zeilgalerie bieten Potenzial.

Das Unternehmen hat zum Halbjahr 2011 Verbindlichkeiten in Höhe von 199,9 Mio. EUR gegenüber Kreditinstituten. Ein Großteil dieser Kredite wird in ein bis zwei Jahren fällig. Bei einem aktuellen Loan-to-Value von ca. 61% sollte die Finanzierung unseres Erachtens möglich sein. Aktuell werden Kredite für vier Liegenschaften verhandelt: "Zimmerstraße", "Kureck", "Romeo & Julia" sowie "GutenbergPark".

#### **Operative Entwicklung**

Am 18. August gab das Unternehmen die Halbjahreszahlen bekannt. Im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2011 verzeichnete die Gesellschaft einen Umsatzrückgang von 8,4% gegenüber dem Vorjahresergebnis. Gründe für den Umsatzrückgang waren zum einen die Entkonsolidierung der verkauften Immobilie "Westend-First" sowie zum anderen eine höhere Leerstandsquote aufgrund der Revitalisierung der Projekte "Kureck" in Wiesbaden sowie "Zeilgalerie" in Frankfurt am Main. Dennoch konnte trotz dieses Rückgangs und des Wegfalls von Verkaufsgewinnen (H1/2010: 2,7 Mio. EUR) der Gewinn vor Steuern von 2,3 Mio. EUR auf 4,5 Mio. EUR im ersten Halbjahr gesteigert werden.

Zwar ist das Unternehmen beim betrieblichen Cashflow noch leicht negativ (-1,9 Mio. EUR; H1/2010: -5,9 Mio. EUR). Der Cashflow aus Investitionstätigkeit lag bei -5.805 EUR (Vorjahr: 60.092 EUR) und aus Finanzierungstätigkeit bei 1.395 EUR (Vorjahr: -36.335 EUR). Die deutlichen Unterschiede gegenüber dem Vorjahreszeitraum entstanden durch die Veräußerungserlöse aus dem Verkauf der beiden Objekte "WestendFirst" und "Ulmenstraße 22" sowie die im Zusammenhang mit diesen Transaktionen erfolgten vorzeitigen Rückzahlungen von Darlehen im Q1/2010.

#### **Operativer Ausblick**

Das Unternehmen hat sich operativ und strategisch gut entwickelt, was eine solide Basis für das laufende Jahr schafft. Das

Management verfolgt das Ziel, den Wachstumskurs des Konzerns fortzusetzen. Jedoch verzichtet der Vorstand auf eine konkrete Guidance im Hinblick auf die weiterhin bestehenden Risiken für die globale Konjunkturentwicklung und die bestehenden Unsicherheiten. Um den hohen Mitarbeiterbestand zu rechtfertigen, muss die Gesellschaft weitere Projekte angehen. Eine Finanzierung ist unseres Erachtens erst möglich, wenn vorher ein Verkauf von mindestens einer Immobilie erfolgte.

#### **Fazit**

Der NAV je Aktie beträgt 13,46 EUR, womit der Abschlag des Aktienkurses bei ca. 40% liegt. Das Unternehmen konnte aus unserer Sicht in den vergangenen Jahren einen guten Track Record aufbauen. Es ist wichtig, dass das Management nun einen weiteren Verkauf einer Immobilie zeigt, um die Werthaltigkeit des Portfolios zu bestätigen und Liquidität freizusetzen für den Zukauf weiterer Projekte. Da der Wert relativ klein ist und die Marktumsätze gering ausfallen,

bietet sich die Aktie lediglich als Beimischung zu einem langfristig ausgerichteten Depot an.

Frank Neumann, Bankhaus Lampe



### **InCity AG**

### Erste Partnerprojekte wurden geliefert



#### Geschäftsmodell

Das Unternehmen realisiert in den deutschen Metropolregionen (Hamburg, Berlin, München, Frankfurt am Main, Köln, Stuttgart und Düsseldorf) über Partnerschaftsmodelle mit regionalen Projektentwicklern Neubauprojekte in den Bereichen Wohnen und Gewerbe. Innerhalb der Realisierungsphase beteiligt sich InCity mehrheitlich mit mindestens 51% an der Projektgesellschaft und stellt dieser den Großteil der für die Finanzierung erforderlichen Eigenmittel in Form eines Gesellschafterdarlehens zur Verfügung. Dies entspricht rund 10 bis 20% der Gesamtinvestitionskosten. Damit können die Partner die Projekte liquiditätsschonend realisieren. InCity kann gesellschaftsrechtlich auf die jeweiligen Projekte Einfluss nehmen und führt ein umfangreiches Qualitäts- und Kostencontrolling durch, was einen wesentlichen Sicherheitsaspekt darstellt. Aufgrund dieser Unternehmensstruktur erhält InCity eine laufende Verzinsung auf das Gesellschafterdarlehen von 8 bis 10%, nach Fertigstellung und Veräußerung des Projektes das gewährte Gesellschafterdarlehen zurück und ist darüber hinaus am Ergebnis der Projektgesellschaft in Höhe von 30 bis 40% beteiligt.

#### Chancen und Risiken

Im vergangenen Jahr waren wir an dieser Stelle etwas skeptisch, ob es dem Unternehmen gelingt, gute Projekte zu akquirieren. Nun stellen wir fest, dass sich InCity bis dato bereits an vier Projekten beteiligt hat. Ein weiterer Ausbau der Projektpipeline scheint nach der jüngsten Kapitalerhöhung Mitte September nur eine Frage der Zeit. Positiv sehen wir die sorgfältige Projektauswahl, die Sicherstellung der Projektrealisierung über einen entsprechenden Vorverkaufsanteil (bei Wohnen 20 bis 40% und bei Gewerbe 70%) und das enge und interne Qualitäts- und Kostencontrolling verbunden mit dem abschließenden Objektverkauf. Das jeweilige Projekt muss zudem für die InCity ein Return on Equity von mindestens 50% ermöglichen. Risiken sehen wir beim Aufbau des Netzwerks von Projektpartnern und bei der Akquisition von ausreichend vielen passenden Projekten.

#### **Operative Entwicklung**

Insgesamt war das erste Halbjahr für das Unternehmen durch zwei Punkte geprägt:

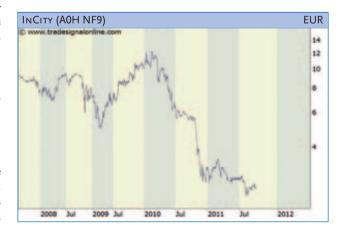
- neue Akquisitionen von Immobilienprojektbeteiligungen
- Stärkung der Kapitalbasis durch Kapitalerhöhungen

Im ersten Halbjahr 2011 akquirierte die Gesellschaft zwei neue Immobilienprojektbeteiligungen in Frankfurt und Hamburg. Nach der Veröffentlichung der Projektbeteiligung "Wohnkreis Dornbusch" in Frankfurt am Main im Februar 2011 folgte im Mai



| InCity Immobilien AG                             |               |
|--|---------------|
| Internetadresse                                  | www.incity.ag |
| ISIN   | DE000A0HNF96  |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                       | A0HNF9        |
| Bloombergkürzel                                  | IC8           |
| Kurs (07.10.2011; 16:52 ETR) in EUR              | 2,44          |
| Aktienanzahl in Mio.                             | 12,6          |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                 | 30,8          |
| Free Float                                       | 70,0%         |
| NAV je Aktie (in EUR)                            | n.a.          |
| Abschlag des Kurses zum NAV                      | n.a.          |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                          | 5,29          |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                          | 2,25          |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück) | 9.969         |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)         | -22,2%        |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)     | -53,0%        |
| Geschäftsjahr                                    | 31.12.        |
| Nächster Termin                                  | n.a.          |
| O  |               |

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



| Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR |       |             |              |        |              |
|---------------------------------|-------|-------------|--------------|--------|--------------|
| nach IFRS                       | 2009  | <u>2010</u> | <u>2011e</u> | 2012e  | <u>2013e</u> |
| Umsatz                          | 31,1  | 56,4        | 15,0         | 25,0   | 70,0         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |       | 81,4%       | -73,4%       | 66,7%  | 180,0%       |
| EBIT                            | -0,5  | -7,2        | -3,1         | 2,4    | 7,7          |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |       | 1340,0%     | -56,9%       |        | 220,8%       |
| - EBIT-Marge                    |       | -12,8%      | -20,7%       | 9,6%   | 11,0%        |
| Jahresüberschuss                | -4,3  | -14,2       | -5,1         | -1,5   | 1,6          |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |       | 230,2%      | -64,1%       | -70,6% |              |
| - Nettomarge                    |       | -25,2%      | -34,0%       | -6,0%  | 2,3%         |
| Ergebnis je Aktie               | -1,61 | -4,29       | -0,60        | -0,18  | 0,19         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |       | 166,5%      | -86,0%       | -70,0% |              |
| - Kurs-Gewinn-Verhältnis        |       |             | neg.         | neg.   | 12,8         |
| Dividende je Aktie              | 0,00  | 0,00        | 0,00         | 0,00   | 0,00         |
| - Dividendenrendite             |       |             | 0,0%         | 0,0%   | 0,0%         |

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

2011 die Projektbeteiligung "Elbquartier Blankenese" in Hamburg. In der zweiten Jahreshälfte hat man bereits die Neuprojektbeteiligung "Rheinblick" in Düsseldorf vertraglich fixiert. Neben dem Neugeschäft wurde die Abwicklung des Altgeschäfts weiter vorangetrieben. Bisher spiegeln sich die Renditechancen, die die neuen Projekte bieten, noch nicht in der Gewinn- und Verlustrechung des Unternehmens wider. Erst nach Abschluss der Projekte (in den nächsten 18-24 Monaten) wird sich dies positiv auf die Gewinne der Gesellschaft auswirken.

In Zahlen ausgedrückt, weist InCity zum Halbjahr Umsätze von 3,9 Mio. EUR (Vorjahr: 40,0 Mio. EUR) aus und einen Fehlbetrag von 2,3 Mio. EUR (Vorjahr: -1,4 Mio. EUR). Ein Vergleich der Halbjahreszahlen mit den Vorjahreszahlen ist unseres Erachtens jedoch nicht aussagekräftig, da das Management in den vergangenen Monaten das Geschäftsmodell stark verändert hat. Zu den durchgeführten Kapitalmaßnahmen im ersten Halbjahr zählen zwei Sachkapitalerhöhungen, mit denen die Akquisitionen der Neuprojektbeteiligungen finanziert wurden. Zudem führte die InCity im ersten Halbjahr 2011 eine Barkapitalerhöhung durch und emittierte erstmalig eine Optionsanleihe. Bei dem neuen Geschäftsmodell des Unternehmens ist es unseres Erachtens auch zielführend, auf das Ergebnis der AG zu schauen. Hier betrug der Nachsteuerverlust zum Halbjahr 1,1 Mio. EUR (Vj: -3,1 Mio. EUR)

#### **Operativer Ausblick**

In den kommenden Jahren will das Unternehmen jährlich in acht bis zehn Projektgesellschaften mit jeweiligen Projektgesamtkosten in Höhe von 10 bis 15 Mio. EUR investieren. Mittelfristig ist aus unserer Sicht eine gesamte Projektpipeline von durchschnittlich bis zu 30 Projekten denkbar. Da die Projekte eine Laufzeit von 18 bis 24 Monaten haben und die neue eingeschlagene Strategie nur etwas mehr als ein Jahr gilt, wurden bisher noch keine Projekte fertig gestellt. Damit sollte für das Geschäftsjahr 2011 ein Verlust ausgewiesen werden. Auch für das Geschäftsjahr 2012 gehen wir noch von leichten Verlusten aus. Die Gewinnzone wird das Unternehmen spätestens im Jahr 2013 erreichen. Auch wenn sich die Konjunktur momentan eintrübt, so sieht das Management aktuell keine negativen Auswirkungen auf das Geschäft, da die Nachfrage nach neuwertigem Wohnraum in guten Lagen auch mittelfristig stark sein sollte.

#### Zu erwartender Newsflow

Wir gehen davon aus, dass InCity kurzfristig weitere Projekte vermelden wird, darauf deutet unter anderem die jüngste Kapitalerhöhung des Unternehmens hin. Dies sollte für weiteren Cash-Zufluss sorgen.

#### **Fazit**

Durch die Konzentration auf die Partnerprojekte könnte InCity in der Lage sein, stabile Erträge zu erwirtschaften und sich gleichzeitig die Chance offen zu halten, bei einem Projekt zusätzliche Gewinne zu erzielen. Erste Projekte wurden bereits begonnen. Nun fehlt noch der Nachweis, dass zum einen die Projekte erfolgreich beendet werden und zum anderen die Anzahl der Projekte und deren Volumen skalierbar sind. Aus unserer Sicht sollte ein Anleger ein Investment abwarten, bis sich das neue Geschäftsmodell bewährt hat.

Frank Neumann, Bankhaus Lampe





## **IVG** Immobilien AG

Development-Pipeline ist beinahe vollendet -Verschuldung wird abgebaut

#### Geschäftsmodell

IVG konzentriert sich auf die Bestandshaltung und das Asset Management von Büroimmobilien, Businessparks und Infrastruktur-Assets in Deutschland und in europäischen Metropolen. Das Geschäftsmodell des Unternehmens hat zwei Säulen:

- 1) Der Bereich IVG Investment umfasst das Segment Real Estate mit einem Wert von 4,1 Mrd. EUR, in dem sich das Gewerbeimmobilienportfolio des Unternehmens befindet, das Segment Development mit der Entwicklungspipeline des Unternehmens, die in den kommenden Ouartalen endgültig beendet werden wird, sowie das Segment Caverns (Kavernen).
- 2) Im Bereich IVG Funds werden Fonds für private wie auch Institutionelle Investoren aufgelegt.

Insgesamt betreut IVG 22 Mrd. EUR, bei einem eigenen Immobilienbestand von 5,7 Mrd. EUR (einschließlich Kavernen und Development).

#### Chancen und Risiken

Wie man am Aktienkurs ablesen kann, preist der Kapitalmarkt vielerlei Risiken ein, wie beispielsweise die in den vergangenen Quartalen volatile Geschäftsentwicklung. Wir sehen eine Vielzahl von Chancen. So sollte sich die geschäftliche Entwicklung mit Auslaufen der Development-Pipeline (v.a. von THE SQUAIRE) kontinuierlicher entwickeln. Unter dem Strich wird mittelfristig Anlegervertrauen zurückgewonnen. Durch die anstehende Portfoliobereinigung (Umfang von 0,6 Mrd. EUR) um weniger passende bzw. nur wenig rentable Immobilien wird die Rendite des Portfolios vergrößert.

#### **Operative Entwicklung**

Am 12. August gab das Unternehmen die Zahlen zum zweiten Ouartal bekannt.

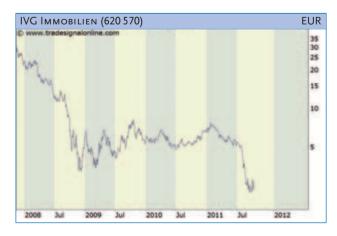
Bei den Ergebnissen standen zwei Punkte im Mittelpunkt:

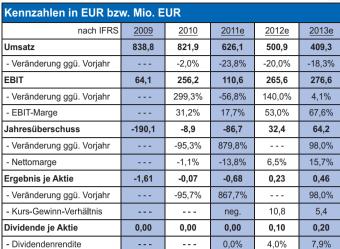
- weitere Belastung durch THE SQUAIRE (73,8 Mio. EUR höhere Kosten)
- höherer Vermietungsstand von THE SQUAIRE



| IVG Immobilien AG  |              |  |  |  |
|--|--------------|--|--|--|
| Internetadresse  | www.ivg.de   |  |  |  |
| ISIN   | DE0006205701 |  |  |  |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                               | 620570       |  |  |  |
| Bloombergkürzel  | IVG          |  |  |  |
| Kurs (07.10.2011; 16:51 ETR) in EUR                      | 2,52         |  |  |  |
| Aktienanzahl in Mio.                                     | 138,6        |  |  |  |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                         | 349,3        |  |  |  |
| Free Float   | 61,1%        |  |  |  |
| NAV je Aktie (in EUR)                                    | 6,74         |  |  |  |
| Abschlag des Kurses zum NAV                              | 62,6%        |  |  |  |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                                  | 7,71         |  |  |  |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                                  | 2,19         |  |  |  |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)         | 678.094      |  |  |  |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)                 | -61,2%       |  |  |  |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)             | -52,1%       |  |  |  |
| Geschäftsjahr  | 31.12.       |  |  |  |
| Nächster Termin  | Q3-Zahlen    |  |  |  |
| Overlier IVO Investiller AO Bendeberra Lenna IVO Blassel |              |  |  |  |

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





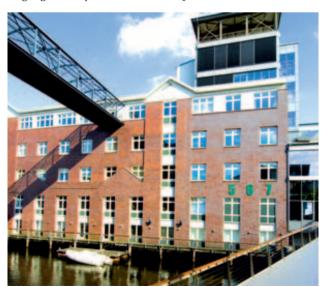


Die Baukosten von THE SQUAIRE lagen 73,8 Mio. EUR oberhalb der bisherigen Erwartungen von knapp 1,0 Mrd. EUR. Weitere Belastungen von bis zu 30 Mio. EUR sind laut IVG im Worst Case möglich. Gleichzeitig wurde die Lufthansa als Mieter für dieses Projekt gewonnen. Die Vermietungsquote beträgt nun rund 82%. Bis Jahresende soll diese auf rund 85% ansteigen.

Die Nettomieteinnahmen im Bereich Real Estate sanken auf 61,0 Mio. EUR (Vj: 64,8 Mio. EUR) durch den Abbau des Immobilienportfolios. Zeitgleich konnten die Like-for-like-Mieten um +0,2% gegenüber Q1 2011 gesteigert werden. Auch der Leerstand sank um 0.2 Prozentpunkte auf 10.0%.

#### **Operativer Ausblick**

Zur Liquiditätssicherung und Portfoliobereinigung verfolgt IVG für das Segment IVG Real Estate ein Verkaufsprogramm mit einem Gesamtvolumen von ca. 600 Mio. EUR. Im Segment IVG Development wird in den nächsten zwei Jahren ein Verkaufsvolumen von ca. 1 Mrd. EUR angestrebt (im Q1/2011 die Übertragung des Projektes Hackesches Quartier in Berlin an den IVG



Die Büro-Immobilien Channel Hamburg sind Bestandteil des IVG Portfolios



Premium Green Fund und Ende 2012 bzw. zu Beginn 2013 der Verkauf des Projektes THE SQUAIRE in Frankfurt/Main).

Im Segment IVG Caverns werden 2012 sechs bis sieben Kavernen fertig gestellt und an den von IVG gemanagten Kavernenfonds veräußert. Im Segment IVG Institutional Funds rechnet die Gesellschaft für die nächsten zwei Jahre mit Stabilisierung der Assets under Management durch Abverkäufe und Auflage von neuen innovativen Produkten. Die Finanzschulden und der Einfluss des Finanzergebnisses auf das Konzernergebnis werden abnehmen. Durch die Portfoliobereinigung werden die Umsätze in den Segmenten IVG Real Estate und IVG Development im laufenden Jahr deutlich sinken. In anderen Segmenten rechnet die Gesellschaft mit stabilen Umsätzen.

Da im kommenden Jahr keine weiteren Developments vorgesehen sind, wird man den Cashflow, den man aus dem Abverkauf der Immobilien und der Kavernen erzielt, für die Schuldentilgung verwenden und somit die Verschuldung weiter senken. Ein weiterer Befreiungsschlag sollte vor allem der Abverkauf von THE SQUAIRE sein, mit einem Wert von ca. 800 Mio. EUR. Ergebnisseitig sind für dieses Jahr noch Verluste zu erwarten, während wir ab dem kommenden Jahr wieder schwarze Zahlen erwarten.

#### Zu erwartender Newsflow

Wir rechnen mit einer erhöhten Visibilität der operativen Entwicklung des Unternehmens durch die Beendigung der Development-Pipeline. Dies wird das Risikoprofil des Unternehmens nachhaltig verbessern. Auch wenn das Unternehmen bereits Ende September eine erste Prolongation abgeschlossen hat, gehen wir davon aus, dass weitere Kreditverlängerungen bis Jahresende folgen werden.

#### Fazit

Wenn das Management liefert, was es dem Kapitalmarkt versprochen hat, sollte sich der FFO, der aktuell nahe null liegt, erhöhen und sich daraus resultierend der Diskont zwischen Aktienkurs und adj. NAV (9,29 EUR/Aktie) verkleinern. Insgesamt ist die Aktie der IVG nicht risikolos, aber sie bietet unseres Erachtens ein interessantes Chance-Risiko-Profil.

Frank Neumann, Bankhaus Lampe

## **PATRIZIA Immobilien AG**



Jetzt kommt das Service-Geschäft richtig in Schwung



#### Geschäftsmodell

Das Geschäftsmodell der PATRIZIA Immobilien AG ist in den vergangenen Jahren komplexer geworden. Den größten Teil des Kapitals bindet die Investition in deutsche Wohnimmobilien. Dabei kauft das Unternehmen hochwertige Immobilienbestände, investiert, sofern nötig, in deren Instandsetzung und privatisiert diese Wohnungen einzeln und in kleinen Portfolien. Bisher werden die Bestände direkt gehalten und in den kommenden Jahren (ca. vier bis fünf Jahre) im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit abverkauft. Im Gegenzug wird Patrizia zusammen mit dritten Investoren neue Bestände als Co-Investment erwerben.

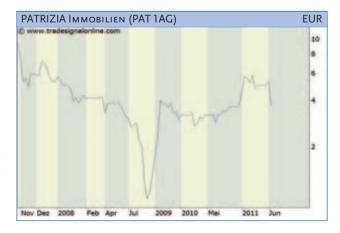
Den kleineren Teil der Geschäftstätigkeit macht der Service-Bereich des Unternehmens aus. Dort bietet Patrizia ein breites Spektrum an immobilienbezogenen Dienstleistungen an, wie Asset Management (u.a. Fondsinitiierung und -verwaltung), Property Management sowie Sales Management. Diese Dienstleistungen bietet man für Wohn- wie auch Gewerbeimmobilien an. Aktuell betragen die Assets under Management für Dritte 4,1 Mrd. EUR, hinzu kommen 1,1 Mrd. EUR an eigenen Assets.

#### Chancen und Risiken

Das Unternehmen hat aktuell einen Immobilienbestand von 9.400 Wohneinheiten. Zum großen Teil befinden sich diese in München (3.770) und in Düsseldorf/Köln (1.354). Weitere Portfolien sind in den folgenden Städten: Berlin, Frankfurt, Leipzig und Hamburg. Diese Bestände werden in den kommenden Jahren im Rahmen der Geschäftstätigkeit abverkauft, wobei aus unserer Sicht ein Ausbau der Anzahl der verkauften Einheiten,

| Patrizia Immobilien AG                           |                 |
|--|-----------------|
| Internetadresse                                  | www.patrizia.de |
| ISIN   | DE000PAT1AG3    |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                       | PAT1AG          |
| Bloombergkürzel                                  | P1Z             |
| Kurs (07.10.2011; 16:48 ETR) in EUR              | 3,47            |
| Aktienanzahl in Mio.                             | 52,1            |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                 | 180,9           |
| Free Float                                       | 46,1%           |
| NAV je Aktie (in EUR)                            | 6,34            |
| Abschlag des Kurses zum NAV                      | 45,3%           |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                          | 5,90            |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                          | 3,06            |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück) | 55.624          |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)         | -7,6%           |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)     | 9,9%            |
| Geschäftsjahr                                    | 31.12.          |
| Nächster Termin                                  | Q3-Zahlen       |

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



| Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR |       |       |              |       |              |
|---------------------------------|-------|-------|--------------|-------|--------------|
| nach IFRS                       | 2009  | 2010  | <u>2011e</u> | 2012e | <u>2013e</u> |
| Umsatz                          | 250,9 | 339,6 | 317,7        | 378,6 | 402,4        |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |       | 35,3% | -6,5%        | 19,2% | 6,3%         |
| EBIT                            | 56,1  | 61,2  | 57,0         | 63,1  | 74,9         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |       | 9,1%  | -7,0%        | 10,8% | 18,7%        |
| - EBIT-Marge                    |       | 18,0% | 17,9%        | 16,7% | 18,6%        |
| Jahresüberschuss                | -9,5  | 6,2   | 13,8         | 18,6  | 29,3         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |       |       | 123,9%       | 34,7% | 57,6%        |
| - Nettomarge                    |       | 1,8%  | 4,3%         | 4,9%  | 7,3%         |
| Ergebnis je Aktie               | -0,18 | 0,12  | 0,26         | 0,36  | 0,56         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |       |       | 123,9%       | 34,7% | 57,6%        |
| - Kurs-Gewinn-Verhältnis        |       |       | 13,1         | 9,7   | 6,2          |
| Dividende je Aktie              | 0,00  | 0,00  | 0,05         | 0,09  | 0,14         |
| - Dividendenrendite             |       |       | 1,4%         | 2,6%  | 4,0%         |

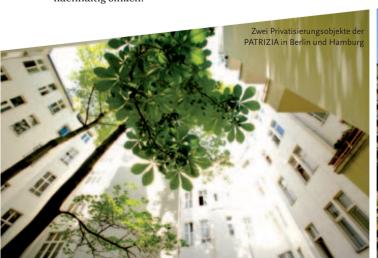
Quelle: Patrizia Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD; FactSet

von aktuell 1.800 p.a., in den kommenden zwei bis drei Jahren schwer fallen wird. Wir gehen aber davon aus, dass es Patrizia gelingen wird, diese Größenordnung beizubehalten. Das auf absehbare Zeit geringe Zinsniveau soll hier unterstützend wirken.

Aus unserer Sicht wird aber das zukünftige Wachstum der Geschäftstätigkeit aus zwei Kanälen gespeist: Zum einen durch die Re-Investition der frei gewordenen Gelder in Co-Investments. Damit gelingt eine Skalierung des Geschäfts. Zum anderen durch den Ausbau des Service-Geschäfts, das vom Ausbau der Assets under Management profitiert. Eine Kapitalerhöhung, die den limitierenden Faktor Eigenkapital erhöht, schließen wir bei den aktuellen Aktienkursen aus.

Kurzfristig sehen wir bei diesem Unternehmen vor allem Unsicherheit bezüglich der Block-Sales. Sollten die Turbulenzen an den Kapitalmärkten weitergehen, besteht die Gefahr, dass die institutionellen Kunden wieder vermehrt auf einen Bargeldbestand achten und Investitionen in Wohnimmobilien scheuen. Das Unternehmen hat aber, durch das Geschäftsmodell bedingt. einen großen Block von Overheadkosten, was die Gewinne des Vermietungsgeschäfts aufzehrt. Durch die Abverkäufe der vergangenen Monate gelang es dem Unternehmen, in den vergangenen Quartalen unter dem Strich einen Gewinn zu zeigen.

Finanzierungsseitig ist Patrizia gut durchfinanziert. Die Verschuldung sollte durch den Abverkauf von weiteren Assets nachhaltig sinken.



#### **Operative Entwicklung**

Die O2-Zahlen des Unternehmens waren schwach, aber überraschten nicht. Hier hatte das Unternehmen schon im Vorfeld durchblicken lassen, dass die Verkaufzahlen und damit die Zahlen der Gewinn- und Verlustrechnung durch geringere Block-Sales (69 Einheiten vs. 297 Einheiten) schwach ausgefallen sind. Die Privatisierungs- und Revitalisierungserlöse konnten wegen schwächerer Absätze nicht an das Q2/2010 anknüpfen (Verkaufsumsätze 34,0 Mio. EUR vs. 76,9 Mio. EUR). Diesen Rückgang konnte das stark wachsende Service-Geschäft (5,4 Mio. EUR vs. 3,9 Mio. EUR) nicht kompensieren. Das zweite Quartal blieb mit einem EBT (adjusted) von 0,5 Mio. EUR (Q2 2010: 2,9 Mio. EUR) auf dem niedrigen Niveau von Q1 (0,6 Mio. EUR).

#### **Operativer Ausblick**

Insgesamt soll das zweite Halbjahr 2011 an Stärke gewinnen. Der Vorstand hat den Ausblick für das Gesamtjahr 2011 bestätigt (EBT adjusted zwischen 16 und 17 Mio. EUR). Diese Zielgröße sollte nur erreichbar sein, wenn das Unternehmen wie geplant 1.000 Einheiten in Block-Sales veräußert und 800 Einheiten privatisiert. Zudem muss das Fondsgeschäft 300 Mio. EUR an Eigenkapital investieren. Für 2011 wird eine Dividende von 6 bis 8 Cent je Aktie angepeilt. Dies sollte als Signal an den Markt verstanden werden, dass das Geschäftsmodell des Unternehmens soweit stabil ist, so dass eine nachhaltige Dividendenzah-

#### Zu erwartender Newsflow

lung ermöglicht wird.

Wir gehen davon aus, dass Patrizia in den kommenden Monaten vermehrt Zukäufe für die verwalteten Fonds präsentieren wird. Damit wird die operative Entwicklung der Service-Einheit zusätzlich unterstützt.

#### **Fazit**

Aktuell ist der Markt bezüglich der Aktie von Patrizia verunsichert, was man am Kurs ablesen kann. Gerade nach dem schwachen ersten Halbjahr rechnet der Markt damit, dass die Guidance nicht eingehalten wird. Dennoch sehen wir operativ ein stärkeres zweites Halbjahr. Bereits das dritte Quartal sollte mit guten Verkaufszahlen und einem Anstieg der Service-Umsätze punkten können. Insgesamt sehen wir diesen Wert als Beimischung für ein Depot.

Frank Neumann, Bankhaus Lampe



## **POLIS Immobilien AG**

Aktiver Bestandshalter punktet mit hoher Transparenz



Futuristische Anmutung – Fassade einer Büroimmobilie aus dem POLIS-Portfolio in Hamburg

#### Geschäftsmodell

Die POLIS Immobilien AG ist ein Bestandshalter für Büroimmobilien (33 Objekte, mit einem anteiligen Wert von 317 Mio. EUR zum 30.6.2011). Die Bestandsimmobilien werden selbst verwaltet und bei Bedarf modernisiert oder revitalisiert. Der Fokus des Unternehmens liegt dabei auf Immobilien in guten innerstädtischen Lagen von bedeutenden Bürostandorten in Deutschland (man folgt dabei dem Städte-Ranking von BulwienGesa). Zu den regionalen Investitionsschwerpunkten zählen aktuell Köln (70,9 Mio. EUR), Stuttgart (53,6 Mio. EUR), Düsseldorf (49,6 Mio. EUR), Berlin (43,2 Mio. EUR) und Hamburg (34,8 Mio. EUR). Knapp zwei Drittel des Immobilienbestandes sind Immobilien, die zwischen 1951 und 1970 gebaut wurden.

Die Gesellschaft investiert einerseits in Immobilien mit Entwicklungspotenzial (Leerstand und/oder Modernisierungsstau) oder aber auch in Immobilien mit bereits hohen Cashflows. Die



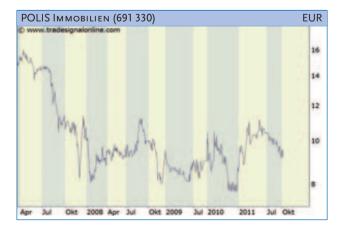
jeweilige Investitionssumme sollte dabei zwischen 5 und 25 Mio. EUR liegen, bei einer Mietfläche zwischen 2.500 und 8.000 m².

#### **Chancen und Risiken**

Das Unternehmen hat aus unserer Sicht interne und externe Wachstumstreiber. Internes Wachstum sollte kurzfristig aus der Erhöhung der Vermietungsquote von aktuell 77% auf knapp 90% erreicht werden. In den vergangenen Monaten hat das Un-

| POLIS Immobilien AG                              |                |
|--|----------------|
| Internetadresse                                  | www.polisag.de |
| ISIN   | DE0006913304   |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                       | 691330         |
| Bloombergkürzel                                  | PQL            |
| Kurs (07.10.2011; 16:01 ETR) in EUR              | 9,48           |
| Aktienanzahl in Mio.                             | 11,1           |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                 | 104,8          |
| Free Float:                                      | 26,2%          |
| NAV je Aktie (in EUR)                            | 14,32          |
| Abschlag des Kurses zum NAV                      | 33,8%          |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                          | 11,12          |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                          | 7,68           |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück) | 420            |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)         | 11,4%          |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)     | 11,7%          |
| Geschäftsjahr                                    | 31.12.         |
| Nächster Termin                                  | Q3-Zahlen      |

Quelle: Polis Immobilien AG, Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD; FactSet



| Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR |             |             |              |              |              |
|---------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| nach IFRS                       | <u>2009</u> | <u>2010</u> | <u>2011e</u> | <u>2012e</u> | <u>2013e</u> |
| Umsatz                          | 13,1        | 13,1        | 14,1         | 18,0         | 19,2         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             | -0,3%       | 8,0%         | 27,7%        | 6,7%         |
| EBIT                            | -1,0        | 7,4         | 16,8         | 16,1         | 17,2         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             |             | 126,7%       | -4,2%        | 6,8%         |
| - EBIT-Marge                    |             | 56,8%       | 119,1%       | 89,4%        | 89,6%        |
| Jahresüberschuss                | -6,7        | 1,5         | 10,4         | 8,2          | 9,1          |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             |             | 572,3%       | -21,2%       | 11,0%        |
| - Nettomarge                    |             | 11,9%       | 73,8%        | 45,6%        | 47,4%        |
| Ergebnis je Aktie               | -0,60       | 0,14        | 0,94         | 0,74         | 0,83         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |             |             | 571,5%       | -21,3%       | 12,2%        |
| - Kurs-Gewinn-Verhältnis        |             |             | 10,1         | 12,8         | 11,4         |
| Dividende je Aktie              | 0,00        | 0,00        | 0,00         | 0,10         | 0,15         |
| - Dividendenrendite             |             |             | 0,0%         | 1,1%         | 1,6%         |

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

ternehmen eine Vielzahl von Immobilien modernisiert. Dies kommt POLIS nun zugute. Gerade in der zweiten Jahreshälfte 2011 wird das Unternehmen die Vermietungsaktivitäten stärken. Durch einen höheren Vermietungsstand wird das Unternehmen zum einen höhere Mietzahlungen erhalten und kann gleichzeitig einen höheren Anteil der Betriebskosten der Immobilien auf mehr Mieter umlegen. So hat das Unternehmen zum Ende des ersten Halbjahres 2011 eine annualisierte Jahresmiete von 14,8 Mio. EUR, bei einer zu Marktmiete angenommenen Neuvermietung mit einem Leerstand von 0% liegt dieser Wert 61,5% höher bei 23,9 Mio. EUR.

Auf der Seite des externen Wachstums sind zwei Treiber vorstellbar. Zum einen hat POLIS aktuell noch eine Firepower von 50 Mio. EUR, die in weitere Immobilien investiert werden kann, und zum anderen begann man im ersten Halbiahr mit dem Asset-Management für Dritte. In diesem Rahmen werden Immobilien verwaltet, die von POLIS als Co-Investments (ca. 15% Anteil) gehalten werden. Eine erste Transaktion erfolgte bereits mit einem ausländischen Investor, der 85% an zwei Obiekten mit einem Wert von 37 Mio. EUR abkaufte. Das externe Wachstum ist durch Limitation des Eigenkapitals begrenzt. Eine Kapitalerhöhung ist aus unserer Sicht durch den hohen Abschlag zwischen NAV und Eigenkapital unwahrscheinlich, da dies die Altaktionäre stark verwässern würde.

Finanzierungsseitig ist das Unternehmen zwar konservativ mit einem Loan-to-Value von 50% unterwegs, aber die durchschnittliche Kreditlaufzeit beträgt nur 3,4 Jahre. Diese soll auf absehbare Zeit auf 5 Jahre ausgebaut werden. Die durchschnittlichen Fremdkapitalkosten liegen durch eine kurzfristige Zinssicherung bei 3,27%.

#### **Operative Entwicklung**

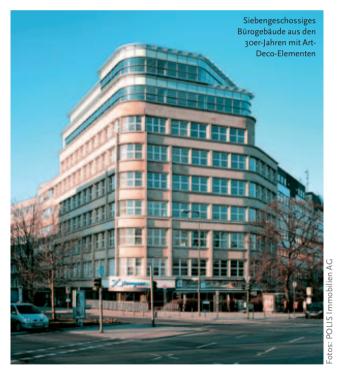
Die Gesellschaft erzielte im ersten Halbjahr ein gegenüber dem Vorjahreszeitraum deutlich verbessertes Ergebnis vor Steuern in Höhe von 9,6 Mio. EUR (Vorjahr: -1,6 Mio. EUR). Zur positiven Entwicklung trugen die abgeschlossenen Modernisierungen und steigende Mieteinnahmen bei. Hinzu kam ein gutes Bewertungsergebnis aus der Neubewertung von Anlageobjekten und

Zinssicherungsinstrumenten, das bereits im ersten Quartal wirksam wurde. Polis erhöhte im ersten Halbjahr seine Mieterträge gegenüber dem Vorjahr um 15% auf 7,4 Mio. EUR (Vorjahr: 6,5 Mio. EUR) und das Ergebnis aus laufender Immobilienbewirtschaftung auf 5,5 Mio. EUR (Vorjahr: 4,8 Mio. EUR). Das operative Ergebnis nach Bereinigung von Veräußerungen und Bewertungsveränderungen (FFO) lag im Vergleich zum Vorjahr trotz eines höheren Zinsaufwands unverändert bei 1.4 Mio. EUR.

#### **Operativer Ausblick**

Das bisherige Ziel, ein Portfolio von rund 300 Mio. EUR aufzubauen, ist bereits erreicht worden. Im Geschäftsjahr 2011 konzentriert sich die Gesellschaft auf die weitere Erhöhung des Vermietungsstands in allen Anlageobjekten. Außerdem setzt das Unternehmen den Schwerpunkt auf die Integration des neuen Standorts Dresden und der noch zu übernehmenden Immobilie "Altmarkt 10". Zum Jahresende 2011 strebt das Unternehmen einen Vermie-

tungsstand von 90% an. Bezüglich der Kennzahl FFO sieht das Unternehmen aufgrund der hohen Finanzierungskosten 2011 kein großes Potenzial. Dafür rechnet die POLIS Immobilien AG mit einer Verdoppelung der FFO auf 4 Mio. EUR im Geschäftsjahr 2012.



Operativ ist das Unternehmen auf einem guten Weg, den Leerstand zu verringern und damit die Mieteinnahmen und die Cashflows zu erhöhen. Damit wird der größte Teil des kurzfristigen Wachstums durch internes Wachstum generiert werden. Beim aktuellen Aktienkurs bietet das Unternehmen einen interessanten Risiko-Rendite-Mix. Leider ist der Free Float recht niedrig, wodurch die Aktie der Gesellschaft nur als Beimischung in einem Depot dienen dürfte.

Frank Neumann, Bankhaus Lampe







# Prime Office REIT-AG

Börsengang geglückt



Prime Office AC

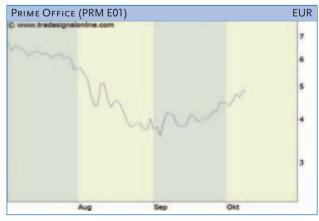
#### Geschäftsmodell

Die Prime Office REIT-AG ist ein Immobilienunternehmen, das sich auf Investitionen in hochwertige Büroimmobilien in Deutschland sowie deren Bewirtschaftung und Verwaltung fokussiert.

Die Investitionsstrategie zielt auf ausgewählte, besonders hochwertige Büroimmobilien in guten Lagen deutscher Groß-

| Prime Office AG                                  |                     |
|--|---------------------|
| Internetadresse                                  | www.prime-office.ag |
| ISIN   | DE000PRME012        |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                       | PRME01              |
| Bloombergkürzel                                  | PMO                 |
| Kurs (07.10.2011; 16:57 ETR) in EUR              | 4,63                |
| Aktienanzahl in Mio.                             | 51,9                |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                 | 240,5               |
| Free Float                                       | 66,4%               |
| NAV je Aktie (in EUR)                            | 8,98                |
| Abschlag des Kurses zum NAV                      | 48,4%               |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                          |                     |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                          |                     |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück) | 65.581              |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)         |                     |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)     |                     |
| Geschäftsjahr                                    | 31.12.              |
| Nächster Termin                                  | Q3-Zahlen           |
| -  | •                   |

Quelle: Prime Office AG, Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD; FactSet



| Kennzahlen in EUR bzw. Mio. EUR |      |             |              |              |              |
|---------------------------------|------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| nach IFRS                       | 2009 | <u>2010</u> | <u>2011e</u> | <u>2012e</u> | <u>2013e</u> |
| Umsatz                          | 75,4 | 75,1        | 76,0         | 76,0         | 56,0         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |      | -0,4%       | 1,2%         | 0,0%         | -26,3%       |
| EBIT                            | 43,2 | 55,9        | 56,3         | 59,2         | 39,2         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |      | 29,4%       | 0,7%         | 5,2%         | -33,8%       |
| - EBIT-Marge                    |      | 74,4%       | 74,1%        | 77,9%        | 70,0%        |
| Jahresüberschuss                | 7,6  | -10,3       | 20,3         | 26,2         | 6,7          |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |      |             |              | 29,1%        | -74,4%       |
| - Nettomarge                    |      | -13,7%      | 26,7%        | 34,5%        | 12,0%        |
| Ergebnis je Aktie               | 0,43 | -0,59       | 0,39         | 0,50         | 0,13         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr      |      |             |              | 28,2%        | -74,0%       |
| - Kurs-Gewinn-Verhältnis        |      |             | 11,9         | 9,3          | 35,6         |
| Dividende je Aktie              | 0,00 | 0,00        | 0,25         | 0,30         | 0,10         |
| - Dividendenrendite             |      |             | 5,4%         | 6,5%         | 2,2%         |

Quelle: Prime Office AG, Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD; FactSet

städte und Ballungsräume, wobei auch selektiv Opportunitäten in "B-Standorten" wahrgenommen werden. Die Gesellschaft kauft ausschließlich einzelne Assets und keine Portfolien, um die hohe Qualität und Konsistenz des Portfolios zu gewährleisten. Zielvolumina sind pro Investition 20 bis 200 Mio. EUR mit einem aktuell bevorzugten Korridor von 40 bis 80 Mio. EUR. Prime Office strebt hohe Vermietungsquoten und langfristige Mietverträge mit namhaften Unternehmen guter Bonität an und legt zudem Wert auf ein modernes Bürodesign, bevorzugt Green Building.

Die Gesellschaft wurde am 7. Juli 2011 als REIT-Aktiengesellschaft (Real Estate Investment Trust) in das Handelsregister eingetragen und firmiert jetzt unter dem Namen "Prime Office REIT-AG". Zum 19. September 2011 wurde die Aktie der Gesellschaft in den SDAX aufgenommen. Die Prime Office AG verwaltet die erworbenen Objekte. Die Gesellschaft investiert dabei in allen größeren Städten Deutschlands und versucht so, eine erhöhte Objekt-, Standort- und Mieterstreuung zu erreichen und stabile, wachsende Cashflows zu generieren.

In dem aktuellen Portfolio befinden sich 14 Büroimmobilien an zentralen Standorten westdeutscher Großstädte (Hamburg, Essen, Düsseldorf, Frankfurt, Darmstadt, Nürnberg, Heilbronn, Stuttgart und München) mit einer Mietfläche von mehr als 385.000 m<sup>2</sup> und einem Marktwert von rund 970 Mio. EUR. Die Immobilien sind bei einem Leerstand des Portfolios von 0,3% voll vermietet und die Restmietlaufzeit liegt aktuell bei durchschnittlich rund sieben Jahren. Hauptmieter sind in erster Linie Großunternehmen wie BMW, Deutsche Post, Deutsche Telekom, Vodafone oder Hochtief. Die Immobilien wurden zum größten Teil innerhalb der letzten zehn Jahre errichtet bzw. grundlegend saniert und modernisiert. Aufgrund der hohen Qualität der Objekte sind die Instandhaltungsaufwendungen verhältnismäßig gering.

#### Chancen und Risiken

Das IPO hat nicht den angestrebten Mittelzugang erzielt. Für weiteres Wachstum benötigt die Prime Office weiteres EK, wobei wir eine Kapitalerhöhung im derzeitigen Marktumfeld nicht

als realistisches Szenario ansehen. Aktuelle Baustellen des Unternehmens sind

- die Refinanzierung von 100 Mio. EUR bis Ende 2011 (hier ist der Vorstand zuversichtlich) und
- · das Projektmanagement der Objekte in Stuttgart (Breitwiesenstraße), Düsseldorf (Seestern) und Frankfurt (Westend-Ensemble). In der letzten Krise hat sich gezeigt, dass das hochwertige Portfolio einen guten Schutz gegen Mietausfälle bietet (keine Ausfälle in der letzten Krise).

Risiken ergeben sich zudem grundsätzlich aus der Nachvermietung, gerade in den hochgradig kompetitiven Märkten Frankfurt, Stuttgart und Düsseldorf.

Die Gesellschaft hat bewiesen, dass Risiken konsequent minimiert werden. So konnte zuletzt das Fremdwährungsrisiko (CHF im Gegenwert von knapp 60 Mio. EUR) aus einer Objektfinanzierung abgesichert werden. Zudem zeigt die jüngste Meldung (langfristige Mietvertragsverlängerung mit Laufzeit

11 Jahre mit Imtech in Hamburg), dass die Strategie aufgeht, auf hochwertige Büroimmobilien an guten Standorten zu setzen.

#### **Operative Entwicklung**

Die Gesellschaft hat mit dem Halbjahresbericht 2011 zum ersten Mal seit dem Börsengang Zahlen vorgelegt. Die Umsatzerlöse aus Vermietung und Verpachtung konnten auf 37,9 Mio. EUR (H1/2010: 37,5 Mio. EUR) gesteigert werden. Die Aufwendungen für Vermietung und Verpachtung sanken leicht, woraus ein höheres Ergebnis aus Vermietung und Verpachtung von 33,3 Mio. EUR (H1/2010: 32,5 Mio. EUR) resultierte. Insbesondere die ergebniswirksamen Aufwendungen für den Börsengang in Höhe von 3,7 Mio. EUR führten zu einer Erhöhung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (5,5 Mio. EUR nach 1,3 Mio. EUR im Vorjahr). Das EBIT lag bei 27,7 Mio. EUR, und damit leicht über dem Wert des Vorjahres (27,3 Mio. EUR). Der Periodengewinn lag bei 6,3 Mio. EUR (Vorjahr -14,4 Mio. EUR). Nach 15,3 Mio. Euro FFO in H1/2010 verblieben im ersten Halbjahr 2011 9,9 Mio. EUR FFO (bereinigt um IPO-Kosten rund 13,6 Mio. EUR).

#### **Operativer Ausblick**

Für das Geschäftsjahr 2011 erwartet das Unternehmen Umsatzerlöse von rund 76 Mio. EUR sowie Funds from Operations von rund 18 Mio. EUR, die ohne Einmaleffekte bei rund 24 Mio. EUR liegen sollen. 2012 sind keine substanziellen Änderungen im Portfolio zu erwarten, während 2013 durch den Auszug von zwei Großmietern ein Rückgang der Mieterträge zu erwarten ist.

#### Zu erwartender Newsflow

In den kommenden Monaten könnten Mietverlängerungen bekannt gegeben werden. Zudem rechnen wir mit einer erfolgreichen Refinanzierung.

#### **Fazit**

Durch das IPO ist ein wichtiger Wachstumsschritt gelungen. Der Fokus liegt nun auf dem Projektmanagement. Es bleibt abzuwarten, welche Auswirkungen ein möglicher wirtschaftlicher Abschwung auf die Büromärkte und die Ergebnisse der Prime Office haben wird.

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe



Spezialist in Sachsen



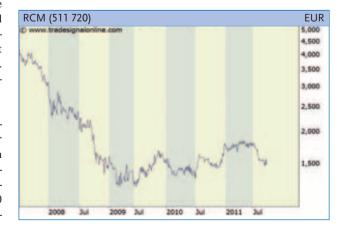
#### Geschäftsmodell

Die RCM Beteiligungs AG wurde 1999 gegründet und ist seit Juni 2005 im Open Market gelistet. Die Hauptgeschäftstätigkeiten sind in der Muttergesellschaft, in der SM Wirtschaftsberatungs AG und in der SM Capital AG gebündelt. Im Bereich Immobilien spezialisiert sich das Unternehmen auf den Erwerb, die Verwaltung sowie den Verkauf von Immobilien mit dem Fokus auf überwiegend wohnwirtschaftlich genutzten Immobilien. Dabei konzentriert sich RCM auf Objekte in Verwertungs- und Sondersituationen. Bei Vollvermietung soll eine Mietrendite von mindestens ca. 9% p.a. erzielt werden. Beim Verkauf soll nach der Durchführung von Substanzverbesserungen die Realisierung ggf. entstandener stiller Reserven erfolgen. RCM sieht sich als opportunistischer Player und nicht als Bestandshalter. So sollen die Immobilien im Durchschnitt nach vier Jahren wieder veräußert werden.

Die SM Wirtschaftsberatungs AG ist in verschiedenen Geschäftsfeldern aktiv. Zum einen tritt SM als Projektentwickler von Wohnimmobilien mit dem Schwerpunkt Stuttgart auf. Zum anderen fokussiert sich SM auf das Management von Wohnimmobilienportfolios in Sachsen. So wurde zuletzt eine Wohnanlage im Großraum Leipzig erworben (183 Einheiten, 10.000 m²). Neben dem Immobiliengeschäft konzentriert sich das Un-

| RCM Beteiligungs AG                              |              |
|--|--------------|
| Internetadresse                                  | www.rcm.de   |
| ISIN   | DE0005117204 |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                       | 511720       |
| Bloombergkürzel                                  | RCM          |
| Kurs (07.10.2011; 16:14 ETR) in EUR              | 1,54         |
| Aktienanzahl in Mio.                             | 14,0         |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                 | 21,6         |
| Free Float                                       | n.a.         |
| NAV je Aktie (in EUR)                            | 1,66         |
| Abschlag des Kurses zum NAV                      | 7,2%         |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                          | 1,83         |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                          | 1,43         |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück) | 6.000        |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)         | -16,0%       |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)     | -1,5%        |
| Geschäftsjahr                                    | 31.12.       |
| Nächster Termin                                  | Q4 2011      |

Quelle: RCM Beteiligungs AG, Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD; FactSet



| Kennzahlen in EUR bz       | w. Mio. E   | UR          |              |              |              |
|----------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| nach IFRS                  | <u>2009</u> | <u>2010</u> | <u>2011e</u> | <u>2012e</u> | <u>2013e</u> |
| Umsatz                     | 10,5        | 24,1        | 11,5         | 10,5         | 12,0         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |             | 129,5%      | -52,3%       | -8,7%        | 14,3%        |
| EBIT                       | 3,0         | 3,6         | 2,5          | 1,5          | 3,0          |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |             | 20,8%       | -30,6%       | -40,0%       | 100,0%       |
| - EBIT-Marge               |             | 14,9%       | 21,7%        | 14,3%        | 25,0%        |
| Jahresüberschuss           | 0,8         | 0,9         | 0,5          | -0,2         | 1,2          |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |             | 12,5%       | -44,4%       |              |              |
| - Nettomarge               |             | 3,7%        | 4,3%         | -1,9%        | 9,6%         |
| Ergebnis je Aktie          | 0,06        | 0,06        | 0,03         | -0,01        | 0,08         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |             | 0,0%        | -50,0%       |              |              |
| - Kurs-Gewinn-Verhältnis   |             |             | 51,3         | neg.         | 19,3         |
| Dividende je Aktie         | 0,00        | 0,00        | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| - Dividendenrendite        |             |             | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |

Quelle: RCM Beteiligungs AG, Bankhaus Lampe KG, Bloomberg, VWD; FactSet

ternehmen im Beteiligungsgeschäft auf das Eingehen von Beteiligungen, die auch außerhalb des Immobiliengeschäfts liegen können. Über die genannten Gesellschaften hinaus gehören folgende weitere Gesellschaften zum Unternehmen: SM Capital AG, SEE Real Estate i.A., RCM Asset Management GmbH und Apollo Hausverwaltung Dresden GmbH. Aktuell umfasst das Konzernportfolio des Unternehmens rund 955 Einheiten mit einer Gesamtfläche von ca. 63.500 m². Regional ist das Portfolio auf die Bereiche Sachsen (Dresden, Leipzig) sowie Baden-Württemberg (Stuttgart) konzentriert.

#### Chancen/Risiken

In dem seit der Übernahme der SM Wirtschaftsberatungs AG vergrößerten Konzern der RCM Beteiligungs AG sollen u.a. verbesserte Refinanzierungsbedingungen, Skalen- und Synergieeffekte sowie weitere Ertrags- und Wachstumspotenziale genutzt werden. Das Unternehmen besitzt allerdings aktuell nicht die kritische Größe, um substanzielle Gewinne schreiben zu können. Die Situation soll durch weitere Zukäufe verbessert werden. Die Kernregionen Dresden, Leipzig und Stuttgart bieten hierfür die notwendigen Wachstumsaussichten, so dass die Vorgabe des Unternehmens, in den kommenden Jahren das Portfolio auf knapp 100.000 m<sup>2</sup> ausbauen zu wollen, realistisch erscheint. Die hohe Eigenkapitalquote von über 45% bietet dafür zudem den fi-



nanziellen Spielraum, um über Immobilienzukäufe und Beteiligungsakquisitionen wachsen zu können. Allerdings bedeutet die enge geographische Ausrichtung auch eine hohe Abhängigkeit von der Entwicklung dieser Regionen. Zudem ergibt sich durch den opportunistischen Aufbau des Portfolios (Fokus auf Sondersituationen) das Risiko einer nicht ausgewogenen Portfoliostruktur.

#### **Operative Entwicklung**

Die RCM Beteiligungs AG hat zuletzt die Zahlen für das erste Halbjahr 2011 ausgewiesen. Nach einem leichten Plus im Vorjahr (+66.000 EUR) hat das Unternehmen für das laufende Jahr ein leicht negatives Ergebnis in Höhe von -39.000 EUR ausgewiesen. Dieses schwächere Ergebnis resultiert aus geringeren Mieteinnahmen aufgrund der Verkaufsaktivitäten (-24,0% auf 1,7 Mio. EUR). Positiv haben sich hingegen die geringeren Fremdfinanzierungskosten (1,0 Mio. EUR nach 1,2 Mio. EUR im Vorjahr) ausgewirkt. Im abgelaufenen Halbjahr konnte das Unternehmen weitere

5.000 m² für das Sachsen-Portfolio akquirieren. Beim Vergleich der ganzjährigen 2011er Zahlen mit 2010 ist insgesamt zu beachten, dass ein großer Paketverkauf im Volumen von 12,5 Mio. EUR das letztjährige Ergebnis getrieben hat.

#### **Operativer Ausblick**

Das Unternehmen hat seine Ziele mit den Halbjahreszahlen aktualisiert. So plant RCM, rund 100.000 m² Wohnfläche im Bestand zu haben. Dabei zielt das Unternehmen auch auf Gewerbeflächen in Wohnobjekten ab, die in diesen 100.000 m<sup>2</sup> inkludiert sein sollen. Für diesen Ausbau des Portfolios rechnet das Unternehmen mit einem durchschnittlichen Kaufpreis pro m² von ca. 600 EUR (aktuell 488 EUR), wobei ein Abschlag auf die Mietrendite von 11,2% (aktuell) auf 10,0% akzeptabel wäre. Die Kaltmiete soll von 4,57 EUR auf 5,00 EUR pro m² steigen.

#### **Fazit**

Das Zahlenwerk zum Halbjahr zeigt eine hohe Volatilität des opportunistischen Geschäftsmodells. Dem Unternehmen fehlt aktuell sowohl die kritische Größe als auch eine transparente Struktur

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe





## **TAG Immobilien AG**

Skalierung des Geschäftsmodells auf den Weg gebracht

#### Geschäftsmodell

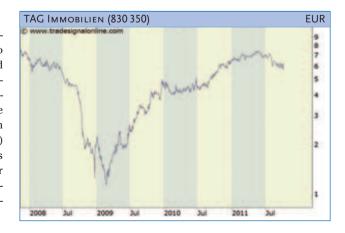
Die TAG Immobilien AG ist ein Bestandshalter für deutsche Gewerbe- und Wohnimmobilien. Das Portfolio mit einem Wert von 1.811 Mio. EUR konzentriert sich auf die Regionen Berlin, Hamburg, Leipzig/Sachsen, Salzgitter, das Rhein-Main-Gebiet sowie Nordrhein-Westfalen. Ca. 1.300 Mio. EUR des Portfolios sind Wohnimmobilien. Die restlichen ca. 500 Mio. EUR bestehen aus Gewerbeimmobilien. Das Geschäftsmodell wird durch Dienstleistungen rund um die Immobilie abgerundet, die in der POLARES Real Estate gebündelt sind. Mit der Übernahme von Colonia Real Estate gelang es dem Unternehmen, in eine neue Größenordnung vorzustoßen (bisher lag das Portfolio bei knapp 1,0 Mrd. EUR).

#### Chancen und Risiken

Unseres Erachtens bestehen die Chancen für internes und externes Wachstum. Beim internen Wachstum spielt das Portfolio in Salzgitter eine zentrale Rolle. Beim externen Wachstum sind Zukäufe von Portfolien von Wohnimmobilien wie auch Gewerbeimmobilien möglich. Da das Unternehmen aktuell eine Firepower von ca. 50 Mio. EUR aufweist, sollten Transaktionen, wie bereits in der jüngsten Vergangenheit geschehen, im Rahmen von Kapitalerhöhungen (als Bar- oder Sachkapitalerhöhung) erfolgen. Bisher waren die Transaktionen so ausgestaltet, dass diese den NAV und den Cashflow je Aktie erhöhten. Da der Transaktionsmarkt an Stärke gewinnt, ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass bei zukünftigen Zukäufen nur noch der Cashflow gestärkt wird und nicht mehr der NAV/Aktie.

| TAG Immobilien AG                                 |                                   |  |  |  |
|---|-----------------------------------|--|--|--|
| Internetadresse                                   | www.tag-ag.com                    |  |  |  |
| ISIN  | DE0008303504                      |  |  |  |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                        | 830350                            |  |  |  |
| Bloombergkürzel                                   | TEG                               |  |  |  |
| Kurs (07.10.2011; 16:52 ETR) in EUR               | 6,15                              |  |  |  |
| Aktienanzahl in Mio.                              | 64,4                              |  |  |  |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                  | 396,2                             |  |  |  |
| Free Float  | 92,0%                             |  |  |  |
| NAV je Aktie (in EUR)                             | 8,75                              |  |  |  |
| Abschlag des Kurses zum NAV                       | 29,7%                             |  |  |  |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                           | 7,40                              |  |  |  |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                           | 5,35                              |  |  |  |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)  | 208.630                           |  |  |  |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)          | -4,4%                             |  |  |  |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)      | 12,3%                             |  |  |  |
| Geschäftsjahr                                     | 31.12.                            |  |  |  |
| Nächster Termin                                   | Q3-Zahlen                         |  |  |  |
| Qualla: TAC Immobilian AC Pankhaua Lamna KC Plaam | L \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ |  |  |  |

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



| Kennzahlen in EUR bz       | w. Mio. E | UR     |              |        |              |
|----------------------------|-----------|--------|--------------|--------|--------------|
| nach IFRS                  | 2009      | 2010   | <u>2011e</u> | 2012e  | <u>2013e</u> |
| Umsatz                     | 134,4     | 82,9   | 144,9        | 154,2  | 163,8        |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |           | -38,3% | 74,7%        | 6,4%   | 6,2%         |
| EBIT                       | -1,3      | 46,9   | 118,1        | 86,9   | 93,5         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |           |        | 152,0%       | -26,4% | 7,6%         |
| - EBIT-Marge               |           | 56,5%  | 81,5%        | 56,4%  | 57,1%        |
| Jahresüberschuss           | -29,2     | 18,5   | 44,0         | 16,4   | 18,5         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |           |        | 138,1%       | -62,9% | 12,9%        |
| - Nettomarge               |           | 22,3%  | 30,4%        | 10,6%  | 11,3%        |
| Ergebnis je Aktie          | -0,90     | 0,48   | 0,69         | 0,25   | 0,29         |
| - Veränderung ggü. Vorjahr |           |        | 43,9%        | -63,2% | 12,9%        |
| - Kurs-Gewinn-Verhältnis   |           |        | 8,9          | 24,2   | 21,4         |
| Dividende je Aktie         | 0,00      | 0,00   | 0,00         | 0,20   | 0,25         |
| - Dividendenrendite        |           |        | 0,0%         | 3,3%   | 4,1%         |

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

Finanzierungsseitig ist die TAG solide aufgestellt, der LTV beträgt aktuell ca. 59%. Dies sollte in etwa dem nachhaltigen Niveau der kommenden Quartale entsprechen. In den kommenden beiden Jahren werden nur 15% aller Kredite fällig, so dass hierbei nur ein geringes Risiko besteht. Gleichzeitig ist es wahrscheinlich, dass die durchschnittliche Zinsbelastung von aktuell 4,2% in den kommenden Monaten durch die Prolongation älterer Darlehen etwas sinkt und 4,0% erreichen könnte.

#### **Operative Entwicklung**

Bei den Halbjahreszahlen machte sich die Wachstumsstrategie des Unternehmens bemerkbar. Das Ergebnis war von einigen Bewertungseffekten in diesem Zusammenhang geprägt, wie beispielsweise:

- 5,2 Mio. EUR Erstkonsolidierungsgewinn durch Portfolio Berlin-Marzahn
- 28,7 Mio. EUR Erstkonsolidierungsgewinn Colonia Real Estate
- 5,5 Mio. EUR Bewertungsergebnis auf Renditeliegenschaften
- 3,0 Mio. EUR Bewertungsgewinn auf Estavis-Beteiligung

Im operativen Geschäft kommt das Unternehmen auch voran. So konnte der Leerstand im Salzgitter-Portfolio leicht auf 23,5% (bisher 24,0%) gesenkt werden. Das Ziel zum Jahresende beträgt hier 20%. Auch bei der Integration konnten bereits 20 Mio. EUR der geplanten 28 Mio. EUR Synergien gehoben werden (wirken sich zum Teil ab Q3 2011 aus). Das Management erwartet aktuell jährliche Synergien von 34 Mio. EUR. Zur Realisierung des Gesamtbetrages wird ein Zeitraum von drei Jahren genannt. Unseres Erachtens besteht der größte operative Hebel im Salzgitter-Portfolio.

#### **Operativer Ausblick**

Das Unternehmen bestätigte die Jahres-Guidance 2011 (EBT zwischen 50 und 60 Mio. EUR). Vor allem die Integration der Colonia wird herausfordernd werden. Laut Unternehmensangaben kommt man hier deutlich schneller und besser voran als geplant. Neben der Integration wird das Hauptaugenmerk unseres Erachtens auf dem Leerstandsabbau in Salzgitter (aktuell 23,5%) liegen. Dies ist einer der großen operativen Trigger für den Konzern. Unseres Erachtens wird man erste Erfolge Ende

2011 sehen. Zusätzlich soll das Immobilienportfolio weiter ausgebaut werden, wodurch weitere Synergien genutzt werden können. Zeitgleich wurde die Guidance für den NAV/Aktie auf 8,75 EUR (EPRA-Methode) erhöht (bisher 8,00 EUR nach Rechenmethode von TAG). Unseres Erachtens stammen ca. 2/3 der Erhöhung aus der Veränderung der Rechenmethode und 1/3 aus einer besseren Entwicklung.

Mittelfristig wird sich die TAG zum reinen Bestandshalter für Wohnimmobilien entwickeln. Diese mittelfristige Strategie führt dazu, dass ein Portfolio aufgebaut wird, das nachhaltig Gewinne erwirtschaftet und die nachhaltige Dividendenauszahlung ermöglicht. Bisher ist der Cashflow der Gesellschaft noch negativ, sollte aber durch Kosteneinsparungen und erhöhte Mieteinnahmen in den kommenden Quartalen in die positive Richtung drehen.

#### Zu erwartender Newsflow

Wir gehen davon aus, dass die TAG in diesem Jahr noch mindestens eine weitere Transaktion im Bereich Wohnen oder Gewerbe vermelden wird. Spätestens zu den Q3-Zahlen erwarten wir weitere Details vom wichtigen Salzgitter-Portfolio. Wenn sich die Entwicklung von Q2 fortschreibt, sollte auch in Q3 einiges an gutem Newsflow zu vermelden sein.

#### Fazit

Insgesamt wird sich das Unternehmen in den kommenden Quartalen weiterhin durch Zukäufe wandeln. Diese sollten vor allem durch Kapitalerhöhungen möglich sein. Das Unternehmen profitiert sehr stark vom Management. Bisher war dieses in der Lage, das Portfolio sowie den NAV je Aktie auszubauen. Es bleibt abzuwarten, wie sich das Unternehmen zukünftig weiterentwickelt. Insgesamt sehen wir in diesem Wert ein interessantes Investment für den risikobewussten Investor.

Frank Neumann, Bankhaus Lampe



TAG Immobilien AG

## Vivacon AG

#### Fokussierung auf Erbbaurechte

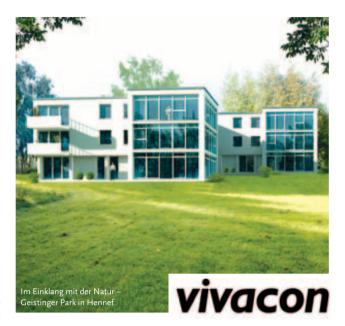
#### Geschäftsmodell

Seit 2009 befindet sich das Unternehmen in einem strengen Sanierungs- und Restrukturierungsprozess, wobei davon auszugehen ist, dass Vivacon sich dem Abschluss der Maßnahmen Ende 2011 nähert. Somit sollte die Gesellschaft auch das Testat für das Geschäftsjahr 2010 zeitnah erhalten. Zuletzt wurde bekannt, dass Vivacon den schwelenden Rechtsstreit mit der Nord/LB durch einen Vergleich beilegen konnte. Die Vereinbarung sieht im Wesentlichen vor, dass die Nord/LB auf Forderungen aus verschiedenen Darlehens- und Bürgschaftsvereinbarungen gegenüber Vivacon verzichtet und Vivacon im Gegenzug ihre Klage vom Juli 2010 zurückzieht. Vivacon hat sich im Zuge der Restrukturierung deutlich verschlankt und zählt aktuell 30 Mitarbeiter. Im Zentrum der aktuellen Geschäftstätigkeit steht die Akquisition von bestehenden und neu bestellten Erbbaurechtsgrundstücken. Vivacon bringt Immobilienexpertise ein und platziert gesammelte Erbbauverbriefungen am Kapitalmarkt. Die Gesellschaft ist mit einem jährlichen Erbbauzins-Cashflow von rund 15 Mio. EUR Marktführer in diesem Nischensegment. Diese Cashflows sind mit der Inflationsrate (VPI) indexiert, so dass ein vollständiger Inflationsschutz gegeben ist.

Die indexierten Cashflows werden durch die Vivacon gebündelt und im Rahmen von Verbriefungen am Kapitalmarkt refinanziert, was ein Alleinstellungsmerkmal der Gesellschaft darstellt. Der Erwerb der Erbbaurechtsgrundstücke erfolgt vorrangig von privaten Bestandshaltern und Immobilienentwicklern sowie von kommunalen Immobiliengesellschaften. Des Weiteren bietet die Vivacon ihre Expertise auf dem Gebiet der Immobilienentwicklung, Privatisierung und Vertrieb Dritten als Dienstleistungs- und Beratungsprodukt an. Die noch bis zum Jahr 2008 betriebenen umfangreichen Aktivitäten im Bereich Development und Portfoliohandel wurden im Zuge des Restrukturierungsprozesses im Wesentlichen eingestellt. Die Geschäftsentwicklung des Unternehmens wird mit dem fokussierten Geschäftsmodell stabiler, nachhaltiger und visibler.

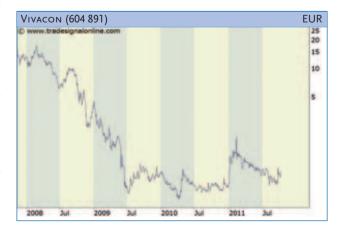
#### Chancen und Risiken

Vivacon konzentriert sich auf die Kernkompetenzen im Erbbaumarkt und kann von dem langjährigen Track Record profitieren. Das Segment Erbbaurecht ist im Wesentlichen ein Nischenmarkt, der sich durch hohe Markteintrittsbarrieren auszeichnet. So ist eine kritische Masse an Erbbaurechten erforderlich, und für das Management ist spezifiziertes Know-how notwendig. Entscheidend wird sein, die Sanierung zeitnah abzuschließen, um die Ressourcen ausschließlich auf das operative Geschäft lenken zu können. Solange bestehen ein Liquiditätsrisiko und wei-



| Vivacon AG                                       |                |
|--|----------------|
| Internetadresse                                  | www.vivacon.de |
| ISIN   | DE0006048911   |
| Wertpapierkennnummer (WKN)                       | 604891         |
| Bloombergkürzel                                  | VIA            |
| Kurs (07.10.2011; 16:48 ETR) in EUR              | 0,78           |
| Aktienanzahl in Mio.                             | 26,0           |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR                 | 20,3           |
| Free Float                                       | 76,5%          |
| NAV je Aktie (in EUR)                            | n.a.           |
| Abschlag des Kurses zum NAV                      | n.a.           |
| 52-Wochen-Hoch (in EUR)                          | 1,91           |
| 52-Wochen-Tief (in EUR)                          | 0,51           |
| Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück) | 49.386         |
| Absolute Performance (seit Jahresanfang)         | 21,1%          |
| Absolute Performance (gegenüber dem Vorjahr)     | 16,6%          |
| Geschäftsjahr                                    | 31.12.         |
| Nächster Termin                                  | n.a.           |

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



terhin ein Insolvenzrisiko. Außerdem ist durch das Fehlen des Geschäftsabschlusses 2010 und des Halbjahresberichts 2011 geringe Visibilität gegeben. Vivacon muss zeigen, dass das Geschäftsmodell nachhaltig ist und dass es gelingt, stetig zu akquirieren und sich mit Hilfe von Verbriefungen zu refinanzieren.

#### **Operative Entwicklung**

Die Gesellschaft befindet sich derzeit in einem Sanierungsprozess. In den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2010 ist ein Konzernjahresfehlbetrag von 29.075 TEUR (zum Halbjahr 2010: 20.739) entstanden, wobei die Verschlechterung gegenüber dem Halbjahr überwiegend aus der Stichtagsbewertung der abgeschlossenen Zins- und Inflationsswapvereinbarungen herrührt (-7.762 TEUR). Das EBIT in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres betrug -1.348 TEUR (zum Halbjahr 2010: +6.799 TEUR) und das EBITDA belief sich auf +2.744 TEUR (zum Halbjahr 2010: +10.674 TEUR).



Nobel residieren im Dalberger Hof in Mainz (oben); auch die belgischen Häuser in Köln gehören zum Vivacon-Portfolio.

Vivacon verzeichnete 2009 mit 51,1 Mio. EUR (Vorjahr: -139 Mio. EUR) wegen hoher Sanierungs- und Restrukturierungskosten einen hohen Konzernfehlbetrag. Es ist der Gesellschaft gelungen, eine Verbesserung von EBITDA nach hohem Verlust im Vorjahr (-49,5 Mio. EUR) auf -6,5 Mio. EUR zu leisten. Die Höhe der frei verfügbaren liquiden Mittel ist im Jahr 2009 mit 9,8 Mio. EUR nochmals gesunken (Vorjahr: 16,8 Mio. EUR). Für das Jahr 2010 rechnet die Gesellschaft bei einem weiter rückläufigen Geschäftsvolumen mit einem reduzierten Konzernverlust. Das Hauptziel für 2011 ist es, den Cashflow zu stabilisieren.

#### **Operativer Ausblick**

Entscheidender Meilenstein für die Vivacon wird der Abschluss der Restrukturierung sein. Im operativen Geschäft plant das Management, jährlich weitere Erbbauzins-Cashflows in Höhe von 2 bis 4 Mio. EUR zu akquirieren.

#### Zu erwartender Newsflow

Es ist zu erwarten, dass im Falle der erfolgreichen Restrukturierung größere Akquisitionen erfolgen. Vivacon plant, mittelfristig Partnerschaften im Bereich Development einzugehen.

#### **Fazit**

Das Management hat wichtige Schritte auf dem Weg zur abschließenden Sanierung absolviert. Aus dem operativen Geschäft sollte die Generierung stabiler Cashflows möglich sein, wobei das Wachstum des Unternehmens durch die Nischenpositionierung eingeschränkt ist. Vivacon ist ein möglicher Turnaround-Kandidat, aber mit aktuell noch hohen Risiken. Da zum Redaktionsschluss die Jahresabschlüsse nicht vorlagen, wird auf Schätzungen verzichtet.

Sebastian Hein, Bankhaus Lampe



## Diversifikationseffekte von Immobilien

Welche Streuungseffekte bewirken unterschiedliche Arten von Immobilieninvestments?

Gastbeitrag von Prof. Dr. Steffen Sebastian, Universität Regensburg, Lehrstuhl für Immobilienfinanzierung

In der derzeit unsicheren Marktlage steigt die Nachfrage nach Immobilieninvestments. Besonders in wirtschaftlich schwierigen Zeiten gelten diese als krisensicher und wertbeständig. Im Zuge der aktuellen Börsenturbulenzen hinterfragen Anleger solche Annahmen - zu Recht, denn nicht alle Immobilienvehikel wirken gleichermaßen risikominimierend. Von Anlageform zu Anlageform unterscheiden sich die Diversifikationseffekte deutlich - ein wesentlicher Aspekt zur Risikoreduktion. Als bedeutendster Faktor erweist sich die Menge der eingebundenen Immobilienobjekte, gefolgt von sektoraler und regionaler Diversifikation. Im Folgenden stellt der Beitrag das Diversifikationspotenzial verschiedener Immobilienvehikel vor: Offene Immobilienfonds, Immobilienaktien samt Sonderform REITs sowie geschlossene Immobilienfonds und Direktanlagen.

#### Offene Immobilienfonds (OIF)

In Deutschland entfällt ein Großteil des indirekten Immobilienbesitzes auf offene Immobilienfonds. Gute Diversifikationsmöglichkeiten gelten als nachfragestärkender Faktor. Ein OIF investiert in mehrere Anlageobjekte verschiedener Branchen, Regionen und Baujahre, die als Sondervermögen in einem Fonds gebündelt werden. Diese Allokation ist gesetzlich vorgeschrieben und sorgt für ein diversifiziertes Portfolio. Durch die relativ geringe Anlagesumme für den Erwerb eines Anteils (ab 25-75 EUR) minimieren Investoren darüber hinaus das Klumpenrisiko. Die geringe Losgröße dieses Investments ermöglicht ihnen ein Engagement in weiteren Assets wie Aktien und Anleihen, die mit Immobilien nur gering korrelieren. Für Privatanleger stellen OIFs daher eine gute Investmentoption dar, institutionelle Investoren sollten aufgrund der angepassten gesetzlichen Vorgaben ggf. auch andere Immobilienvehikel in Betracht ziehen.

#### Immobilien-Aktiengesellschaft und Real Estate Investment Trusts (REITs)

Interessant für institutionelle Investoren sind vorrangig Immobilien-Aktien und REITs - Immobilien-AGs mit steuerlicher Sonderbehandlung, die einer zusätzlichen Marktregulierung unterliegen. So gewährleisten die in der Regel börsennotierten Anlageformen im Gegensatz zu OIFs die tägliche Handelbarkeit. Durch die Börsennotierung ergibt sich allerdings eine kurzfristige Korrelation mit dem Aktienmarkt. Langfristig nähern sie sich jedoch der Wertentwicklung von Immobilien an. REITs und Immobilien-Aktiengesellschaften sind oftmals auf ein bestimmtes Immobiliensegment spezia- Prof. Dr. Steffen Sebastian lisiert, was den Diversifikati-



onseffekt auf Ebene des einzelnen Investments schmälert. Daher empfiehlt sich vor allem auch für Privatanleger eine Fondskonstruktion, die mehrere REITs oder Immobilien-Aktiengesellschaften bündelt. Für US-REITs wird ein solcher Fonds bereits seit 1997 von der Lacuna AG angeboten. In der jüngeren Zeit wurden weitere Fonds für andere Segmente auch von anderen Anbietern, etwa für den europäischen Markt, aufgelegt.

#### Geschlossene Immobilienfonds und Direktanlagen

Hohes "Klumpenrisiko" und daher kaum Möglichkeit zur Risikostreuung - diese beiden Faktoren stechen bei der Betrachtung des Diversifikationseffekts von geschlossenen Immobilienfonds und Direktanlagen hervor. Beide Anlageformen investieren in der Regel in ein einziges Objekt. Allerdings liegt der Kapitalaufwand bei der Direktanlage um ein Vielfaches höher als bei einem geschlossenen Fonds, der bereits ab ca. 10.000 EUR erworben werden kann. Echte Diversifikation lässt sich aber auch mit zehn geschlossenen Fonds noch nicht erreichen.



Panoramabild von Berlin; Foto: Axel Heuting/pixelio.de

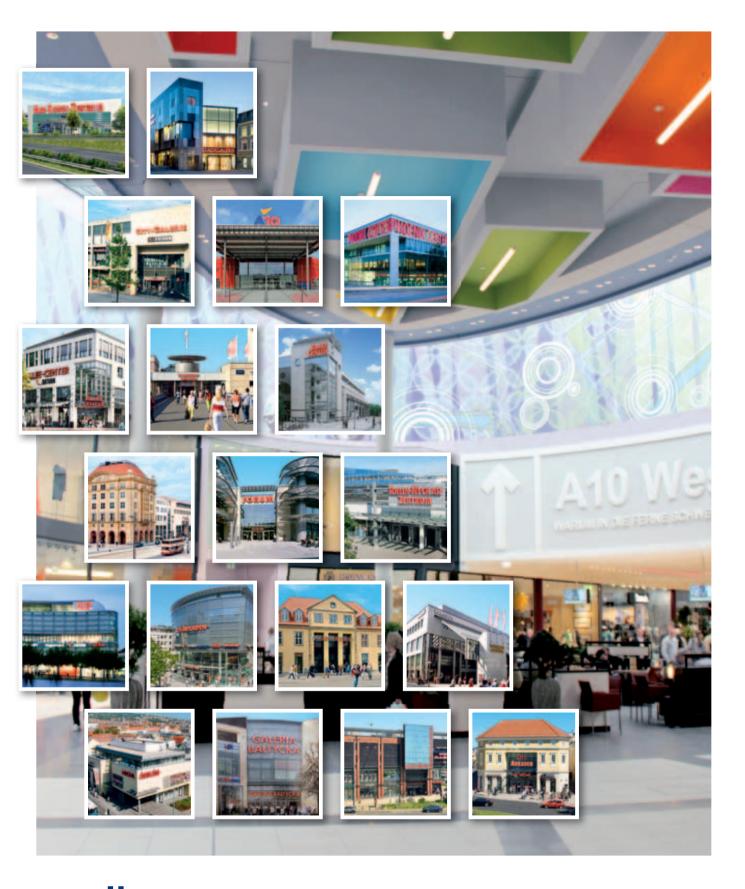


### Besonderes leisten.

Sie sind anspruchsvoll. Sie suchen die persönliche Ansprache. Sie erwarten eine individuelle Betreuung. Genau das sind seit mehr als 150 Jahren unsere Stärken. Ob vermögender Privatkunde, mittelständischer Unternehmer oder institutioneller Anleger – wir nehmen uns Zeit. Nur so lernen wir Sie kennen. Und erst dann können wir Sie bei Ihren finanzstrategischen Fragen ganzheitlich und produktneutral beraten. Rufen Sie uns doch einfach an. Telefon 0211 4952-0.

www.bankhaus-lampe.de





## 4 LÄNDER 19 STANDORTE

