

Immobilienstudie 2011

Stresstest im Inflations- und Deflationsszenario

Zusammenfassung	2
Einleitung	3
Marktumfeld	4
Zwei Drohszenarien	9
Fazit	23
Unternehmen	25
Hamborner REIT AG	25
Patrizia Immobilien AG	27
Peach Property Group AG	29
Polis Immobilien AG	31
KWG Kommunale Wohnen AG	33
Fair Value REIT-AG	35
Westgrund AG	37
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	39
Estavis AG	41
CR Capital Real Estate AG	43
Anhang	45
Pflichtangaben gemäß §34b WpHG und FinAnV	45
Haftungserklärung	49
Urheberrecht	50
Die Acon Actienbank AG stellt sich vor	51

Analysten
Dr. Adam Jakubowski

ACON Actienbank AG
Promenadeplatz 12
80333 München

Internet: www.aconbank.de
E-Mail: info@aconbank.de
Telefon: +49 (0)89 244118 300
Telefax: +49 (0)89 244118 310

Zusammenfassung

- **Unsicherheit belastet Immobilienaktien:** Die deutschen Immobilienaktien gehörten in der letzten Krise zu den größten Verlierern und haben auch während der seit dem März 2009 anhaltenden Erholung nur einen geringen Teil der vorangegangenen Verluste aufholen können. Neben operativen Problemen spiegelt sich darin die ausgeprägte Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung und insbesondere über die Nachhaltigkeit der derzeitigen Geldpolitik wider.
- **Inflation und Deflation als Drohszenarien:** Dabei finden sich in der aktuellen Diskussion annähernd so viele Argumente, die für ein erneutes Abrutschen in eine Rezession und Deflation sprechen, wie Erklärungen, warum die aktuelle Politik unweigerlich bald in eine sprunghaft ansteigende Inflation münden muss. Für den Immobiliensektor bedeuten beide Szenarien gleichermaßen deutliche Nachteile, weswegen sich deren Präsenz in der öffentlichen Diskussion und vor allem in den Köpfen der Anleger belastend auf die Wahrnehmung der Chance-Risiko-Relation von Immobilienaktien auswirkt. Das negative Sentiment dürfte zumindest eine partielle Erklärung für die bisherige Underperformance der Branche liefern.
- **Systematische Analyse von 10 Unternehmen:** Um die Frage nach den konkreten Auswirkungen dieser Drohszenarien auf die Immobiliengesellschaften eingehend zu untersuchen, haben wir eine Auswahl von zehn in Deutschland aktiven Immobilienunternehmen aus unterschiedlichen Segmenten des Sektors einer genaueren Prüfung unterzogen und auf der Basis eines breiten Kriterienkatalogs hinsichtlich der zu erwartenden Widerstandsfähigkeit für den Fall einer anziehenden Inflation resp. einer Deflation systematisch analysiert.
- **Erfreuliches Ergebnis:** Im Durchschnitt scheinen die Unternehmen aus den früheren Fehlern gelernt zu haben und der Risikobegrenzung nun ein hohes Gewicht beizumessen. Mit höheren Eigenkapitalquoten, langfristigen Kreditlaufzeiten und der Fokussierung auf bessere leistungswirtschaftliche Kennzahlen wirken die Unternehmen unserer Auswahl stabil genug, um das Eintreten eines der beiden Drohszenarien ohne existenzbedrohende Einbrüche zu überstehen.
- **Unternehmensindividuelle Aspekte entscheidend:** Für den Deflationsfall scheinen dabei prinzipiell die Bestandshalter besser gewappnet, während die Projektentwickler von einem inflationären Szenario tendenziell weniger betroffen wären. Entscheidend aber sind unternehmensindividuelle Aspekte wie die Bilanz- und Verschuldungsstruktur oder die operative Stärke.
- **Chance auf anhaltende Outperformance:** Die in den letzten sechs Monaten zu beobachtende Outperformance des Sektors lässt darauf schließen, dass sich diese Erkenntnis langsam durchsetzt und damit eine Gewichtsverschiebung zugunsten der offensichtlichen Chancen des aktuell äußerst attraktiven Umfelds bewirkt. Solange hier keine gravierenden Änderungen eintreten, halten wir deswegen eine Fortsetzung dieses Aufholprozesses und damit eine Outperformance der Immobilienaktien kurz- und mittelfristig für wahrscheinlich.

*Von zwei Seiten be-
drängt*

*Ampeln stehen auf
grün*

Einleitung

Die deutschen Immobilienaktien gehören seit Mitte des letzten Jahres zu den erfolgreichsten Titeln auf dem hiesigen Kurszettel und scheinen damit die langjährige Schwächephase überwunden zu haben. Diese war durch die reihenweise enttäuschten Erwartungen und verfehlten Prognosen der letzten Haussephase besonders schmerzhaft ausgefallen, im Schnitt der letzten fünf Jahre gehören die Aktien der Bestandshalter, Projektentwickler und Immobilienhändler deswegen trotz der jüngsten Belebungszeichen immer noch zu den schwächsten Performern. Als wichtiger Grund dafür gilt die vergleichsweise hohe Verschuldung des Sektors, die gerade im Zuge der Bankenkrise und der daraus resultierenden Kreditverknappung einigen Akteuren zum Verhängnis geworden ist und viele andere zumindest ins Straucheln brachte. Die Erinnerung daran, verbunden mit den hohen Kreditvolumina, die demnächst umgeschuldet werden müssen, lastete noch auf den Börsenkursen der Immobilienaktien, als der breite Markt schon längst in den Erholungsmodus geschaltet hatte. Als zusätzliche Belastung wirkte sich dabei aus, dass selbst die Anleger, die die Gefahr der Wiederkehr der Finanzkrise für gering erachten und eher die Inflationsrisiken der aktuellen Geldpolitik betonen, einen großen Bogen um Immobilienaktien machten. Gelten diese doch aufgrund der hohen Fremdfinanzierungsquote als überdurchschnittlich zinssensitiv und damit als potenzielle Verlierer eines inflationären Szenarios. Mit anderen Worten werden die beiden derzeit heiß gehandelten Szenarien, namentlich die zunehmende Inflation oder das erneute Abrutschen in ein deflationäres Umfeld, prinzipiell mit Nachteilen für Immobiliengesellschaften verbunden.

Ob zu Recht, war die Leitfrage unserer Studie. Zu ihrer Beantwortung haben wir eine Auswahl von zehn in Deutschland aktiven Immobiliengesellschaften mit unterschiedlichen geschäftlichen Schwerpunkten einer systematischen Prüfung unterzogen und dabei ihre Widerstandsfähigkeit gegen die beiden Drohszenarien untersucht. Es zeigten sich dabei große Unterschiede, doch insgesamt war das generierte Bild erfreulich. Die Unternehmen scheinen aus der letzten Krise gelernt zu haben und legen nun einen hohen Wert auf die Risikobegrenzung. Dies manifestiert sich u.a. in höheren Eigenkapitalquoten, langlaufenden Kreditverträgen und dem Bemühen um die Verbesserung der operativen Leistungsdaten im „daily business“.

Wie die eingangs erwähnte kurzfristige Outperformance der Immobilienaktien zeigt, scheinen wegen dieses erkennbaren Paradigmenwechsels auch die Sorgen der Anleger zugunsten der Chancen des Immobiliensektors in den Hintergrund zu treten. Und diese sind beachtlich: Angefangen mit dem dynamischen Wachstum der Gesamtwirtschaft, über das historisch niedrige Zinsniveau und die nach wie vor im internationalen Vergleich moderaten Preise bis zu dem absehbaren Angebotsengpass in zahlreichen Teilen des Wohnungsmarktes spricht aktuell Vieles für die Immobilie und damit auch für die Immobilienaktien.

Immobilienaktien im Schatten der Fonds

Katerstimmung nach dem letzten Hype

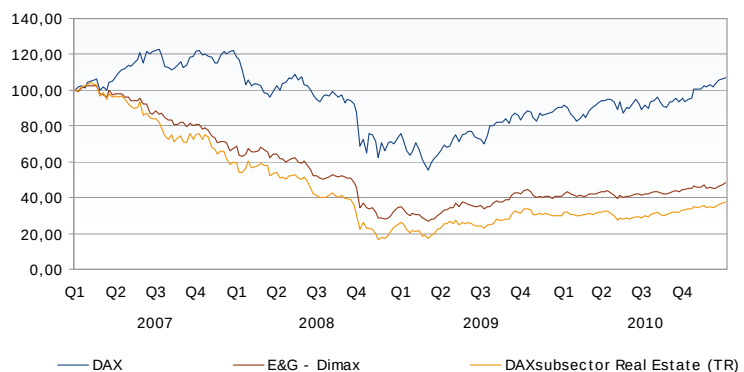
Marktumfeld

Anders als in den USA, wo börsennotierte Immobiliengesellschaften bereits seit Jahrzehnten als eine Form des Immobilieninvestments etabliert sind, ist die Anlageklasse hierzulande noch relativ überschaubar. Während sich in den USA Ende 2009 allein 141 REITs mit einer kumulierten Marktkapitalisierung von über 271 Mrd. US-Dollar auf den Kurszetteln fanden, liegt der kumulierte Börsenwert aller deutschen Immobilienunternehmen (nicht nur REITs) bei einem Bruchteil dieser Summe: Der von der Privatbank Ellwanger & Geiger seit 1995 berechnete E&G DIMAX-Index, der älteste und mit 75 enthaltenen Gesellschaften der umfassendste Wertmesser für die Branche, weist aktuell (Dezember 2010) eine Marktkapitalisierung von gerade mal 10,4 Mrd. Euro auf. Eine wichtige Ursache dafür ist sicherlich die starke Rolle der offenen und geschlossenen Immobilienfonds, die in Deutschland (im letzteren Fall auch dank der früheren Steuervorteile) traditionell das Geschäft mit der institutionalisierten Immobilienanlage dominiert haben. So verwalteten die hiesigen offenen Immobilienfonds Ende 2009 rund 61 Mrd. Euro an Anlagegeldern, das Volumen der geschlossenen Immobilienfonds belief sich zum selben Zeitpunkt sogar auf 65,6 Mrd. Euro.

Enttäuschende Performance seit 2007

Einen Teil der Verantwortung für ihr Nischendasein trägt die Branche allerdings auch selbst. Als Mitte des letzten Jahrzehnts der Einstieg angelsächsischer Finanzinvestoren den deutschen Immobilienmarkt aus seinem langjährigen Dornröschenschlaf weckte, ließen sich viele der hiesigen Akteure von der aufkommenden Euphorie mitreißen. Bietergefechte, übertriebene Kaufpreise, hochgehebelte Finanzierungsmodelle und zu ehrgeizige Bewertungsansätze waren die Folgen dieses Hypes, mit denen zahlreiche Unternehmen bis heute zu kämpfen haben.

Immobilienaktien mit Ladehemmungen



Quelle: Deutsche Börse, Ellwanger & Geiger

Die dadurch verursachte katastrophale Kursentwicklung der meisten Immobilienaktien hat dann ihr übriges dazu beigetragen, das Vertrauen in diese Anlageklasse zu untergraben. Zwischen Februar 2007 und März 2009 verlor der DIMAX-Index mehr als drei Viertel seines Wertes, auch bei der anschließenden Erholung blieb er hinter dem breiten Markt (DAX30) zurück. An dem Bild ändert sich auch wenig, wenn man statt

Starke Outperformance seit Mitte 2010

Anstieg von Woh- nungsmieten stimmt zuversichtlich

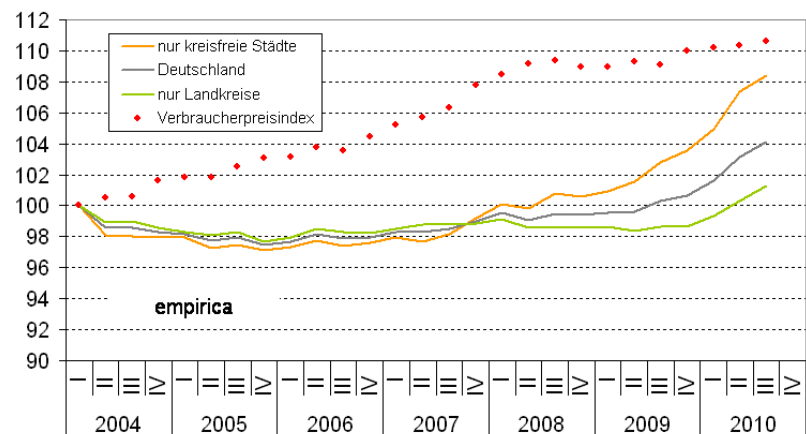
des DIMAX den von der Deutschen Börse aufgelegten DAXsubsector Real Estate Performance-Index heranzieht, der sich auf die 21 Immobilienwerte aus dem Prime und dem General Standard beschränkt. Dieser hat zwar seit dem Tiefpunkt der Krise im März 2009 den DAX um gut 30 Prozentpunkte outperformt, liegt aber immer noch rund 65 Prozent unter seinem Höchststand vom Februar 2007. Zum Vergleich: Der DAX, der erst Ende 2007 sein letztes Zyklushoch erreichte, liegt inzwischen nur noch 12 Prozent darunter. Aber auch die hohen Abschlüsse auf die Nettosubstanzwerte (NAV), die teilweise in den mittleren zweistelligen Bereich hineinreichen, signalisieren trotz aller Einschränkungen dieser Kennzahl, dass die Erholung des Sektors noch nicht weit fortgeschritten ist.

Positive Signale nehmen zu

Doch inzwischen häufen sich die Anzeichen, dass die Immobilienaktien wieder stärker in den Fokus der Anleger rücken. Betrachtet man beispielsweise ausschließlich die Performance seit Mai 2010, weist der DAXsubsector Real Estate Performance-Index ein beachtliches Plus von 33 Prozent auf, rund 10 Prozentpunkte mehr als der Leitindex. Es scheint sich nun verstärkt auszuzahlen, dass viele (wenn auch bei Weitem noch nicht alle) der Unternehmen die letzten zwei Jahre genutzt haben (zum Teil gezwungenermaßen), um ihre Bilanzen und Portfolios aufzuräumen und die Geschäftsmodelle neu zu justieren. Dazu gehörten u.a. schmerzhaftes Abschreibungen auf die Bestände bzw. deren Verkäufe, massive Kapitalerhöhungen und in vielen Fällen auch der Austausch von Führungsmannschaften.

Dadurch kann sich der Blick aber nun ungestört(er) auf die Zukunft und die Perspektiven der Immobilienunternehmen richten. Und damit auf mehrere vielversprechende Aspekte, die zuletzt zu wenig Beachtung gefunden haben. Dazu gehört in erster Linie das außerordentlich günstige Zinsumfeld, das nicht nur die Finanzierungskosten auf Rekordtiefs gedrückt hat, sondern auch Investoren in der Suche nach noch relativ rentierlichen Anlagen auf die Immobilien aufmerksam macht. Beispielsweise erwägen Presseberichten zufolge immer mehr Versicherungsgesellschaften, ihren Immobilienanteil aufzustocken, um damit die Garantieverzinsungen zu erwirtschaften, die Staatsanleihen nicht mehr abwerfen. Im Unterschied zum vorletzten Jahr geht das niedrige Zinsniveau inzwischen mit einer wieder erhöhten Kreditverfügbarkeit einher, wenn sich auch diese für bestimmte Segmente wie z.B. für Neuprojekte im Büroimmobilienbereich noch auf einem niedrigen Niveau bewegt.

Für Rückenwind sorgen aber auch aktuelle Trends auf dem Immobilienmarkt selbst, wie etwa die nach einer langen Durststrecke wieder steigenden Wohnungsmieten. Nach einer Analyse des Marktforschungsinstituts Empirica lagen die inserierten Mietpreise im dritten Quartal im Bundesdurchschnitt um 3,8 Prozent über dem Vorjahr, für die kreisfreien Städte betrug der Zuwachs sogar durchschnittlich 5,4 Prozent.

Kreisfreie Städte vorneweg

Quelle: empirica

**Transaktionsvolumen
auf Erholungskurs**

Auch für den Gewerbeimmobilienbereich häufen sich die positiven Signale. So erhöhte sich nach Angaben des Retail Real Estate Reports das Transaktionsvolumen im ersten Halbjahr 2010 gegenüber den ersten sechs Monaten 2009 um 162 Prozent auf 8,65 Mrd. Euro. Dafür mitverantwortlich ist die Rückkehr ausländischer Investoren, deren Anteil an den Gesamttransaktionen von lediglich 15,1 Prozent in 2009 auf 52,8 Prozent in den ersten sechs Monaten 2010 hochgeschwungen ist. Besonders im Augenmerk der Anleger stehen dabei aktuell hochwertige Einzelhandelsimmobilien wie Einkaufszentren. Hier liegt das Halbjahresinvestitionsvolumen 2010 mit 4,11 Mrd. Euro bereits um 0,6 Mrd. Euro über dem Wert des gesamten Vorjahres. Auch wenn damit das Niveau der Boomjahre noch weit entfernt ist – 2006 wurden beispielsweise Einzelhandelsimmobilien im Wert von knapp 18 Mrd. Euro umgesetzt –, spricht die Branche von einer deutlichen Normalisierung der Lage.

Der Büroimmobilienmarkt hingegen hinkt der Entwicklung etwas hinterher. Obwohl die vermietete Fläche an den Top-6-Bürostandorten in Deutschland nach Angaben des Immobiliendienstleisters Jones Lang LaSalle (JLL) in den ersten neun Monaten 2010 um 17 Prozent auf 1,9 m² zugelegt hat und auch für das Gesamtjahr eine 11-prozentige Steigerung erwartet wird, sorgt insbesondere die noch steigende Leerstandsquote für allenfalls stagnierende Spitzenmieten.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Umsatz (Mio. m²)	2,05	2,38	2,72	3,14	2,91	2,10	2,33	2,41
Veränderung (%)	-2	+16	+15	+15	-8	-28	+11	+3
Leerstand (%)	10,6	10,8	10,3	9,3	8,9	9,9	10,8	10,8

Quelle: Jones Lang LaSalle (JLL); 2010 und 2011 Prognose

**Stabilisierung bei
Büromieten**

Vor allem aufgrund der weiterhin noch hohen Zahl der Fertigstellungen, die in Frankfurt in den ersten neun Monaten 2010 sogar mehr als zwei Prozent der Gesamtfläche erreichte, legte der Anteil der unvermieteten Büroimmobilien mit Ausnahme Berlins in allen Metropolen zu, in Hamburg sogar um 13 Prozent. Den höchsten absoluten Wert weist der Frankfurter Büroimmobilienmarkt auf, der überproportional von der Kri-

se des Finanzsektors getroffen worden war. Der in der folgenden Tabelle sichtbare Rückgang der Mieten ist allerdings hauptsächlich der Entwicklung im ersten Halbjahr geschuldet, inzwischen häufen sich nach Angaben von JLL die Anzeichen einer Stabilisierung der Spitzenmieten. Dies gilt insbesondere für die nichtmonetären Anreize wie beispielsweise mietfreie Monate, ohne die in den vergangenen 18 Monaten kaum ein Abschluss getätigt werden konnte und die inzwischen deutlich an Bedeutung verlieren.

Stadt	Leerstand (%)			Spitzenmiete (€/m ²)	
	2009	2010 (Q3)	Änderung	2009	2010 (Q3)
Berlin	9,4	9,3	-1,06%	20	20
Düsseldorf	12,3	12,5	1,63%	22	22,5
Frankfurt	13,6	14,2	4,41%	34	33
Hamburg	8,3	9,4	13,25%	23	22,5
München	9,6	10,1	5,21%	28,5	28,5
Stuttgart	6,7	6,9	2,99%	17,5	17,5

Quelle: Jones Lang Lasalle (JLL)

Trendwende an Topstandorten vollzogen

Eine Trendwende sowohl beim Leerstand als auch bei den Mieten erwarten die Marktforscher von JLL für das laufende Jahr. Unterstrichen wird das durch die Performance des von JLL berechneten VICTOR „Prime 5“-Index, der als Frühindikator die Entwicklung in den 1A-Lagen der fünf wichtigsten Bürostandorte (wie oben, nur ohne Stuttgart) nachzeichnet. Dieser hat im dritten Vierteljahr mit einem Quartalsplus von 2,8 Punkten den stärksten Zuwachs seit dem Tiefpunkt der Krise verzeichnet und signalisiert damit eine an Dynamik gewinnende Erholung der Situation in den Toplagen. Von dieser Entwicklung sollten mit einer Verzögerung auch die übrigen Lagen erfasst werden, wenn auch nach Aussage von JLL von einer Bodenbildung für Durchschnittsobjekte in Sekundärlagen „noch nicht gesprochen werden kann“.



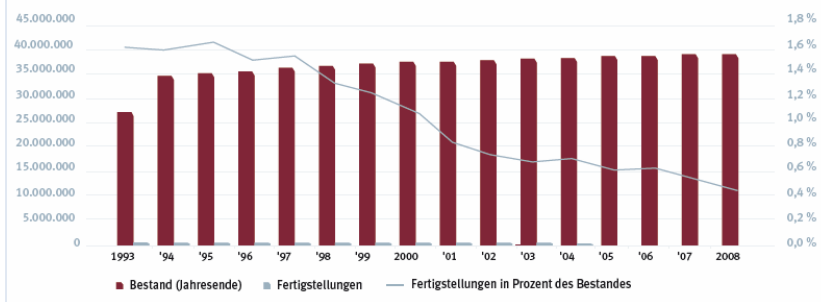
Quelle: Jones Lang Lasalle (JLL)

Geringe Bautätigkeit

Neben den aktuell spürbaren Erholungstendenzen sollten der deutsche Immobilienmarkt und hier insbesondere der Wohnsektor mittel- und langfristig von der Kombination der demographischen Entwicklung und der seit Jahren völlig unzureichenden Bautätigkeit profitieren. Nach dem Patrizia-Wohnungsmarktbericht 2010/2011 summierte sich die Zahl der in Deutschland im Zeitraum von 2007 bis 2009 fertiggestellten Wohnungen auf gerade einmal 1 Prozent des Bestandes. Dies ist nicht nur der mit Abstand tiefste Wert innerhalb der EU, sondern auch der bisherige Tiefpunkt einer langjährigen Entwicklung, in deren Verlauf die Quote seit 1993 jedes Jahr weiter zurückgegangen ist. Wie dem nachfolgenden Diagramm zu entnehmen ist, betrug der Wert 2009 nur noch 0,4 Prozent, nach 1,6 Prozent zu Beginn des dargestellten Zeitraums.

Stillstand am Bau

WOHNUNGSBESTAND UND FERTIGSTELLUNGEN IM ZEITABLAUF



Quelle: PATRIZIA Wohninvestment-Kompass Deutschland

Wohnungsmangel absehbar

Da auch für die nächsten Jahre keine gravierende Verbesserung abzu-sehen ist, wird wegen der trendmäßig weiter steigenden Zahl der Haushalte und des zunehmenden Pro-Kopf-Flächenverbrauchs der Wohnungsmarkt fast schon zwangsläufig in eine ausgeprägte Angebotslücke hineinwachsen, die sich in klar steigenden Mieten und Preisen bemerkbar machen dürfte.

Leerstand, Kreditfälligkeiten und Krise der offenen Immobilienfonds

Ungelöste Probleme

Vor dem Hintergrund dieser positiven Anzeichen sowie der seit der Jahresmitte erzielten Outperformance der Immobilienaktien hegen viele Marktteilnehmer die Hoffnung, dass es mit den Branchentiteln nun stetig aufwärts geht. Gegen zu große Euphorie spricht andererseits die Tatsache, dass es im Markt noch viele ungelöste Probleme gibt, die zwar in erster Linie auf den davon direkt betroffenen Unternehmen lasten, aber darüber hinaus auch die Stimmung für den Gesamtsektor noch dämpfen. Dazu gehören die hohen und zuletzt noch ansteigenden Leerstände im Büroimmobilienbereich (siehe oben), der in den nächsten Jahren anstehende Refinanzierungsbedarf für Gewerbeimmobilien, der sich Schätzungen der Deka-Bank zufolge in den Jahren 2010 bis 2013 europaweit auf 640 Mrd. Euro summieren dürfte, und nicht zuletzt die anhaltenden Krisenmeldungen aus dem Bereich der offenen Immobilienfonds.

Gerade die Krisenmeldungen aus dem Bereich der offenen Immobilienfonds färben negativ auf den gesamten Immobiliensektor ab. Obwohl die hier zutage tretenden Probleme größtenteils einer Fehlkonstruktion des Anlagekonzepts geschuldet sind, das an der Kombination von ausgesprochen illiquiden Assets und dem Versprechen einer hohen Liquidität für die Investoren krankt, werfen sie auch ein Schlaglicht auf einen anderen Aspekt, namentlich die Frage der Immobilienbewertung. Die Tatsache, dass die nun liquidierten Fonds ihre Bestände teilweise um bis zu 50 Prozent abwerten müssen, lässt viele Anleger an der Verlässlichkeit der üblichen Bewertungsmethoden und der unabhängigen Gutachter zweifeln. In Verbindung mit den noch frischen Erinnerungen an ähnliche Korrekturen bei einigen Immobilien-Aktiengesellschaften und den vielfach nach wie vor hohen Verschuldungsgraden ist dies sicherlich eine der zentralen Ursachen für die zu beobachtenden NAV-Abschläge. Wird Abschreibungsbedarf im Portfolio ersichtlich, kann sich der Discount auch über eine Schmälerung des Eigenkapitals auflösen.

Zwei Drohszenarien

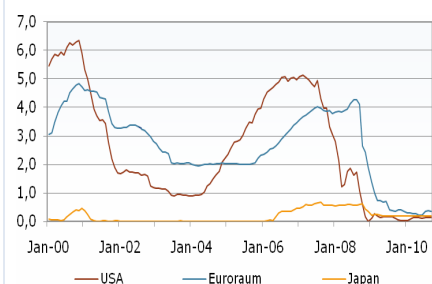
Der Verschuldungsaspekt und die Frage der Angemessenheit der Immobilienbewertung gewinnen zudem dadurch an Brisanz, dass viele Marktteilnehmer das aktuelle monetäre Umfeld für äußerst labil halten und – je nach Standpunkt und Gewichtung der einzelnen Argumente – eine baldige starke Inflation bzw. ein Double-Dip-Szenario, also das erneute Abrutschen der Wirtschaft in eine Rezession mit anschließender Deflation, für wahrscheinlich halten. An Argumenten für beide Szenarien mangelt es nicht.

Inflation

Extrem niedriges Zinsniveau

Für Inflationsängste sorgt dabei insbesondere der beispiellos expansive Kurs der meisten Zentralbanken, der nicht nur Rekordtiefs bei den Leitzinsen beinhaltet, sondern auch das sogenannte Quantitative Easing, also den massiven Kauf von Wertpapieren zur Entlastung der Rentenmärkte. Einen Eindruck der enormen Dimension der vollzogenen Leitzinssenkungen gibt die nebenstehende Grafik, in der die Entwicklung der nominellen und realen Zinsen in den USA, Japan und dem Euroraum dargestellt ist. Demnach liegen die Raten in allen drei Regionen seit Ende 2008 bei oder nahezu bei Null, was in Verbindung mit den (noch) positiven Teuerungswerten für negative Realzinsen von bis zu -2 Prozent sorgt. Damit liegt das Zinstief nicht nur deutlich niedriger als während der Rezession nach dem Platzen der New-Economy-Blase, sondern es hält auch länger an. Das Beispiel Japans, dessen Zinskurve im gesamten hier abgebildeten Zeitraum nahe der waagerechten Achse verläuft, zeigt zudem, dass eine noch längere Fortsetzung dieser Politik nicht undenkbar ist.

Nominalzinsentwicklung



Realzinsentwicklung



Quelle: IWF, WOE Oktober 2010

Quantitative Easing

Gerade angesichts des abschreckenden Beispiel Japans, das seit Anfang der 1990er Jahre an den Folgen einer geplatzten Immobilienblase leidet, scheinen die Zentralbanken entschlossen, diesen Kurs noch länger beizubehalten, um einen neuerlichen Absturz zu verhindern. Dies gilt insbesondere für Länder mit ausgewachsenen strukturellen Problemen wie den USA mit dem daniederliegenden Immobilienmarkt, weswegen die im Herbst beschlossene Neuauflage bzw. Verlängerung des Quantitative-Easing-Programms durch die FED kaum jemanden überrascht haben dürfte. Dabei hat die amerikanische Zentralbank bereits bis zum Ende des dritten Quartals 2010 Wertpapiere in einem Volumen von 13,8 Pro-

zent des BIP aufgekauft, auch in Großbritannien lag die Quote in einer ähnlichen Größenordnung (13,7 Prozent). Bezogen auf das jeweilige Neuemissionsvolumen hat die Bank of England im vorletzten Jahr 86,5 Prozent aller Neuemissionen absorbiert.

	Bestand (% des BIP)			Käufe (% der Emissionen)			
	2008	2009	2010 (Q3)	2009	2010		
					Q1	Q2	Q3
FED	3,3	13,4	13,8	20,9	0,0	0,0	2,3
EZB	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	16,0	1,2
BoE	0,0	13,0	13,7	86,5	13,3	0,0	0,0

Quelle: IWF, Fiscal Monitor, November 2010

Lädierte Staatshaushalte

Aufgrund der im Zuge der Krise lädierten Bankbilanzen spiegelt die Entwicklung der Kreditvergabe an den privaten Sektor dieses Geldschöpfungspotenzial noch nicht wider, stattdessen haben aber die Staaten ihre Verschuldung massiv ausgeweitet. So hat sich von 2007 bis 2009 der Saldo der öffentlichen Haushalte global von -0,4 auf -6,8 Prozent verschlechtert, in den USA stieg das Defizit gar von -2,7 auf -12,9 Prozent des BIP und dürfte auch 2010 und 2011 auf sehr hohem Niveau verharren.

	2007	2008	2009	2010	2011
Welt	-0,4	-2,0	-6,8	-6,0	-4,9
OECD-Länder	-1,1	-3,7	-8,9	-8,1	-6,8
Schwellenländer	0,0	-0,6	-4,8	-4,2	-3,3
USA	-2,7	-6,7	-12,9	-11,1	-9,7
Großbritannien	-2,7	-4,9	-10,3	-10,2	-8,1

Quelle: IWF, Fiscal Monitor, November 2010

Vor diesem Hintergrund ist die Existenz eines monetär bedingten Inflationspotenzials unstrittig und eine hieraus resultierende Inflationsgefahr zumindest mittelfristig nicht von der Hand zu weisen. Die Frage lautet nur, auf welchem Wege dies passieren könnte. Als denkbare Transmissionsmechanismen bzw. Auslöser, die das aufgrund der lockeren Geldpolitik vorhandene Inflationspotenzial auch hierzulande in handfeste Teuerungsraten umschlagen lassen könnten, werden dabei von den Verfechtern der Inflationsthese mehrere Trends angeführt, die wir im Infokasten 1 zusammengefasst haben.

Rohstoffhausse: Insbesondere aufgrund des dynamischen Nachfragewachstums aus den Emerging Markets zeigen viele Rohstoffpreise steile Aufwärtstrends. Eine besondere Rolle spielt dabei China, das inzwischen bei vielen Basisstoffen zum größten Verbraucher aufgestiegen ist. So zum Beispiel auch beim Kupfer, dessen Einfuhren nach China sich allein seit 2000 mehr als versechsfacht haben und dessen Preis sich seit dem krisenbedingten Einbruch vor zwei Jahren inzwischen um mehr als 200 Prozent erhöht hat.

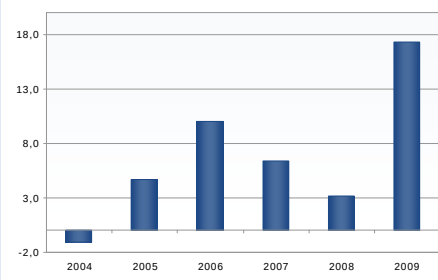
Rohstoffknappheit: Auf einzelnen Rohstoffmärkten werden inzwischen in Folge des Nachfragewachstums bei gleichzeitig nur begrenzten Potenzialen zur Angebotsausweitung Lieferengpässe befürchtet. Für entsprechende Schlagzeilen sorgte beispielsweise im Herbst die Gruppe der Metalle der Seltenen Erden, deren Verfügbarkeit durch die restriktive Exportpolitik des größten Herstellers, Chinas, bedroht sein könnte. Aber auch so alltägliche Waren wie Baumwolle, das einen ähnlichen Preischart aufweist wie Kupfer, werden knapper. Nach Angaben der Fachzeitschrift "Textilwirtschaft" sehen sich aktuell zwei Drittel der Modeanbieter mit Versorgungsproblemen konfrontiert; Schätzungen zufolge werden im Branchenschnitt 15 Prozent der bestellten Artikel gar nicht geliefert. Viele Konsummittelhersteller wie eben die Modebranche oder die Süßwarenhersteller warnen deswegen bereits vor steigenden Abgabepreisen.

Liquiditätsschwemme: Die durch die Geldpolitik ausgelöste Liquiditätsschwemme in Verbindung mit niedrigen Zinsen und dem daraus resultierenden Mangel an rentierlichen Anlageformen führt zu einem preistreibenden Ansturm auf diejenigen Vermögensklassen, die noch halbwegs ordentliche Renditen versprechen. Dazu gehören aufgrund der Erwartung weiter steigender Preise auch zahlreiche Rohstoffe, was die aufwärtsgerichteten Preistrends weiter verstärkt.

Rasanter Lohnanstieg in China:

Die Zeiten, in denen sich Chinas niedrige Lohnkosten direkt (über günstige Importe) als auch indirekt (über die Angst der hiesigen Arbeitnehmer vor Betriebsverlagerungen) stark dämpfend auf unser Lohn-Preis-Gefüge auswirkten, scheinen zu Ende. Beflügelt durch die zunehmende Arbeitnehmerknappheit gerade in den prosperierenden Küstenregionen haben die durchschnittlichen Monatsverdienste letztes Jahr um 17 Prozent zugelegt (vgl. Grafik), auch für dieses Jahr wird mit einem starken Anstieg gerechnet. So hat beispielsweise der Auftragsfertiger Foxconn die Gehälter um ein Drittel angehoben, ähnliche Steigerungsraten werden auch von anderen Unternehmen der Küstenregionen berichtet.

Monatsverdienstanstieg in China



Quelle: Economist

Fachkräftemangel in Deutschland: Neben den zahlreichen externen Inflationsrisiken könnte auch dieses hausgemachte Problem zum starken Anstieg der Lohn-Preis-Spirale beitragen. Sollten sich die – seitens der Wissenschaft zuletzt allerdings relativierten – Warnungen bestätigen, dass bereits heute, also in einer Frühphase des Aufschwungs, mehr als 60.000 Fachkräfte fehlen, würde das zu rasch steigenden Lohnforderungen und -abschlüssen führen. Ein weiterer Arbeitsplatz-aufbau im bisherigen Tempo in Verbindung mit dem demographisch bedingten Rückgang des Arbeitskräfteangebotes dürfte die Wahrscheinlichkeit rasch steigender Löhne weiter erhöhen.

Hohe Kapazitätsauslastung: Auch die Kapazitätsreserven scheinen begrenzt zu sein. So lag die Kapazitätsauslastung des Verarbeitenden Gewerbes im dritten Quartal bereits bei 83,2 Prozent und damit über dem Schnitt der letzten zehn Jahre und nur unwesentlich unter dem Mittelwert seit 1990, in den auch der Wiedervereinigungsboom einfließt, der bekanntlich eine Phase hoher Inflationsraten zur Folge hatte. Gleichzeitig haben sich die deutschen Nettoanlageinvestitionen in Relation zum BIP seitdem halbiert, was das Potenzial für inflationsfreies Wachstum entsprechend reduziert.

Wachstumsdivergenzen in Europa: Speziell aus deutscher Sicht wirken sich im Hinblick auf ein mögliches Inflationsproblem die markanten Wachstumsunterschiede innerhalb des Euro-Raums risikoe erhöhend aus. Während für die deutsche Volkswirtschaft aufgrund des wieder dynamischen Wachstums realwirtschaftlich inzwischen ein spürbar höherer Zins tragbar und auch angemessen wäre, schränkt die anhaltende Schwäche der meisten anderen Währungsraum-Mitglieder den entsprechenden Spielraum der EZB ein. Insofern gestaltet sich die konjunkturelle Dynamik im Eurogebiet nun spiegelbildlich zu den ersten Jahren der gemeinsamen Währung, als Deutschland unter einem zu hohen Zins zu leiden hatte, während Länder wie Spanien von zu tiefen Zinsen profitierten und einen rasanten Boom erlebten – mit den bekannten Folgen der Immobilienexzesse und eben hoher Inflationsraten, die beispielsweise in Spanien vor der Krise über 4 Prozent erreichten.

Deflation

Auch wenn die oben aufgeführte Sammlung der Argumente bei Weitem nicht vollständig ist, lässt schon diese Auswahl das Inflationsszenario alles andere als unwahrscheinlich erscheinen. Doch andererseits gibt es durchaus auch Überlegungen, die für eine genau entgegengesetzte Entwicklung, sprich für eine Deflation, sprechen. Und die Tatsache, dass die Zentralbanken an ihrem expansiven Kurs festhalten, lässt vermuten, dass auch diese nicht aus der Luft gegriffen sind. Der entscheidende Aspekt ist in diesem Zusammenhang die trotz aller Bemühungen nach wie vor äußerst labile Lage des Finanzsektors, der eine erneute große Welle an Kreditausfällen kaum ohne zusätzliche Hilfen stemmen könnte. Daneben gibt insbesondere die Lage der amerikanischen Konjunktur Anlass zur Sorge, dass die USA erneut die gesamte Weltwirtschaft in die Rezession ziehen könnten. Konkret verweisen die Anhänger des Deflationsszenarios unter anderem auf die folgenden Entwicklungen:

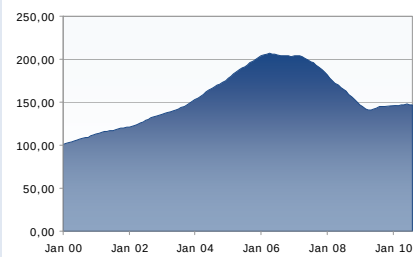
Schwäche im Häusermarkt: Der amerikanische Häusermarkt, der Ausgangspunkt und das Epizentrum der letzten Krise, zeigt immer noch allenfalls nur schwache Erholungszeichen. So gingen die Hauspreise in den 20 wichtigsten Metropolregionen, gemessen am S&P/Case-Shiller 20-

City Composite Home Price Index (die Abbildung zeigt die langfristige Entwicklung), im August um 0,2 Prozent zum Vormonat zurück. Dadurch ermäßigte sich das Plus gegenüber dem Vorjahreswert auf lediglich 1,7 Prozent. Diese anhaltende Schwäche des Häusermarktes, die sich auch in der Anzahl der verkauften Häuser widerspiegelt, die trotz einer starken Verbesserung im September immer noch fast 20 Prozent unter dem Vorjahreswert lag, lastet unverändert sowohl auf der Konsumneigung der hochverschuldeten Haushalte als auch auf der Bereitschaft und Fähigkeit der Banken, neue Kredite auszugeben.

Schwacher US-Arbeitsmarkt: Anders als nach früheren Krisen ist es den USA bisher nicht gelungen, die in der Rezession auf knapp 10 Prozent gestiegene Arbeitslosigkeit signifikant zu reduzieren. Auch wenn sich zuletzt das Wachstum neuer Stellen etwas beschleunigte und die Anträge auf Erstunterstützung ein Zweijahrestief erreichten, verharrt die Arbeitslosenquote weiterhin oberhalb von 9 Prozent. Angesichts der traditionell hohen Abhängigkeit der US-Wirtschaft vom Konsum gilt der schwache Arbeitsmarkt als mitentscheidend für die nur sehr zögerliche Erholung.

Weitere Gefahren auf dem US-Gewerbeimmobilienmarkt: Neue Belastungen könnten für den Finanzsektor durch die anstehende Refinanzierungswelle auf dem Markt für amerikanische Gewerbeimmobilien erwachsen und zu einer erneuten Kreditverknappung für die Wirtschaft führen. Denn Schätzungen zufolge laufen bis 2014 rund 1,4 Bio. US-Dollar an entsprechenden Darlehen aus, für die Anschlusslösungen gefunden werden müssen. Aufgrund des starken Preisverfalls der damit beliehenen Objekte dürfte aber bereits bei der Hälfte dieser Summe der Kredite den Immobilienwert übersteigen – und die Preise fallen weiter. So ist der Moody's/REAL Commercial Property Price Index, mit dem die Transaktionspreise in dem Sektor beobachtet werden, im Juli zum zweiten Mal in Folge um mehr als 3 Prozent zurückgegangen, womit er fast schon wieder sein Tief vom Oktober 2009 erreicht hat.

S&P/Case-Shiller 20 kaum erholt



Quelle: Standard & Poors & Fiserv

Hohe Staatsschulden: Die kritische Überdehnung betrifft allerdings inzwischen nicht nur die amerikanischen Konsumenten und den Finanzsektor, sondern auch die Staaten selbst. Mit teilweise zweistelligen Etatdefiziten wie in den USA oder Großbritannien strapazieren die Länder das Vertrauen der Anleger. Besonders dramatisch ist die Situation an der Peripherie des Euroraums. Nachdem im Frühsommer Griechenland durch die anderen Mitgliedsländer gestützt werden musste, folgte im Spätherbst Irland, das sich mit der Rettung „seiner“ Banken übernommen hatte und 2010 ein Haushaltsdefizit von fast einem Drittel des BIP erreicht haben dürfte. Inzwischen werden auch Spanien und Italien als weitere Kandidaten gehandelt. Sollte es zu Zahlungsausfällen eines oder mehrerer dieser Staaten kommen, würde dies enorme Belastungen für den Bankensektor bedingen und über eine neuerliche Kreditverknappung den wirtschaftlichen Aufschwung abwürgen. Presseberichten zufolge besitzen allein die deutschen Kreditinstitute irische Anleihen im Wert von 140 Mrd. US-Dollar.

Fiskalische Konsolidierung: Um eine solche Gefahr abzuwenden, haben bereits viele Staaten einen strikten Sparkurs eingeschlagen, darunter Großbritannien, das sich zur Bekämpfung des riesigen Haushaltsdefizits von rund 10 Prozent des BIP ein Sparpaket im Umfang von umgerechnet 95 Mrd. Euro verordnet hat – die drastischste Maßnahme dieser Art, die je in einem großen Industriestaat umgesetzt wurde. Auch Griechenland hat ein hartes Sparpaket vorgelegt, das für das laufende Jahr Minderausgaben und Mehreinnahmen in Höhe von 6 Mrd. Euro und damit rund 2,5 Prozent des letztjährigen BIP vorsieht. Doch im Hinblick auf das Deflationsszenario sind diese Austeritätsbestrebungen ein zweischneidiges Schwert. Sie reduzieren zwar zunächst die Gefahr der Zahlungsunfähigkeit und damit einer Schuldenkrise, doch gleichzeitig können sie das Wirtschaftswachstum abwürgen und sich somit sogar kontraproduktiv selbst für das Ziel der Haushaltskonsolidierung erweisen. Griechenland beispielsweise dürfte dem IWF zufolge seinen Konsolidierungskurs mit einem BIP-Rückgang von fast 4 Prozent im vergangenen und 2,6 Prozent im laufenden Jahr bezahlen. Kritisch im aktuellen Umfeld ist zudem, dass die Gefahr von negativen Wachstumseffekten einer solchen Sparpolitik zunimmt, wenn sie, wie es derzeit den Anschein hat, gleichzeitig von vielen Regierungen verfolgt wird.

Widerstandsfähigkeit gegen Drohszenarien als wichtiges Anlage- kriterium

In Summe lässt sich festhalten, dass die aktuelle weltwirtschaftliche Lage immer noch als brisant bezeichnet werden kann. Ob sich am Ende aber die deflationären oder die inflationären Kräfte durchsetzen oder ob der fiskal- und geldpolitische Ritt auf der Rasierklinge doch glimpflich ausgeht, wird die Zukunft zeigen. Als Anleger kann man sich allerdings auf die Szenarien vorbereiten, indem die Widerstandsfähigkeit der Unternehmen gegen die ungünstigen Varianten in das Investmentkalkül einbezogen wird.

Vielfältige Folgen für Immobilienaktien

Für Immobilienunternehmen, deren Geschäftsmodelle aufgrund der traditionell hohen Fremdfinanzierung eine starke Sensibilität für Änderungen des monetären Umfelds aufweisen, wären auf jeden Fall sowohl eine hohe Inflation als auch eine Deflation kritisch. Dabei lassen sich zahlreiche Einflüsse identifizieren, die in solchen Szenarien zu beachten wä-

ren. Beispielsweise wäre in einem hochinflationären Umfeld an folgende Aspekte zu denken:

Steigende Finanzierungskosten: Da bei zunehmenden Inflationserwartungen nicht nur die Leitzätze, sondern auch die Risikozuschläge der Kreditinstitute steigen, dürfte sich die Finanzierung von Immobilien überproportional verteuern. Die Auswirkungen auf die Immobilienunternehmen hängen u.a. davon ab, in welchem Ausmaß auf Fremdkapital zurückgegriffen wird und für welche Zeiträume. Insofern wären Bestandshalter tendenziell stärker betroffen als Händler oder Projektentwickler, wobei allerdings die Verschuldungsstruktur (Laufzeit, Zinsbindung, Zinssicherungsgeschäfte) je nach Ausprägung diesen Effekt abmildern oder verstärken kann.

Reduzierte Nachfrage nach Wohneigentum: Von den höheren Finanzierungskosten wären natürlich nicht nur die Immobilienunternehmen selbst, sondern auch die (potenziellen) Käufer betroffen. Die dadurch steigenden Kosten des Immobilienerwerbs dürften daher ceteris paribus die Nachfrage schmälern und insbesondere die Geschäftsmodelle von Wohnungsprivatisierern oder Projektentwicklern belasten, die auf den Verkauf von Wohnungen als Erlösquelle setzen.

Preisanstieg: Einen verstärkenden oder gegenläufigen Effekt auf die Nachfrage kann die im inflationären Umfeld zu erwartende Verteuerung der Immobilien entfalten. Während grundsätzlich höhere Preise nachfragedämpfend wirken, kann die Erwartung weiter steigender Preise das spekulative Interesse massiv anfeuern. Die zahlreichen Beispiele aus dem Ausland lassen vermuten, dass dieser Effekt, sofern die grundsätzliche Stimmung optimistisch bleibt, deutlich überwiegt. Dies umso mehr, als die Immobilieninvestments gerade aufgrund des (zu erwartenden) Preisanstiegs dann verstärkt als ein Inflationsschutz wahrgenommen werden. Als Verkäufer und Bestandshalter würden die Immobiliengesellschaften davon profitieren, während sie im Einkauf ggf. Nachteile hinzunehmen hätten. Was letztlich überwiegt, hängt von zahlreichen Aspekten wie der Marktstellung oder dem adressierten Marktsegment ab.

Reale Entschuldung: Aufgrund des im Immobiliensektor üblicherweise hohen Fremdkapitaleinsatzes kommt hier ein Effekt besonders zum Tragen, der grundsätzlich mit der Geldwertentwertung verbunden ist – der reale Wertverlust eines gegebenen Kredits. Gerade, wenn die Immobilien langfristig mit festen oder abgesicherten Zinsen finanziert werden, kann eine zunehmende Inflationsdynamik zur Folge haben, dass der Rückzahlungswert real deutlich unter dem ursprünglichen Darlehensbetrag liegt. Nicht zu vernachlässigen ist aber auch die Bedeutung inflationär steigender Immobilienpreise auf die Bilanzstrukturen und damit auf die relative Verschuldung. Sofern die Bestände zum Marktwert erfasst werden, bedingt eine solche Entwicklung ein steigendes bilanzielles Vermögen und damit sinkende Verschuldungsquoten, die sich wiederum in besseren Kreditkonditionen niederschlagen sollten.

Mietanstieg: Ob der Preisanstieg nachhaltig ist, hängt im Wesentlichen davon ab, ob die damit noch erzielbaren Mietrenditen ausreichend sind. Grundsätzlich ist im inflationären Szenario zwar mit steigenden Mieten zu rechnen, doch dürfte das Ausmaß des Anstiegs je nach Lage und Art der Immobilie unterschiedlich ausfallen. Besonders im Wohnungsbereich ist das Mietsteigerungspotenzial bei Bestandsverträgen gesetzlich beschränkt, was die Attraktivität solcher Objekte im Inflationsfall reduziert. Verstärkt wird der Effekt, wenn die Wohnungen sozial gebunden sind. Im gewerblichen Bereich ist die Flexibilität grundsätzlich höher, doch auch hier dürften die Unterschiede enorm sein. Zu beachten sind nicht nur die

Deflation mit mehr Risiken

Charakteristika der einzelnen Immobilien, sondern auch die Spezifikationen der Mietverträge wie Laufzeit oder Inflationsindexierung.

Steigende Kosten: Neben den steigenden Preisen beim Immobilienerwerb können sich auch höhere Kosten für den Bau, die laufende Bewirtschaftung und Instandhaltung sowie die Sanierung belastend auf die Ergebnisentwicklung auswirken. Auch lehrt die Erfahrung, dass die Empfänger staatlicher Leistungen wie etwa Rentner von der Geldentwertung überproportional getroffen werden, was im Wohnimmobilienbereich einen spürbaren Anstieg der Mietausfallquoten zur Folge haben kann.

Auch wenn diese Liste weder abschließend ist noch auf alle denkbaren Nuancen oder Wechselwirkungen der aufgezählten Effekte eingeht, zeigt sie doch recht prägnant die Vielfalt der im Rahmen der Analyse der Folgen eines möglichen Inflationsszenarios zu beachtenden Aspekte. Auch wird anhand dieser Beispiele deutlich, dass eine anziehende Inflation für die Immobiliengesellschaften in Teilbereichen durchaus auch Chancen bieten kann. Dies ist ein deutlicher Unterschied zu einer Deflation, die für die Branche fast ausschließlich negative Konsequenzen hätte:

Fallende Nachfrage: Die mit einer Deflation üblicherweise einhergehende gesamtwirtschaftliche Wachstumsschwäche bedingt eine geringere Nachfrage nach Immobilien. Dies gilt insbesondere für Gewerbe- und Kaufwohnimmobilien, aber auch im Mietwohnungsbereich sind negative Effekte zu erwarten – beispielsweise, indem sich die Nachfrage stärker auf kleinere, günstigere Objekte fokussiert. In Mietportfolios schlägt sich dies in einer sukzessiven Erhöhung des Leerstandes nieder, während sich die Anpassung bei Händlern und Projektentwicklern durchaus schlagartig in Form eines abrupten Ausbleibens von Verkäufen vollziehen kann.

Miet- und Preisrückgang: Eine zurückgehende Nachfrage hat sinkende Preise und Mieten zur Folge, die sich unmittelbar belastend auf die Erlöse von Immobilienhaltern und -verkäufern auswirkt. Auch hier ist eine höhere Reagibilität im gewerblichen Bereich zu erwarten, sowohl, was die erzielbaren Mieten angeht als auch hinsichtlich der Immobilienpreise. Gut diversifizierte Mieterportfolios, langfristige Verträge und eine hohe Qualität der Immobilien wirken hier risikominierend.

Wertkorrekturen: Mit der Entwicklung der Mieten und der Objektpreise eng verbunden ist die bilanzielle Bewertung der Immobilien. Sofern die Bestände zu Marktpreisen bilanziert werden, kann hieraus die Notwendigkeit für – teils drastische – Abschreibungen erwachsen. Unternehmen, die ohnehin mit einer geringen Eigenkapitalbasis operieren, können dadurch in existenzielle Schieflagen geraten. Demgegenüber sind Gesellschaften, die die Bestände zu fortgeführten Anschaffungskosten in den Büchern halten und / oder ein dickes Eigenkapitalpolster aufweisen, prinzipiell besser gegen solche Gefahren gewappnet.

Reale Verschuldung steigt: Bei fallenden Immobilienpreisen und Mieten erhöht sich der reale Wert der Darlehen – eine Entwicklung, für die es bereits im Verlauf der letzten Krise zahlreiche Beispiele gab. Gerade auf dem volatileren Gewerbeimmobilienmarkt waren (und sind es in Teilbereichen bis heute) viele Unternehmen mit fallenden Objektwerten konfrontiert, wodurch sie Gefahr liefen, selbst bei stabilen Vermietungsverhältnissen gegen Kreditvereinbarungen zu verstoßen und entweder schlechtere Konditionen akzeptieren oder zusätzliche Sicherheiten stellen zu müssen.

Unternehmensindividuelle Aspekte unterscheiden

Zehn Auswahlunternehmen

Auswahl deckt breites Spektrum ab

Kreditverknappung: Wie ebenfalls die letzte Krise deutlich gezeigt hat, ist in einer Deflation, in der die Banken mit Kreditausfällen und Asset-Abwertungen zu kämpfen haben, eine Verknappung der Kredite zu erwarten. Für Immobilienhalter, die üblicherweise mit relativ hohen Verschuldungsgraden operieren und ihre Darlehen in regelmäßigen Abständen prolongieren müssen, können hieraus erhebliche Refinanzierungsprobleme erwachsen, zumal dann, wenn sie ohnehin mit steigenden Leerständen, rückläufigen Mieteinnahmen und sinkenden Immobilienwerten konfrontiert sind. Bei Projektentwicklern oder Händlern kann die Kreditverknappung die Durchführung von Akquisitionen, Entwicklungsprojekten oder Verkäufen massiv erschweren, im Extremfall kommt der transaktionsgetriebene Erlösstrom hier gänzlich zum Erliegen. Unternehmen mit geringer und / oder langfristig strukturierter Verschuldung sind diesbezüglich im Vorteil.

Sinkende Kosten: Unternehmen, die dank einer soliden Bilanz von der Kreditverknappung nicht betroffen sind, können hingegen im günstigsten Fall von dem niedrigen Zinsniveau profitieren und ihre Finanzierungskosten senken. Auch bieten sich kapital- und finanzstarken Akteuren in solchen Phasen gute Einkaufsmöglichkeiten.

Schon aus dieser exemplarischen Auflistung der vorstellbaren Effekte und Entwicklungen wird ersichtlich, dass sich die möglichen Folgen von Inflation oder Deflation kaum pauschal für den gesamten Immobiliensektor benennen lassen. In Abhängigkeit davon, ob sich ein Unternehmen als Projektentwickler, Immobilienhändler oder Bestandshalter betätigt und ob dabei eher Wohnimmobilien oder Büros bzw. Einzelhandelsobjekte adressiert werden, lassen sich klare Unterschiede identifizieren, die bestimmte Geschäftskonzepte relativ anfälliger bzw. resistenter gegen das eine resp. das andere Szenario erscheinen lassen. Und nicht nur das: Auch oder gerade unternehmensindividuelle Aspekte wie die Qualität der Bilanz oder des Portfolios bzw. die Stärke im Konkurrenzvergleich dürften einen erheblichen Einfluss darauf haben, wie eine Gesellschaft von einem hochinflationären bzw. deflationären Szenario betroffen wäre.

Breitgefächerte Unternehmensauswahl

Der Frage nach den potenziellen Auswirkungen der beiden Drohszenarien sind wir deswegen anhand einer konkreten Auswahl von zehn deutschen bzw. von in Deutschland aktiven Immobilienunternehmen nachgegangen. Dabei haben wir uns schwerpunktmäßig auf Werte beschränkt, die von ihrer Marktkapitalisierung her eher in der zweiten oder dritten Reihe spielen und deswegen relativ selten im Fokus von Branchenstudien stehen. Die Auswahl deckt somit Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung in der Spanne von 15 bis 265 Mio. Euro ab. In Summe bringen die Unternehmen eine Marktkapitalisierung von rund 850 Mio. Euro auf die Waage.

Um der großen Vielfalt der potenziellen Auswirkungen von Inflation bzw. Deflation auf Immobilienunternehmen gerecht zu werden und um die Frage nach den Folgen der beiden Drohszenarien differenziert betrachten zu können, haben wir uns inhaltlich um ein breites Spektrum der vertretenen Geschäftsmodelle und der von den Unternehmen jeweils adressierten Marktsegmente bemüht. Dementsprechend finden sich in der Auswahl Bestandshalter mit Fokus auf Wohnimmobilien wie auch auf Büro- und Einzelhandelsobjekte, Immobilienhändler und Projektentwickler. Um auch für die letztere Gruppe einen reinrassigen Vertreter in der

**Beurteilung anhand
von Bilanz, Geschäfts-
modell und operativer
Stärke**

Studie berücksichtigen zu können, haben wir mit der Peach Property Group ein Schweizer Unternehmen aufgenommen, das aber im gesamten deutschsprachigen Raum aktiv ist. Ein Nachteil dieser Vorgehensweise ist sicherlich die dadurch eingeschränkte Vergleichbarkeit innerhalb unserer Auswahl. Doch im Hinblick auf unsere Fragestellung wog das Bestreben, die Auswirkungen der beiden Drohszenarien möglichst umfassend darzustellen, schwerer als dieser Nachteil.

	MCap	Segment	Fokus
Hamborner Reit AG	265,1	BH	B, E
Patrizia AG	200,2	Ha	B
Peach Property Group AG	120,0	PE	W
Polis Immobilien AG	94,0	BH, PE	B
KWG Kommunale Wohnen AG	55,6	BH	W
Fair Value Reit AG	44,8	BH	B, E
Westgrund AG	23,7	BH	W
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	23,4	BH	E
Estavis AG	17,6	Ha	W
CR Capital Real Estate AG	15,2	BH, PE	W, B

BH: Bestandshalter, PE: Projektentwickler, Ha: Immobilienhandel, W: Wohnungsimmobilien, B: Büros, E: Einzelhandel

Prüfkriterien

Für die ausgewählten Unternehmen haben wir einen umfassenden Katalog von Kriterien aufgestellt, von denen plausiblerweise ein spürbarer Einfluss auf die Widerstandsfähigkeit in einem der beiden Drohszenarien ausgeht. Dabei wurden die Prüfkriterien in drei Kategorien unterteilt: Geschäftsmodell, Bilanz und operative Stärke. Während die ersten beiden Gruppen identische Kriterien für alle Gesellschaften enthalten, unabhängig vom Geschäftskonzept, sind die Fragen hinsichtlich der operativen Stärke teilweise so gestaltet, dass sie nur auf die jeweiligen Besonderheiten von Bestandshaltern, Projektentwicklern und Händlern zutreffen.

Im Einzelnen handelt es sich dabei um folgende Kriterien:

Geschäftsmodell

Wertschöpfungsstufe: Hier haben wir unterschieden, auf welcher Wertschöpfungsstufe die Unternehmen grundsätzlich aktiv sind, ob sie also als Projektentwickler, Händler oder Bestandshalter agieren. Die Einstufung als Bestandshalter ging dank der stetigen Mieteinnahmen mit einer besseren Stabilitätsbeurteilung einher, während Händler und Projektentwickler für den Inflationsfall höher benotet wurden.

Marktsegment: Unternehmen mit einem Schwerpunkt im Wohnimmobilienbereich sind grundsätzlich einer geringeren Miet- und Preisvolatilität ausgesetzt als die Spezialisten für Gewerbeimmobilien und insbesondere für Büroimmobilien. Deswegen haben wir die letzteren als vorzuziehenswert im inflationären Szenario eingestuft, umgekehrt haben wir Wohnimmobilien als deflationsresistenter bewertet.

Regionaler Fokus und Mikrolage: Die Konzentration auf wachstumsstarke Regionen kann gerade in einem inflationären Umfeld stärkere Preis- und Mieteffekte bedingen, die mit positiven Folgen für die Einnahmen und Nachteilen im Einkauf verbunden sein können. Demgegenüber dürfte eine breitere Streuung auf Mittelzentren und kleinere Städte die Volatilität reduzieren. Dasselbe Muster erwarten wir für die Unterscheidung zwischen Toplagen und der Peripherie: Während die ersteren im Inflationsfall stärker profitieren sollten, ist im Rahmen einer Deflation das Rückschlagspotenzial außerhalb der Stadtzentren geringer.

Diversifikation: Zusätzliche Erlösquellen wie Gebühren aus dem laufenden Asset-Management oder aus der Verwaltung von Fonds können eine stabilisierende Wirkung entfalten. Andere Einnahmearten wie beispielsweise die Provisionen aus dem Fondsvertrieb oder Akquisitionsgebühren weisen selbst eine hohe Volatilität auf und dürften insbesondere im deflationären Szenario kaum als ein stabilisierender Faktor dienen. Ganz im Gegenteil, die fehlende Auslastung des entsprechenden Vertriebsapparats kann die vorhandenen Reserven zusätzlich belasten.

Bilanz

Eigenkapitalquote: Unabhängig vom Szenario weisen wir einer hohen Eigenkapitalquote eine eindeutig stabilisierende Wirkung zu, wenn auch der Effekt bei Deflation stärker zu gewichten ist.

Schuldenstruktur: Im Inflationsszenario sind lange Kreditlaufzeiten, in Verbindung mit festen Zinsen von Vorteil (steigendes Zinsniveau mit Verzögerung spürbar, reale Entschuldung); im Deflationsszenario sehen wir widersprüchliche Effekte. Je länger die Laufzeiten, umso geringer die Gefahr von Refinanzierungsproblemen, je kürzer, umso rascher kann das Unternehmen von fallenden Zinsen profitieren. Ideal sind also lange Laufzeiten mit flexiblen Zinsen. Allerdings ist das Potenzial von weiter fallenden Zinsen vom aktuellen Niveau aus eher begrenzt, auch ist es fraglich, inwieweit die in einem deflationären Szenario steigenden Risikozuschläge den Effekt niedrigerer Leitzinsen konterkarieren. Ein weiterer Aspekt ist das Vorhandensein von Sonderklauseln wie „Loan to value“, die gerade in einem deflationären Szenario negativ zur Geltung kommen können.

Liquiditätsausstattung: Im Fall der Deflation messen wir einer höheren Liquiditätsausstattung eine positive Wirkung zu, bei Inflation sehen wir keinen besonderen Effekt, hier dürfte die laufende Versorgung mit liquiden Mitteln keine Herausforderung darstellen.

Immobilienbewertung: Die Art und Weise der bilanziellen Erfassung von Immobilien kann sich massiv auf die Volatilität der Ergebnisse auswirken und gerade im deflationären Umfeld durch hohe Abschreibungen hohe Verluste bedingen. Um dieses Risiko abzuschätzen, wurde zunächst unterschieden, ob die Immobilien zu Marktpreisen oder zu fortgeführten Anschaffungs- bzw. Herstellkosten bilanziert werden. Auch haben wir die zeitliche Verteilung der Einkaufszeitpunkte, die bisherigen Ergebnisse aus dem Abgang von Immobilien, die bisherige Abschreibungs- und Zuschreibungshistorie sowie die Bewertungsparameter als Indizien für mögliche Wertkorrekturrisiken verwendet. Ein insgesamt defensiveres Bild wurde in beiden Szenarien als vorteilhaft gewertet.

Operative Stärke

Innenfinanzierungskraft: Liegen stetige und stabile Einnahmequellen wie etwa hohe Mieterlöse vor, die den Unternehmen im Regelfall kontinuierliche Cashüberschüsse bescherten oder erfordert das Geschäftsmodell bzw. das Stadium der Un-

ternehmensentwicklung hohe Vorfinanzierungsvolumina? Ersteres wurde gerade für den Deflationsfall als vorteilhaft benotet, für die Inflation haben wir das Kriterium schwächer gewichtet.

Operative Profitabilität: Da eine hohe operative Profitabilität in beiden Szenarien die Widerstandskraft gegen etwaige Rückschläge wie etwa Mietausfälle, steigende Finanzierungskosten oder Abschreibungen erhöht, wurden hochprofitable Kandidaten in beiden Fällen mit höherer Punktzahl versehen.

Größe: Durch Skaleneffekte und Risikostreuung haben wir größeren Unternehmen höhere Stabilitätswerte zugewiesen. Dies gilt insbesondere für Projektentwickler und Händler, bei denen mit der steigenden Größe die Abhängigkeit von einzelnen Transaktionen abnimmt. Aber auch für Bestandshalter ist die Portfoliogröße eine wichtige Kennzahl, um beispielsweise Sanierungsarbeiten oder Vermietungsprobleme an einzelnen Objekten besser auffangen zu können. Auch verspricht Größe tendenziell einen besseren Marktzugang auf der Einkaufsseite.

Portfoliozustand und Mieterstruktur: Dieses Kriterium wurde speziell für die Bestandshalter herangezogen und dient dem Zweck, das Portfolio als Grundlage der Mieteinnahmen im Hinblick auf seine Krisenfestigkeit zu beurteilen. Als Indikatoren werden hier Aspekte wie Durchschnittsalter der Immobilien, deren aktueller Zustand, bisherige Sanierungsarbeiten und noch bestehender Sanierungsbedarf, Leerstandquote und Mieterfluktuation herangezogen. Aber auch die bisherige Entwicklung der Durchschnittsmiete sowie deren Abstand zur erzielbaren werden ebenso in die Bewertung einbezogen wie die Mieterstruktur (Branchenherkunft bei Gewerbeimmobilien, Anteil von sozial gebundenen Wohnungen bei Wohnportfolios).

Einkaufs- und Vertriebskanäle: Für Immobilienhändler und -projektentwickler wurde stattdessen beurteilt, wie stark sie im Markt vernetzt sind und über welche Kanäle sie verfügen, um einerseits bei lukrativen Portfolios oder Projekten zum Zuge zu kommen und andererseits ihre Immobilien wieder zu veräußern. Während im Deflationsszenario kleinteilige Strukturen auf der Kundenseite etwas besser beurteilt wurden als etwa der Handel mit großen Portfolios, haben wir für das inflationäre Umfeld die stärkere Zinssensitivität privater Immobilienerwerber als nachteilig benotet.

Vorfinanzierungsbedarf: Als wichtigstes Unterscheidungsmerkmal haben wir zudem benotet, inwieweit die Projektentwickler auf Vorabvermietung und Vorabverkäufe setzen (können), bevor sie finanziell in Vorleistung treten und mit dem (Um-)Bau beginnen. Je höher der Anteil, umso besser haben wir die Stabilität im Deflationsfall beurteilt, für das Inflationsszenario bleibt der Aspekt neutral. Ein ähnliches Kriterium wurde schließlich auch für die Händler geprüft, namentlich die Frage nach dem Umfang von Veredelungsleistungen. Je höher deren Anteil, umso stärker gehen die Gesellschaften finanziell in Vorleistung und umso ausgeprägter ist die Risikoposition für den Fall einer wirtschaftlichen Abwärtsspirale.

Prüfszenarien

Die beiden unterstellten Drohszenarien haben wir dabei wie folgt operationalisiert: Das deflationäre Umfeld wäre gleichbedeutend mit einer rezessiven Entwicklung der Gesamtwirtschaft und einer negativen Entwicklung der Verbraucherpreise. Für den Immobiliensektor wäre hier ein Verfall der Objektpreise zu erwarten, mit der stärksten Ausprägung im Büro- und Logistikbereich und der geringsten bei Wohnungen und Wohnhäusern. Für Handelsimmobilien erwarten wir eine Entwicklung,

Preisverfall und rezessive Entwicklung

Inflationsszenario setzt bei mehr als vier Prozent an

die zwischen diesen beiden Extrema liegt. Auch die Mieten dürften sich in einem solchen Szenario rückläufig entwickeln, wobei wir auch hier für den Wohnbereich die größte Stabilität unterstellen.

Das Inflationsszenario setzt für uns bei Teuerungsraten von mehr als vier Prozent an, also dem doppelten Wert des Inflationsziels der EZB. Hier gehen wir von steigenden Preisen und Mieten aus, wobei sich die höhere Reagibilität der Gewerbeimmobilien zu deren Gunsten auswirken dürfte. Als obere Begrenzung dieses Szenarios sehen wir einen Wert von 8 bis 9 Prozent. Ein Anstieg der Inflation auf ein Niveau oberhalb dieser Grenze hätte unseres Erachtens qualitativ andere Folgen, die die Modellierung eines separaten Szenarios erfordern würde. Da wir dies allerdings für sehr unwahrscheinlich halten, haben wir diese Konstellation nicht betrachtet. Dasselbe gilt für eine ausgewachsene Depression, also ein Anschwellen der deflationären Probleme sowohl in quantitativer als auch in zeitlicher Hinsicht. Beide Extrema implizieren einen zumindest teilweisen Zusammenbruch der Ökonomie und dürften Verwerfungen bedingen, die sich kaum bis zur Ebene der Einzelunternehmen seriös unterbrechen und ausdifferenzieren lassen. Nicht beurteilt haben wir schließlich das mittlere Szenario, also die Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung bei moderater Inflation. Die Beurteilung der jeweiligen Unternehmen würde sich hier dahingehend ändern, dass die Chancenkomponente – z.B. einer hohen Verschuldung – höher zu gewichten wäre als in unserer stark auf Stabilität und Widerstandsfähigkeit abzielenden Analyse der beiden Drohszenarien.

Bewertung und Verdichtung

Das Analyseergebnis wurde bei jedem Kriterium mit einem Scoring zwischen -2 (sehr schlecht) und 2 (sehr gut) versehen. In Fällen, in denen die Anforderungen in Abhängigkeit vom unterstellten Szenario unterschiedlich ausfallen, wurden für beide Szenarien separate Urteile gefällt. Die Noten wurden anschließend zu 3 Teilergebnissen (entsprechend der Gruppierung der Kriterien) und diese zu zwei Gesamturteilen je Unternehmen verdichtet – einem für das Inflations- und einem für das Deflationsszenario. Bei der Aggregation der Einzelnoten zu Teil- und Gesamtergebnissen wurden die Einzelaspekte grundsätzlich gleich gewichtet, lediglich die bilanzielle Stabilität haben wir im deflationären Szenario mit einem doppelten Gewicht versehen.

Hinsichtlich der Interpretation der Ergebnisse ist auf eine wichtige Besonderheit zu achten. Da die hier untersuchten Szenarien tendenziell mit widrigen Rahmenbedingungen für die betrachteten Unternehmen einhergehen, sind die Auswahl der Kriterien und deren Bewertung sehr defensiv ausgerichtet. Das heißt, dass sich Faktoren, die das Risiko grundsätzlich reduzieren, hier eindeutig positiv auf unser Urteil ausgewirkt haben. Würde man hingegen das mittlere Szenario einer gemäßigten Inflation im Zielkorridor der EZB unterstellen, wäre sicherlich eine Höhergewichtung des Chancenaspekts angemessen, wodurch sich die Beurteilung der jeweiligen Unternehmen und die relative Rangordnung spürbar ändern könnten.

Ergebnis

Unter dieser Einschränkung hinsichtlich der beiden von uns untersuchten Szenarien stellt sich das Ergebnis unserer Analyse wie folgt dar:

Scoringmodell mit drei Teilergebnissen

Separate Urteile für beide Szenarien

Deflation

	Geschäftsmodell	Bilanz	Operative Stärke	Gesamt
Hamborner REIT	0,67	1,50	0,98	1,16
Fair Value REIT	0,20	0,06	1,07	0,35
Polis Immobilien	-0,75	0,75	0,58	0,33
HAHN-Immobilien	0,20	-0,31	1,00	0,15
Patrizia Immobilien	0,25	-0,44	1,17	0,14
KWG Kom. Wohnen	0,00	0,31	-0,15	0,12
Peach Property Gr.	0,33	0,08	-0,17	0,08
CR Cap. Real Estate	-0,50	0,44	-0,68	-0,08
Westgrund	0,80	-0,75	-0,02	-0,18
Estavis	-0,50	-0,63	-0,56	-0,58
Durchschnitt	0,07	0,10	0,32	0,15

Inflation

	Geschäftsmodell	Bilanz	Operative Stärke	Gesamt
Polis Immobilien	1,75	1,50	1,00	1,42
CR Capital Real	1,50	1,50	0,72	1,24
Peach Property Gr.	2,00	1,17	0,33	1,17
Hamborner REIT	1,33	1,19	0,98	1,17
KWG Kom. Wohnen	1,25	1,06	0,90	1,07
Fair Value REIT	1,20	0,75	0,47	0,81
HAHN-Immobilien	0,60	0,13	1,17	0,63
Patrizia Immobilien	0,63	0,13	1,08	0,61
Westgrund	0,70	1,06	-0,02	0,58
Estavis	1,25	0,31	0,13	0,56
Durchschnitt	1,22	0,88	0,68	0,93

In Summe hohe Widerstandsfähigkeit

Grundsätzlich wird bei allen Unternehmen der Auswahl spürbar, dass sie aus der letzten Krise gelernt haben und sich nun um eine Risikoreduktion bemühen. Dies offenbart sich besonders anhand des Fremdkapitaleinsatzes, der bei Weitem nicht mehr die Ausmaße wie vor der Krise annimmt und der dort, wo er noch überproportional ausgeprägt ist, derzeit mit Hochdruck zugunsten einer höheren Eigenkapitalquote reduziert wird. Auch bemühen sich die Unternehmen größtenteils um sehr lange Kreditlaufzeiten, was sowohl das Zinsrisiko der Inflation als auch das Prolongationsrisiko der Deflation in mehreren Fällen spürbar dämpft. Aus diesen Gründen sind die Ergebnisse unserer Auswertung in Summe als beruhigend einzustufen. Selbst die Widerstandsfähigkeit gegen das Deflationsszenario liegt im Durchschnitt bei 0,15 und damit im neutralen Bereich. Von den drei Unternehmen, die hier in den negativen Bereich gerutscht sind, lagen nur zwei nennenswert unterhalb der Nulllinie und keiner im tiefroten Bereich von weniger als -1,0. Dass die Resis-

Transaktionsgetriebene Modelle mit Vorteilen im Inflationsszenario

tenznoten für das Inflationsszenario durchweg positiver ausgefallen sind, war so zu erwarten. Im Durchschnitt erzielten die Auswahlunternehmen hier 0,93 Punkte, kein einziger Kandidat erhielt eine negative Benotung.

Von den einzelnen Unternehmen hat die Hamborner REIT AG am besten abgeschnitten und dabei von Faktoren wie der ausgezeichneten Bilanz, der hohen Profitabilität und der langfristigen Schuldenstruktur profitiert. Am unteren Ende der Liste finden sich hingegen die Estavis AG, die mit ihrem transaktionsorientierten und auf Privatanleger konzentrierten Modell sowohl für rezessionsbedingte als auch für inflationsgetriebene Nachfrageschwankungen anfällig scheint und zudem mit der kurzfristig strukturierten Verschuldung auf stabile Refinanzierungsbedingungen angewiesen ist. Gerade die Estavis AG stellt somit einen Fall dar, der im aktuellen, von niedrigen Zinsen und einem dynamischen Umsatzwachstum geprägten Umfeld deutlich besser abschneiden dürfte als in den von uns analysierten Drohszenarien.

Allgemein lässt sich erkennen, dass die transaktionsgetriebenen Modelle ihre Stärken eher im Inflationsszenario haben, während die Bestandshalter, die sich auf stetige Cashflows verlassen können, für die Deflation tendenziell besser geeignet scheinen.

Fazit

Die seit der Jahresmitte 2010 zu beobachtende Outperformance der Immobilienwerte fußt auf der Kombination mehrerer Aspekte, die das Umfeld für die Branche als ausgesprochen günstig erscheinen lassen. Dazu gehören das niedrige Zinsniveau, die absehbare Angebotslücke in Teilen des Wohnungsmarktes, Aufholpotenziale bei Mieten und Preisen und nicht zuletzt das in der jüngsten Vergangenheit verstärkt vernehmbare Interesse wichtiger Anlegergruppen an deutschen Immobilien. Was die Begeisterung für den Sektor aber noch dämpft, ist die frische Erinnerung an die Verwerfungen und enttäuschten Erwartungen während der letzten Krise und die Sorge um die Verschuldungssituation mancher Akteure.

Für unsere Auswahl von insgesamt zehn börsennotierten Unternehmen mit höchst unterschiedlichen Geschäftsschwerpunkten konnten wir aber zeigen, dass die Firmen aus ihren Fehlern gelernt haben und dass dem Aspekt der Risikobegrenzung derzeit (noch?) eine angemessen hohe Bedeutung beigemessen wird. Mit dickeren Eigenkapitalpolstern, langfristigen Darlehensverträgen und verbesserten leistungs-wirtschaftlichen Kennzahlen scheinen die von uns betrachteten Unternehmen sowohl für eine zunehmende Inflation als auch gegen einen neuerlichen konjunkturellen Einbruch gut gerüstet. Konkret hat unsere Untersuchung die folgenden Ergebnisse zu Tage gefördert:

- Die durchschnittliche Resistenz der Auswahlunternehmen gegen die Drohszenarien ist als befriedigend bis gut einzustufen.

- Das Inflationsszenario scheint nach unserer Analyse mit deutlich weniger Risiken für die Auswahlunternehmen behaftet als der Eintritt der Deflation.
- Prinzipiell scheinen transaktionsgetriebene Geschäftsmodelle für ein Umfeld mit höheren Preissteigerungsraten besser geeignet zu sein als die Bestandshaltung; letztere scheinen dank der stetigen und wiederkehrenden Mieteinnahmen eher gegen das Deflationsszenario gewappnet.
- Ungeachtet aller Unterschiede der Geschäftsmodelle sind es allerdings vor allem die unternehmensindividuellen Aspekte wie die Bilanz- und Verschuldungsstruktur sowie die relative Wettbewerbsstärke, die über die zu erwartende Widerstandskraft entscheiden.
- Unsere Einschätzung einer zumindest befriedigenden erwarteten Widerstandskraft beruht dementsprechend schwerpunktmäßig auf dem Befund stark verbesserter bilanzieller und finanzieller Kennzahlen sowie dem Bemühen um risikoarme Verschuldungsstrukturen.

Damit scheint die zuletzt an der Börse zu beobachtende Renaissance der Branche auf einem soliden Fundament zu stehen, denn sie spiegelt nicht nur die mit den derzeit sehr attraktiven Rahmenbedingungen einhergehenden Chancen wider, sondern auch die inzwischen reduzierten Risiken, nachdem die Drohszenarien dank der Fortschritte in den jeweiligen Unternehmen etwas von ihrem Drohpotenzial eingebüßt haben.

Unternehmen

Hamborner REIT AG

Steckbrief	
Kurs	7,77 Euro
ISIN	DE0006013006
WKN	601300
Sitz	Duisburg
Segment	Prime Standard
Internet	hamborner.de
Aktienzahl	34,1 Mio.
Marktkap.	265 Mio. Euro
Free Float	42,2%

Fokus auf Gewerbe- und Handelsobjekte

Weiterer Portfolioaufbau mit Schwerpunkt Süddeutschland



Profil

Die Wurzeln der HAMBORNER REIT AG reichen bis in die 1950er Jahre zurück. Von seinen Anfängen im Bergbau hat sich das Unternehmen aber inzwischen vollständig gelöst, seit 2007 gilt der Fokus ausschließlich den Immobilien, seit Februar 2010 besitzt die Gesellschaft den Status eines REIT. Das aktuelle Portfolio, zum Stichtag 30. September mit 367,1 Mio. Euro bewertet, setzt sich aus rund 60 Immobilien an über 40 unterschiedlichen Standorten zusammen. Hierbei konzentriert sich Hamborner vor allem auf Städte außerhalb der Metropolen in den wachstumsstärksten Regionen Deutschlands, wenn auch historisch bedingt Nordrhein-Westfalen mit einem Portfolioanteil von 45 Prozent noch über- und Süd- & Südwestdeutschland noch etwas untergewichtet sind. Hinsichtlich der Nutzungsarten setzt sich der Bestand in etwa zu je einem Drittel aus innerstädtischen Geschäftshäusern, großflächigen Einzelhandelsobjekten und Bürogebäuden / Sonstigen zusammen. Unter Berücksichtigung der Mietgarantien sind die Immobilien zu 98,8 Prozent vermietet, die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge beträgt 6,6 Jahre.

Strategie

Auf dieser stabilen Basis soll das Portfolio in den nächsten Jahren weiter dynamisch ausgebaut werden, wobei geographisch vor allem der Süden und der Südwesten im Fokus stehen. Darüber hinaus wird angestrebt, die durchschnittliche Objektgröße zu steigern und dadurch eine günstigere Kostenstruktur zu erreichen – zusätzlich zu der wachstumsbedingten Degression der durchschnittlichen Overheadkosten. Spiegelbildlich sollen deswegen auch Altbestände veräußert werden, wenn sie eine nachteilige Kostenstruktur oder einen negativen Standortausblick aufweisen. Als besonderer Renditekick dienen schließlich opportunistische Verkäufe aus dem Kernbestand, die bei attraktiven Angeboten vereinzelt vorgenommen werden. Der Fokus gilt aber nichtsdestotrotz eindeutig dem Bestandsaufbau. Allein im Jahr 2010 hat Hamborner rund 123 Mio. Euro in neue Objekte investiert, wobei bei rund der Hälfte davon der Besitzübergang erst nach dem Jahreswechsel erfolgen dürfte.

Wachstum auch in der Krise

2010: Exit-Tax belastet

Stärken & Chancen

- Komfortable Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung
- Konservative Bilanzierung
- Hohe Profitabilität und hohe Cashflow-Überschüsse
- Hoher Vermietungsstand und lange Vertragslaufzeiten
- Lange Kreditlaufzeiten mit abgesicherten Zinskonditionen

Schwächen & Risiken

- Begrenzte Wachstumspotenziale im Bestand
- Rückgang der Mieterlöse auf vergleichbarer Fläche im ersten Halbjahr 2010
- Kleinteilige Objekt- und Mieterstruktur wirkt kostentreibend

Geschäftsentwicklung

Damit setzten die Duisburger den Kurs der Vorperiode fort, als sie Immobilien im Wert von 40 Mio. Euro neu in das Portfolio aufnahmen. Auch operativ zeigte die Krise kaum Spuren. Sowohl die Nettomieteinnahmen als auch die FFO legten in 2009 deutlich zu: Die Mieteinnahmen erhöhten sich um 13,8 Prozent auf 22,5 Mio. Euro und der operative Cashüberschuss um 12,7 Prozent auf 9,6 Mio. Euro. Das EBIT hingegen blieb mit 10,4 Mio. Euro hinter dem Vorjahreswert (14,1 Mio. Euro), was allerdings ausschließlich auf außerordentliche Effekte zurückzuführen war. In Vorbereitung auf die Annahme des REIT-Status hat das Unternehmen nämlich in den Vorjahren nicht REIT-konforme Beteiligungen und Immobilien veräußert und daraus hohe Buchgewinne erzielt.

Einen umgekehrten Ergebniseffekt hatte die REIT-Umwandlung im ersten Halbjahr 2010, als nach deren Vollzug die Exit-Tax fällig wurde. Nach Verrechnung mit den latenten Steuern resultierte hieraus eine Ergebnisbelastung von 2,8 Mio. Euro. Dank der guten Geschäftsentwicklung insbesondere im zweiten Halbjahr konnte der Jahresüberschuss aber dennoch um 8 Prozent auf 5,5 Mio. Euro gesteigert werden.

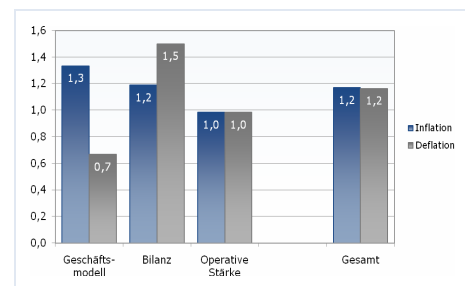
Bilanz

Auch bilanziell ist Hamborner kerngesund. Obwohl das Immobilienvermögen im Wert von 312,9 Mio. Euro konservativ bilanziert wird, beläuft sich die für den REIT-Status relevante bereinigte Eigenkapitalquote auf 54,2 Prozent. Da zudem im Oktober eine große Kapitalerhöhung mit einem Volumen von insgesamt fast 80 Mio. Euro durchgeführt wurde, verfügt das Unternehmen nun über ein komfortables Kapital- und Liquiditätspolster. Wenig Anlass zur Sorge liefert auch die Struktur der Verschuldung. Die Darlehen sind objektgebunden, enthalten keine leistungswirtschaftlichen Klauseln und haben eine durchschnittliche Restlaufzeit von 6,9 Jahren.

Kennzahlen	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	19,7	22,5	25,4	30,5
EpS	0,51	0,15	0,16	0,26
Dividende	0,35	0,37	0,37	0,38
KUV	13,4	11,8	10,4	8,7
KGV	15,3	52,3	48,2	30,0
Div.-rendite	4,5%	4,8%	4,8%	4,9%

Fazit

Das REIT-Geschäftsmodell ist schon vom Gesetz her auf Stabilität geeicht, was auch in unserem Scoringmodell deutlich wird. Mit der Fokussierung auf die langfristige Bestandshaltung von hochwertigen Gewerbeimmobilien, in Verbindung mit der gesunden Bilanz, der soliden Vermietungssituation und der hohen Profitabilität ist Hamborner gut für beide Drohszenarien gewappnet. Positiv sehen wir auch, dass die volatile Bewertung der Bestände, die Achillesferse vieler anderer Bestandshalter, hier keine Rolle spielt.

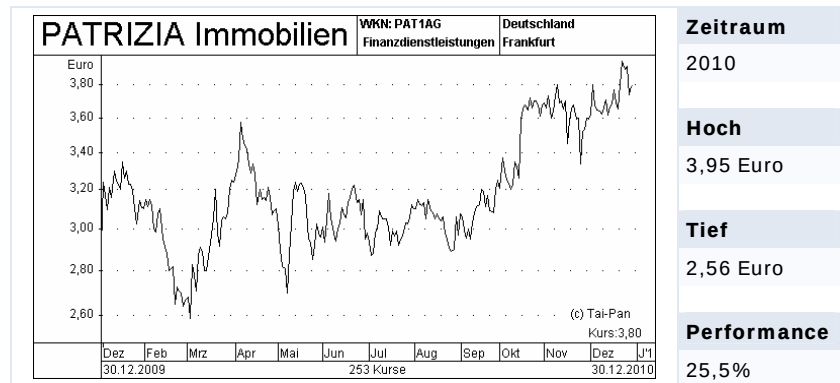


Patrizia Immobilien AG

Steckbrief	
Kurs	3,84 Euro
ISIN	DE000PAT1AG3
WKN	PAT1AG
Sitz	Augsburg
Segment	Prime Standard
Internet	patrizia.ag
Aktienzahl	52,1 Mio.
Marktkap.	200 Mio. Euro
Free Float	31,6%

Immobilienhandel und Dienstleistungen

Stärkung des Service-segments



Profil

Die 1984 gegründete Patrizia Immobilien AG gliedert ihre Aktivitäten in die Segmente Investments und Services. Das erstere umfasst schwerpunktmäßig den Handel mit Wohnimmobilien, die jedoch, je nach Zustand beim Erwerb, im Vorfeld des Weiterverkaufs einer umfassenden Sanierung unterzogen werden. Von den 10.126 zum Stichtag 30. September insgesamt gehaltenen Immobilien – zu fast 40 Prozent in München gelegen – gehörten ca. drei Viertel dieser als Revitalisierungsobjekte bezeichneten Kategorie an. Während diese Objekte nach Abschluss der Modernisierungsarbeiten bevorzugt blockweise an institutionelle Investoren verkauft werden, ist für die restlichen Bestände prinzipiell die Privatisierung (Einzelverkauf) an Mieter, Selbstnutzer oder private Kapitalanleger vorgesehen. Im Servicesegment bietet Patrizia immobilienbezogene Dienstleistungen wie Asset- oder Property Management für Dritte an. Zu den Kunden gehören institutionelle Investoren mit eigenen Immobilienportfolios, Joint-Ventures mit einer Patrizia-Beteiligung sowie fünf Immobilien-Spezialfonds, die die Augsburger über ihre Kapitalanlagegesellschaft eigens für ihre Kunden strukturieren, auflegen und verwalten. Zum Ende des dritten Quartals hatte Patrizia neben dem eigenen Handels- und Revitalisierungsportfolio Assets in Höhe von 1,5 Mrd. Euro unter Verwaltung.

Strategie

Die Stärkung des Servicesegments und damit die Schaffung eines stabilen Gegengewichts zu den hochvolatilen Transaktionseinnahmen stellt aktuell die zentrale strategische Stoßrichtung dar. Als Wachstumstreiber haben die Augsburger insbesondere das Fondsgeschäft identifiziert und allein in den letzten zwölf Monaten drei weitere Produkte mit einem kumulierten Zielvolumen von fast 800 Mio. Euro lanciert. Ein ungleich größerer Schritt gelang mit der im Dezember vereinbarten Übernahme der HSH Nordbank-Tochter LB Immoinvest. Mit 13 verwalteten Fonds und einem Nettofondsvolumen von 1,5 Mrd. Euro ist die Gesellschaft der achtgrößte Anbieter unter den deutschen Spezialfondsemittenten im Immobilienbereich. Während sich die Patrizia-KAG weiterhin um Fondsprodukte im Bereich von Wohnimmobilien kümmern soll, wird die Neuerwerbung als Spezialist für Fonds mit einem Fokus auf gewerbliche Objekte positioniert. Mit dem kumulierten Nettofondsvermögen der beiden Töchter (1,8 Mrd. Euro) wird Patrizia zur Nummer drei im Markt.

Hoher Ergebnisbeitrag erwartet

Massive Belebung im Jahresverlauf 2010

Stärken & Chancen

- Dynamische Erholung der Geschäftszahlen
- Langer Track-Record, starke Marktposition
- Zwei-Säulen-Geschäftsmodell erhöht Stabilität und ermöglicht Synergien
- LB Immoinvest-Übernahme stärkt das Service-Segment
- Immobilienbestand erwirtschaftet laufenden Cashüberschuss

Schwächen & Risiken

- Sehr hohe kurzfristige Verschuldung
- Starke Abhängigkeit von volatilen Handelserträgen
- Revitalisierungsgeschäft erfordert hohe Vorfinanzierung

Geschäftsentwicklung

Nach eigenen Angaben rechnet Patrizia für 2011 und 2012 mit einem EBT-Beitrag der Neuerwerbung in Höhe von 3,5 resp. 5 Mio. Euro. Zum Vergleich: Dem Ziel, die Abhängigkeit von den volatilen Handelserträgen zu reduzieren, sind die Augsburger damit einen entscheidenden Schritt näher gekommen, zumal derzeit auch die Abverkäufe aus dem eigenen Wohnungsportfolio forciert werden.

So wurden im Geschäftsjahr 2010 insgesamt 1.800 Wohnungen verkauft – 91 Prozent mehr als 2009. Der Umsatz lag infolgedessen bereits nach neun Monaten um 43 Prozent über dem Vorjahreswert, im vierten Quartal dürfte sich das Wachstum noch beschleunigt haben. Die bereits zuvor als Ziel für das operative Ergebnis ausgegebene Marke von 12 bis 13 Mio. Euro dürften die Augsburger deswegen sicher erreicht haben.

Bilanz

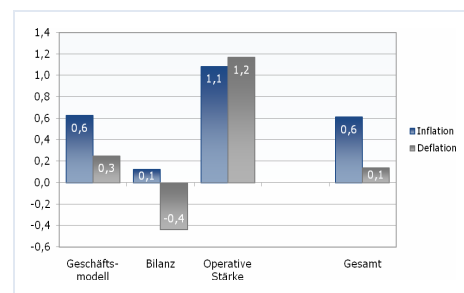
Den hieraus resultierenden operativen Cashflowüberschuss nutzte Patrizia, um den Schuldenstand deutlich zu reduzieren. Im Jahresverlauf 2010 wurden Bankverbindlichkeiten in Höhe von 230 Mio. Euro zurückgezahlt, wodurch sich der Schuldenstand um über 20 Prozent auf 840 Mio. Euro reduzierte. Die Eigenkapitalquote dürfte sich infolgedessen auf 23 bis 24 Prozent verbessert haben. Da die Immobilien prinzipiell nicht länger als zwei Jahre gehalten werden, greift Patrizia überwiegend auf kurzlaufende Darlehen zurück. Vom aktuellen Kreditvolumen werden deswegen über 60 Prozent in den nächsten zwölf Monaten fällig, ein Großteil davon schon im ersten Quartal 2011. Das Zinsrisiko wird hingegen langfristig mit Hilfe von Zinsswaps abgesichert.

Kennzahlen	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	221,3	250,9	285,0	320,0
EpS	-0,65	-0,18	0,13	0,25
Dividende	-	-	-	-
KUV	0,9	0,8	0,7	0,6
KGV	-	-	29,5	15,6
Div.-rendite	-	-	-	-

Fazit

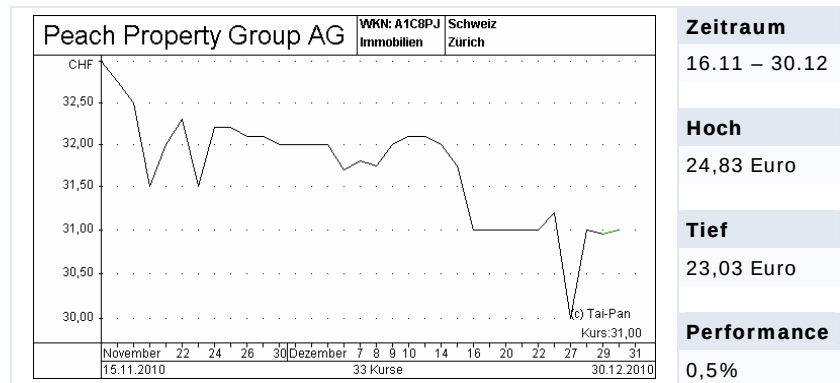
Die aktuellen Zahlen verdeutlichen, wie stark Patrizia als Wohnungshändler von einem stabilen Umfeld profitiert. Sobald aber die Zinsen steigen oder sich in einem deflationären Umfeld die Einkommensaussichten der potenziellen Käufer verschlechtern, wird der Kauf einer Wohnung für

viele entweder zu teuer oder zu riskant. Im Deflationsfall kommt das Problem der kurzläufigen Kredite hinzu, deren regelmäßige Verlängerung angesichts des dann zu erwartenden Erlösrückgangs schwieriger werden dürfte. In diesem Zusammenhang ist der forcierte Aufbau des konjunktur- und zinsresistenteren Servicesegments von großer Bedeutung, auch die fortgesetzte Entschuldung wirkt gerade im Hinblick auf das Deflationsszenario risikoreduzierend.



Peach Property Group AG

Steckbrief	
Kurs	31,00 CHF
ISIN	CH0118530366
WKN	A1C8PJ
Sitz	Zürich
Segment	Open Market
Internet	peachestates.com
Aktienzahl	4,8 Mio.
Marktkap.	150,1 Mio. CHF
Free Float	53,0%



Entwickler von Luxus-appartements

Profil

Die Peach Property Group AG, seit November 2010 an der SIX Swiss Exchange notiert, fokussiert sich ausschließlich auf die Projektentwicklung im Bereich von Luxuswohnungen im deutschsprachigen Raum. Das Unternehmen, das neben der Züricher Zentrale auch eine Niederlassung in Köln unterhält, deckt dabei die gesamte Wertschöpfungskette der Projektentwicklung ab, von der Projektidentifizierung, -prüfung und -planung, über die Durchführung des Genehmigungsprozesses und den Erwerb der Grundstücke, bis hin zum Baumanagement, der Vermarktung und den After-Sales-Services. Seit dem Start im Jahr 2004 hat Peach fünf solcher Vorhaben realisiert, aktuell befinden sich 13 Projekte mit einer kumulierten Fläche von 89 Tsd. m² in unterschiedlichen Entwicklungsstadien. Zudem enthält die Pipeline weitere 26 Projekte mit einer geplanten Fläche von 439 Tsd. m², die noch nicht vertraglich fixiert sind. Die regionalen Schwerpunkte liegen in Deutschland in Berlin, Hamburg und Düsseldorf, in der Schweiz am Zürichsee und in Österreich in der Ischgl-Skiregion.

Konsequente Luxusorientierung

Strategie

Das zentrale Element der Peach-Strategie ist die ausschließliche Konzentration auf Luxusimmobilien mit teilweise fünfstelligen Quadratmeterpreisen. Dabei setzen die Schweizer auf Luxusapartmentkomplexe in Toplagen von urbanen Zentren, in der Regel direkt am Wasser. Die Anlagen zeichnen sich zudem durch äußerst ansprechende Architektur, ein sehr großzügiges Platzangebot und zahlreiche Annehmlichkeiten aus, die üblicherweise nur mit Luxusvillen in Alleinlagen assoziiert werden. Dazu gehören Indoor- und Outdoor-Sportanlagen, Wellnessbereiche, Swimmingpools, eigene Yachtanleger (teilweise Indoor), Parkanlagen und private Strand- bzw. Uferabschnitte. Mit diesem Fokus bewegen sich die Schweizer in einem rasch wachsenden Segment des Wohnungsmarktes. So hat die Anzahl der Europäer mit einem liquiden Vermögen von mehr als 1 Mio. Euro Schätzungen zufolge selbst im Krisenjahr 2009 um 12,5 Prozent auf rund 3 Mio. zugenommen. Auch gilt das Segment als relativ wenig preissensibel und aufgrund der hier auf Seiten der Kunden üblicherweise besseren Eigenkapitalausstattung auch unterdurchschnittlich zinssensibel. Als zentraler Wettbewerbsfaktor gilt deshalb die Fähigkeit, entsprechenden Nachschub an attraktiven Projekten zu identifizieren und zu akquirieren.

Übernahme ermöglicht Bewertungsgewinn

Hohe Ergebnisvolatilität

Stärken & Chancen

- Nach IPO solides bilanzielles und finanzielles Polster
- Sehr attraktiver Zielmarkt, hohe Margen erzielbar
- Starke Marktposition, konsequenter Fokus
- Überzeugender Track-Record
- Mehrere Projekte kurz vor dem Abschluss

Schwächen & Risiken

- Hoher Vorfinanzierungsbedarf
- Erhöhtes Verschuldungsrisiko durch kurze Kreditlaufzeiten
- Hohe Volatilität von Gewinn und Cashflow
- Abhängigkeit von wenigen Schlüsselpersonen

Geschäftsentwicklung

Ein großer Fortschritt in dieser Richtung gelang Peach im Jahr 2009, als die Schweizer von der strauchelnden Vivacon AG vier Projekte in Deutschland übernehmen und sich damit auf einen Schlag zu einem der führenden Anbieter aufschwingen konnten. Gleichzeitig bescherte die bilanzielle Marktwertanpassung der übernommenen Objekte einen Bewertungsertrag von 24,6 Mio. CHF, der maßgeblich zum Periodenerfolg von 18,2 Mio. CHF beigetragen hat. Ohne diesen Effekt brachte das Krisenjahr allerdings auch bei Peach einen Umsatzeinbruch, die Erträge aus Wohnungsverkäufen erreichten mit knapp einer Mio. CHF nur einen Bruchteil des Vorjahreswertes (32 Mio. CHF).

Diese Entwicklung spiegelt die enorme Volatilität des projektgetriebenen Geschäftsmodells wider. Dementsprechend brachte die erste Jahreshälfte 2010 wieder einen rasanten Anstieg der Erträge aus Immobilienprojekten auf 19,6 Mio. CHF (hauptsächlich Aktivierung von Bauaktivitäten). Zuzüglich eines erneuten Bewertungsertrages wurde in den ersten sechs Monaten ein Nachsteuerergebnis von 16,6 Mio. CHF erwirtschaftet.

Bilanz

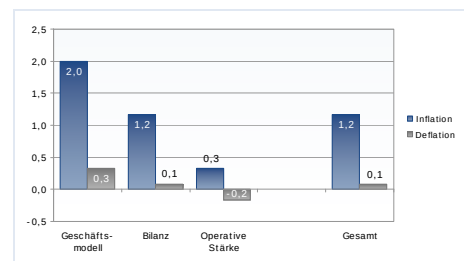
In der Cashflow-Entwicklung zeigt sich ein wichtiger Charakterzug des Geschäftsmodells: der hohe Vorfinanzierungsbedarf der Projekte. Obwohl die Schweizer erst bei einem Vorverkaufsstand von 40 bis 50 Prozent mit den Bauarbeiten beginnen und Anzahlungen einfordern,

birgt gerade das Bestreben, aus Diversifikationserwägungen möglichst viele Projekte gleichzeitig zu lancieren, hohe Anforderungen an die Finanzmittelausstattung. Insofern stellte der erfolgreiche Börsengang, in dessen Rahmen ein Volumen von rund 55,2 Mio. CHF an frischen Mitteln eingenommen und das Eigenkapital verdoppelt wurde, eine zentrale Voraussetzung dar, um den Expansionskurs wie geplant fortzusetzen.

Fazit

Die Schweizer sind in einem Marktsegment aktiv, das in Relation zu anderen Bereichen des Wohnungsmarktes eine nur unterdurchschnittliche Zinsreagibilität aufweist. Insofern stellt ein inflationäres Szenario für die Schweizer keine besondere Herausforderung dar, die Sorge um die Geldwertstabilität könnte sogar für zusätzliche Nachfrage sorgen. Anders das Deflationsszenario, für das neben der Investitionsbereitschaft der Kundschaft vor allem die Kreditverfügbarkeit eine ungleich wichtigere Rolle spielt. Dass dies zu einem Engpassfaktor werden kann, hat die letzte Krise zur Genüge verdeutlicht. Allerdings wirken hier die frischen Eigenmittel aus dem IPO risikomindernd.

CHF	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	32,0	1,0	56,4	169,2
EpS	0,70	3,76	3,49	4,19
Dividende	-	-	-	-
KUV	4,7	156,1	2,7	0,9
KGV	44,2	8,2	8,9	7,4
Div.-rendite	-	-	-	-

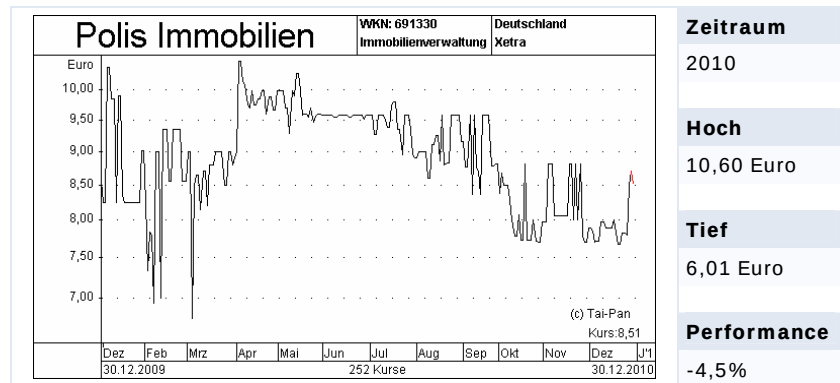


Polis Immobilien AG

Steckbrief	
Kurs	8,51 Euro
ISIN	DE0006913304
WKN	691330
Sitz	Berlin
Segment	Prime Standard
Internet	polis.de
Aktienzahl	11,1 Mio.
Marktkap.	94,0 Mio. Euro
Free Float	7,6%

Büroimmobilien in Top-lagen

Sanierung als Rendite-Turbo



Profil

Die Berliner Gesellschaft wurde 1998 gegründet und 2007 im Prime Standard der Frankfurter Börse eingeführt. Mit ihren aktuell 23 Beschäftigten konzentriert sie sich auf die Bewirtschaftung von Büroimmobilien in den Toplagen der wichtigsten deutschen Bürostandorte. Derzeit gehören 31 Objekte im Wert von 290 Mio. Euro zum Portfolio, wobei Köln mit 6 Gebäuden im Wert von 68 Mio. Euro den größten Einzelstandort darstellt, gefolgt von Düsseldorf (55 Mio. Euro). Die Bestandsimmobilien, die größtenteils in den Jahren zwischen 1950 und 1970 erbaut wurden, verfügen über eine Gesamtmietfläche von ca. 137 Tsd. m². Die Mieterkartei, die hinsichtlich der Branchenzusammensetzung von Versicherungen (16 Prozent) und Banken (13 Prozent) dominiert wird, weist insgesamt eine kleingliedrige Struktur auf; die größten zehn Mieter machen gerade mal 33 Prozent der Mieteinnahmen aus.

Strategie

Polis verfolgt eine zweigleisige Strategie. Als Kern des Portfolios und Grundlage für einen stabilen und krisensicheren Einnahmestrom dienen hochwertige, komplett vermietete Objekte in 1A-Lagen der wichtigsten deutschen Bürostandorte. Auf solche Core-Immobilien sollen rund drei Viertel des Portfoliowertes entfallen, während das restliche Viertel den sogenannten Value-Added-Immobilien vorbehalten ist. Dazu gehören Gebäude in guten Lagen, die aber einen hohen Leerstand und/oder hohen Sanierungs- und Modernisierungsbedarf aufweisen. Das darin steckende Wertsteigerungspotenzial soll insbesondere durch bauliche Maßnahmen realisiert werden, mit denen die Objekte hinsichtlich der Aspekte Technik, Komfort, Sicherheit und natürlich Optik auf den neusten Stand gebracht werden. Auch legt Polis einen hohen Wert auf ökologisch nachhaltiges Bauen (insb. energetische Effizienz), was den Berlinern wiederholt zertifiziert wurde und was den langfristigen Werterhalt der Immobilien sichern soll. Im Durchschnitt der vier zuletzt bzw. derzeit sanierten Objekte belaufen sich die entsprechenden Investitionen auf fast 80 Prozent der Kaufsumme, bei einem Objekt wurde sogar das Zweifache des ursprünglichen Kaufpreises für die Sanierung aufgewendet. Mit den Maßnahmen wird allerdings nicht nur eine bessere Vermietbarkeit der Objekte hergestellt und die Erzielung höherer Mieten ermöglicht, sondern auch regelmäßig die vermietbare Fläche signifikant erweitert, im bisherigen Extremfall sogar um 45 Prozent.

Sanierungsaufwand zunächst belastend

Verbesserte Vermietungsleistung als Vorboten besserer Ergebnisse

Stärken & Chancen

- Komfortable Eigenkapitalausstattung und hohe laufende Cashüberschüsse
- Attraktive Kombination von stetigen Mieteinnahmen und Sanierungsgewinnen
- Sanierungs-Know-how und Track-Record als Türöffner im Einkauf
- Mehrere Projektabschlüsse versprechen kräftigen Einnahmeschub

Schwächen & Risiken

- Büroimmobilienmarkt von Überangebot geprägt
- Hohe Volatilität der Immobilienwerte im Zielsegment
- Modernisierungsmaßnahmen bergen zusätzliche Projektrisiken

Geschäftsentwicklung

Dass sich derart großskalierte Modernisierungsmaßnahmen zunächst belastend auf die GuV auswirken, verwundert kaum. So ist aufgrund der Sanierungen der konzernweite Vermietungsstand in 2009 auf 69 Prozent zurückgegangen, wodurch sich auch die Mieterträge um 7 Prozent auf 13,9 Mio. Euro reduzierten. Da zusätzlich krisenbedingt Abwertungen zu einem negativen Bewertungsergebnis von 9,3 Mio. Euro führten, stand unter dem Strich ein Jahresfehlbetrag von -6,7 Mio. Euro (nach +1,1 Mio. Euro im Vorjahr). Bereinigt um die nicht liquiditätswirksamen Effekte war die operative Performance aber trotz der niedrigeren Mieteinnahmen überzeugend, die FFO erhöhten sich dank der um ein Drittel reduzierten Zinsaufwendungen sogar um 24 Prozent auf 3,7 Mio. Euro.

Auch in den ersten drei Quartalen 2010 blieben die Belastungen durch die Modernisierungsmaßnahmen spürbar. Bei einer Leerstandquote von 29 Prozent gingen die Mieterlöse um 10 Prozent auf 9,7 Mio. Euro zurück, das Nettoergebnis blieb mit -0,2 Mio. Euro geringfügig negativ. Allerdings konnte die Vermietungsleistung deutlich gesteigert werden, was für die kommenden Quartale auf eine deutliche Erholung der Mieteinnahmen schließen lässt.

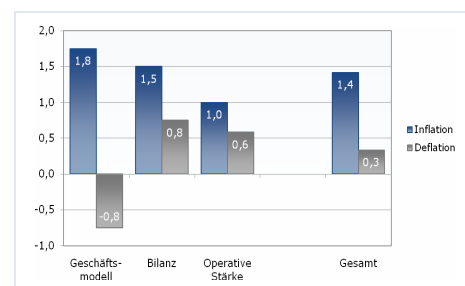
Bilanz

Gegen die Finanzierungs- und die Bewertungsrisiken sichert sich Polis mit einer hohen Eigenkapitalquote ab, die zuletzt 49 Prozent betragen hat. Von den Bankverbindlichkeiten in Höhe von fast 137 Mio. Euro sind 24 Prozent bis Ende 2011 fällig. Angesichts der ungenutzten Kreditlinien in Höhe von knapp 9 Mio. Euro, der hohen operativen Cashüberschüsse und der soliden Bilanzstruktur dürfte eine Refinanzierung aber problemlos sein.

Kennzahlen	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	15,0	13,9	13,3	16,9
EpS	0,10	-0,60	0,08	0,23
Dividende	-	-	-	-
KUV	6,3	6,8	7,1	5,6
KGV	82,2	-	108,8	37,1
Div.-rendite	-	-	-	-

Fazit

Mit der ausschließlichen Fokussierung auf Büroimmobilien adressiert Polis ein schwieriges, im Falle eines anhaltenden Aufschwungs aber sehr aussichtsreiches Marktsegment. Insofern sehen wir für das Inflationsszenario keine größeren Unwägbarkeiten, zumal das Zinsrisiko durch entsprechende Instrumente weitgehend abgesichert ist. Im Deflationsfall drohen hingegen erneut Belastungen aus Marktwertanpassungen der Bestände, auch dürfte das Revitalisierungsgeschäft, das relativ lange Vorfinanzierungszeiträume benötigt, in einem solchen Szenario ebenso schwächeln wie die operative Performance (Stichwort Leerstand). Umso wichtiger, dass die Berliner auf eine solide Bilanzstruktur achten und bewusst die Verschuldungspotenziale nicht ausreizen.



KWG Kommunale Wohnen AG

Steckbrief	
Kurs	5,15 Euro
ISIN	DE0005227342
WKN	522734
Sitz	Hamburg
Segment	Entry Standard
Internet	kwgag-online.de
Aktienzahl	10,8 Mio.
Marktkap.	55,6 Mio. Euro
Free Float	35,0%

*Konzentration auf
Wohnobjekte mit Sa-
nierungsbedarf*

*Sanierungsprojekte mit
zweistelligen Renditen*



Profil

Die in Hamburg ansässige KWG Kommunale Wohnen AG ist seit 2006 als Bestandhalter von Wohnimmobilien aktiv. Das aktuelle Portfolio umfasst rund 5.300 Einheiten mit einer Gesamtmietfläche von ca. 300 Tsd. m². Obwohl grundsätzlich das gesamte Bundesgebiet adressiert wird, konzentrieren sich die Bestände faktisch auf drei Regionen: Sachsen/Thüringen (52 Prozent), Nordrhein-Westfalen (21 Prozent) und Niedersachsen (14 Prozent). Inhaltlich liegt der Fokus auf älteren Gebäuden, rund ein Drittel der Objekte stammt aus den 1960er Jahren, ein weiteres Drittel ist noch älter. Vorzugsweise erwirbt KWG diese Immobilien mit hohen Leerständen und großem Sanierungsbedarf, vor allem im energetischen Bereich. Aufgrund dieses Ansatzes bewertet das Unternehmen ca. 37 Prozent seines Portfolios als nur beschränkt marktfähig. Dieser als Investitionsbestand bezeichnete Portfolioteil weist derzeit einen Leerstand von über 36 Prozent auf, während der Rest, der Kernbestand, zu fast 94 Prozent vermietet ist und für stabile Einnahmen sorgt.

Strategie

KWG greift allerdings nur dann zu, wenn die Defizite in einem mangelhaften Management und einem Investitionsstau begründet und nicht struktureller Natur sind. In solchen Fällen profitiert das Unternehmen von den niedrigen Einkaufspreisen (bei der Preisfindung werden lediglich die Ist-Mieten berücksichtigt) und vor allem von dem eigenen Know-how im Bezug auf eine effiziente Durchführung der Sanierungsmaßnahmen. Dazu halten die Hamburger zentral eigene Baumanagement-Kapazitäten vor, die projektweise die Revitalisierungsarbeiten planen und die Durchführung überwachen. Dadurch kann KWG immer wieder auf bereits bewährte Konzepte zurückgreifen und beim Materialeinkauf Größenvorteile realisieren. Die Fremdvergabe beschränkt sich auf die ausführenden Arbeiten, für die lokale Handwerksunternehmen beauftragt werden. Da zudem die meisten Maßnahmen als energetische Sanierung eingestuft werden, sind die Hamburger in der Lage, verstärkt auf zinsvergünstigte KfW-Kredite zurückzugreifen. Die Sanierungserträge speisen sich anschließend aus dem Abbau des Leerstands, den deutlich höheren, sprich ortsüblichen, Mieten bei Neuvermietung und der Umlage der Modernisierungskosten bei Bestandsverträgen. In Summe kalkuliert KWG für derartige Sanierungsvorhaben mit Eigenkapitalrenditen zwischen 15 und 24 Prozent.

Längere Vorfinanzierungsphasen

Insourcing ermöglicht Gewinnanstieg

Stärken & Chancen

- Modernisierungsgeschäft sorgt für guten Objektzugriff und höhere Margen
- Bestandshaltung sichert Basis-Cashflow
- Überzeugender Track-Record
- Komfortable Eigenkapitalausstattung und solide Verschuldungsstruktur
- Großes Potenzial im Portfolio

Schwächen & Risiken

- Sanierungsprojekte belasten zunächst Cashflow
- Erhöhtes Risikoprofil durch Projektgeschäft
- Weiteres Portfoliowachstum erfordert neue Kapitalzuführung

Geschäftsentwicklung

Allerdings bedingen solche Maßnahmen längere Perioden mit Cashabflüssen und Ergebnisbelastungen. Dementsprechend ging die Sanierung von insgesamt 540 Wohnungen in den Jahren 2008 und 2009 mit operativen Verlusten einher, die aber durch die Zuschreibungen auf die instandgesetzten Immobilien jeweils überkompensiert wurden, so dass in beiden Jahren positive Jahresergebnisse ausgewiesen werden konnten.

Operativ brachte erstmalig das erste Halbjahr 2010 ein positives Resultat: Bei Mieterlösen von 9,8 Mio. Euro wurde ein EBIT von 3,8 Mio. Euro und ein Sechsmonatsüberschuss von 0,9 Mio. Euro ausgewiesen. Eine wichtige Ursache dafür war das vorangegangene Insourcing der Hausverwaltung für die Bestände in Ostdeutschland. Dadurch wurde sowohl die Präsenz vor Ort verstärkt und damit die Mieterzufriedenheit erhöht als auch die Vermietungsleistung unter Vermeidung von Makler- und Vermittlungsprovisionen intensiviert. Allein am Standort Berlin konnte dadurch in der ersten Jahreshälfte 2010 der Leerstand von 13 auf 4,7 Prozent fast gedrittelt werden. Da zudem die erfolgreiche Sanierung und die Vermietungserfolge eine Höherbewertung der Bestände ermöglichen, ist der Jahresüberschuss 2010 mit 8 Mio. Euro auf einen neuen Rekordwert gestiegen.

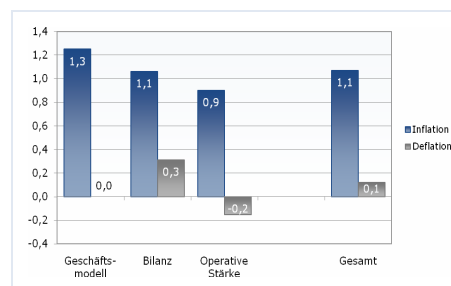
Bilanz

Um den Portfolioaufbau und die Sanierungsvorhaben stemmen zu können, hat KWG in den letzten Jahren mehrere Kapitalerhöhungen durchgeführt. Die bisher letzte, im Dezember 2010, umfasste die Ausgabe von 0,98 Mio. neuen Aktien und brachte einen Brutto-Mittelzufluss von 5,1 Mio. Euro. Unter Einbeziehung dieser Maßnahme dürfte die Eigenkapitalquote bei 36 bis 37 Prozent liegen – ausreichend, um die Modernisierung von 170 Wohnungen in Celle wie geplant abzuschließen.

Kennzahlen	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	13,7	19,8	23,7	27,3
EpS	0,07	0,31	0,74	0,76
Dividende	-	-	-	-
KUV	4,1	2,8	2,3	2,0
KGV	71,9	16,7	7,0	6,8
Div.-rendite	-	-	-	-

Fazit

Mit der Kombination der Bestandshaltung von Wohnimmobilien und der projektweisen Grundsanierung der Immobilien verbindet KWG die Chancen und Risiken dieser beiden Geschäftsmodelle. So bedingt der Finanzierungsbedarf der Modernisierungsmaßnahmen ein erhöhtes Risikoprofil gerade im deflationären Szenario, während die hohen (Anfangs-)Leerstände im inflationären Umfeld mehr Spielraum für Mietsteigerungen bieten als es einem reinen Bestandshalter mit hohem Vermietungsstand möglich wäre. Eine hohe Eigenkapitalausstattung und eine langfristige Schuldenstruktur sorgen in beiden Szenarien für Stabilität, während der – bisher – hohe Cashverbrauch für Punktabzüge sorgte.



Fair Value REIT-AG

Steckbrief	
Kurs	4,80 Euro
ISIN	DE000A0MW975
WKN	A0MW97
Sitz	München
Segment	Prime Standard
Internet	www.fvreit.de
Aktienzahl	9,3 Mio.
Marktkap.	44,8 Mio. Euro
Free Float	41,4%

*Breit diversifizierter
Bestandshalter*

*Expansion durch Betei-
ligung an Fonds*



Profil

Die Fair Value REIT-AG besitzt den REIT-Status seit Ende 2007 und gehört damit hierzulande zu den Pionieren dieser Rechtsform. In Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorgaben liegt der Fokus auf der Bestandshaltung von Gewerbeimmobilien, wobei die Portfolioschwerpunkte derzeit mit ca. 44 Prozent bzw. 40 Prozent (bezogen auf die Potenzialmiete) im Bereich Einzelhandels- und Büroobjekten liegen. Insgesamt umfasst der Bestand aktuell 76 Immobilien, die sich relativ gleichmäßig auf mittelgroße Städte im gesamten Bundesgebiet (mit Ausnahme des süddeutschen Raumes) verteilen. Auch hinsichtlich der Mieterstruktur ist das Portfolio breit diversifiziert, der größte Einzelkunde ist die Sparkasse Südholstein, die in Schleswig-Holstein zahlreiche Filialstandorte von den Münchenern anmietet und im Gegenzug für knapp 15 Prozent der Mieterlöse sorgt. Auf den Plätzen zwei und drei folgen Metro und Edeka, auf die jeweils 10 Prozent der Einnahmen entfallen.

Strategie

Fair Value beteiligt sich nicht nur direkt an Immobilien, sondern auch mittelbar über Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds; aktuell stellen die indirekten Investitionen sogar vier Fünftel des Portfolios. Die Engagements erfolgen meistens gegen eine Kombination aus einer Bar-Komponente und der Ausgabe von Aktien, wodurch die Expansion liquiditätsschonend bewerkstelligt werden kann. Das Unternehmen verweist außerdem auf das große Marktpotenzial, das auf diesem Wege relativ transaktionskostenarm und preiswert erschlossen werden kann. Aufgrund dieser Strategie ist Fair Value nur anteilig im Besitz solcher Objekte. Bezogen auf das gesamte Portfolio bedeutet das, dass von dessen Marktwert in Höhe von 517 Mio. Euro rund 232 Mio. Euro auf den Münchener REIT entfallen. Dieses Volumen stemmt die Gesellschaft mit einem sehr kleinen Team von lediglich drei Personen, das durch die Einbindung externer Dienstleister maßgeblich unterstützt wird. Das Outsourcing erfolgt überwiegend an die Münchener IC Immobilien-Gruppe, die ihrerseits eine 18-prozentige Beteiligung an Fair Value hält. Die entsprechenden Verträge werden erfolgsbezogen vergütet, was für die stabilen leistungswirtschaftlichen Kennzahlen mitverantwortlich sein dürfte. So lag die Vermietungsquote zuletzt bei 96,6 Prozent und die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge bei 6,3 Jahren.

2008 und 2009 durch Abschreibungen belastet

Operativ stark verbessert

Stärken & Chancen

- Breit diversifiziertes Portfolio mit überzeugenden Leistungsdaten
- Indirekte Beteiligungen vergrößern Expansionspotenzial
- Schlanke Strukturen sorgen für niedrige Fixkostenbelastung
- Hohe Eigenkapitalausstattung, hohe operative Profitabilität
- Lange Kredit- und Mietlaufzeiten, Inflationsabsicherung durch Preisindexierung

Schwächen & Risiken

- Hohe Verluste durch Abschreibungen auf das Immobilienvermögen
- Abhängigkeit von Einzelpersonen
- Gewerbeimmobilien mit hohen Wertschwankungen

Geschäftsentwicklung

Diese Stabilität hat sich während der Krise bestätigt, als das Unternehmen sowohl 2008 als auch 2009 operativ profitabel blieb (EPRA-Ergebnis) und hohe positive Funds from Operations (FFO) ausweisen konnte. Doch infolge von Wertkorrekturen am Immobilienbestand, die sich 2009 (2008) auf 6,4 Mio. Euro (9,7 Mio. Euro) beliefen, rutschte das Nettoergebnis 2009 mit 2,9 Mio. Euro ins Minus. 2008 hatte sich zusätzlich noch ein negatives Beteiligungsergebnis mit 7,1 Mio. Euro belastend ausgewirkt, weswegen der Verlust sogar 13,3 Mio. Euro erreichte.

Ob Bewertungseffekte auch die GuV in 2010 spürbar negativ beeinflusst haben, bleibt noch abzuwarten, ist aber angesichts der bereits vorgenommenen Abschreibungen und des verbesserten Marktumfelds unwahrscheinlich. Die operative Entwicklung der ersten neun Monate ist jedenfalls sehr gut gewesen: Dank des – vor allem konsolidierungsbedingt – um 22 Prozent höheren Umsatzes, der kräftigen Reduktion der Verwaltungskosten sowie eines verbesserten Gewinnbeitrags der Minderheitsbeteiligungen hat sich der Konzernüberschuss im Vorjahresvergleich um 70 Prozent auf 4,1 Mio. Euro erhöht.

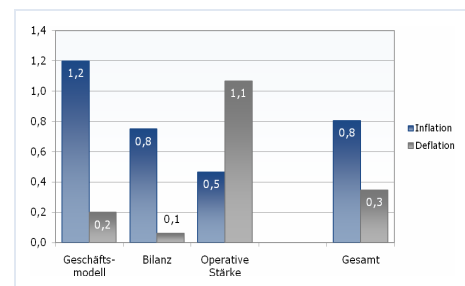
Bilanz

Als REIT muss Fair Value eine Eigenkapitalquote – unter Berücksichtigung der Minderheitsanteile – von mindestens 45 Prozent aufweisen, wobei hierfür als Bezugsgröße das unbewegliche Vermögen verwendet wird. Während diese Kennzahl zum 30. September bei 48,6 Prozent lag, betrug das bilanzielle Eigenkapital 74,6 Mio. Euro und damit 38 Prozent der Bilanzsumme. Von den Finanzverbindlichkeiten in Höhe von knapp 100 Mio. Euro hatten Ende September 10,7 Mio. Euro eine Restlaufzeit von weniger als einem Jahr, im Durchschnitt weist der Konzern eine Restlaufzeit der Kredite von 3,6 Jahren auf.

Kennzahlen	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	13,9	12,2	13,8	14,1
EpS	-1,43	-0,31	0,53	0,56
Dividende	-	-	0,1	0,13
KUV	3,2	3,7	3,2	3,2
KGV	-	-	9,0	8,6
Div.-rendite	-	-	2,2%	2,9%

Fazit

Als ein Bestandshalter mit Status eines REIT weist Fair Value schon allein aufgrund seines Geschäftskonzepts eine erhöhte Stabilität auf. Auch die langen Restlaufzeiten der Miet- und Kreditverträge stufen wir im Hinblick auf die Drohszenarien sehr positiv ein. Die hohen Abschreibungen auf die Immobilienwerte und Buchverluste bei Abgängen sorgten hingegen für Punktabzüge, schließlich sind sie ein Indiz für zu hohe Einkaufspreise bzw. zu optimistische Ansätze im Rahmen der Erstbewertung.



Westgrund AG

Steckbrief	
Kurs	2,28 Euro
ISIN	DE000A0HN4T3
WKN	A0HN4T
Sitz	Remscheid
Segment	Geregelt. Markt
Internet	westgrund.de
Aktienzahl	10,4 Mio.
Marktkap.	23,7 Mio. Euro
Free Float	40,1%

Kleines Wohnimmobilienportfolio

Verbesserung der Bewirtschaftungsqualität



Profil

Die Westgrund AG wurde 1990 gegründet und 1998 an der Börse eingeführt. Nach einer wechselvollen und teilweise turbulenten Entwicklung konzentriert sich das Unternehmen seit 2007 schwerpunktmäßig auf den Aufbau eines Wohnimmobilienportfolios. Derzeit befinden sich knapp 1.400 Wohneinheiten mit einer Gesamtfläche von 85 Tsd. m² im Besitz der Gesellschaft, daneben zählen noch zwei Gewerbestandorte mit einer Fläche von 42 Tsd. m² zum Portfolio. Mit einer deutlich geringeren Gewichtung betätigt sich Westgrund über eine Tochtergesellschaft zudem auch als Projektentwickler im Bereich von Gewerbeimmobilien. Geographisch konzentriert sich das Unternehmen auf kleine und mittelgroße Städte in Westdeutschland, derzeit entfällt rund die Hälfte des Portfolios auf Ludwigshafen, die zweite Hälfte verteilt sich in etwa gleichmäßig auf Niedersachsen und NRW.

Strategie

Als wichtigsten Werttreiber im Wohnimmobilienbereich sieht Westgrund die Verbesserung der Bewirtschaftungsqualität der Wohnungen, wodurch die Leerstände reduziert werden sollen. Hieraus leitet sich die Einkaufsstrategie ab, auf gebrauchte Immobilien in schlecht gemanagten Portfolios zu setzen, die auf Grundlage der Ist-Mieten erworben werden. Als Maßnahmen, die zur Verbesserung des Vermietungsergebnisses ergriffen werden, nennt das Unternehmen eine stärkere hausverwalterische Präsenz vor Ort, eine intensivere Vermietungstätigkeit und die Einbindung der (künftigen) Mieter in Sanierungs- und Renovierungsentscheidungen. Nach der Optimierung der Vermietungssituation sollen die Wohnungen grundsätzlich langfristig im Bestand gehalten werden, auf Sicht von zwei bis drei Jahren strebt das Unternehmen eine Portfoliogröße von bis zu 10.000 Einheiten an. Für die meisten der derzeit im Besitz von Westgrund befindlichen Immobilien, die größtenteils in den Jahren 2007 und 2008 erworben wurden, ist diese Strategie aufgegangen. So konnte durch die Intensivierung der Bewirtschaftung sowie durch die bauliche Modernisierung der Objekte der durchschnittliche Leerstand von 14,1 Prozent im Januar 2008 auf zuletzt 5 Prozent (ohne sanierungsbedingten Leerstand, damit ca. 7 Prozent) reduziert werden.

Hohe Umsatzsteigerung

Teil-Exit beschert Gewinn

Stärken & Chancen

- Praxisbewährte Strategie der Konzentration auf schlecht gemanagte Portfolios
- Leerstandabbau lässt steigende Mieteinnahmen erwarten
- Neuer strategischer Investor stärkt Eigenkapitalbasis
- Hohe stille Reserven in Immobilien und Unternehmensbeteiligungen

Schwächen & Risiken

- Geringe Portfoliogröße
- Sehr hohe kurzfristige Verschuldung
- Operativer Cashflow noch schwach

Geschäftsentwicklung

Infolgedessen erhöhten sich die Mieteinnahmen und damit auch der Konzernumsatz von 6,1 Mio. Euro im Jahr 2007 auf 10,1 Mio. Euro in 2009. Allerdings hat diese positive Entwicklung noch keinen adäquaten Niederschlag im Ergebnis gefunden, das sowohl 2008 als auch 2009 relativ deutlich ins Minus rutschte. Zum einen lag dies an Sondereffekten wie etwa Wertkorrekturen des Immobilienvermögens, zum anderen ist es aber schlicht der Tatsache geschuldet, dass die Unternehmensstrukturen bereits auf ein deutlich höheres Geschäftsvolumen ausgelegt sind. Bereinigt um die Sondereffekte konnte allerdings bereits 2009 ein operativer Überschuss von 2,2 Mio. Euro verbucht werden.

Ein vergleichbares Muster zeigten die Neunmonatszahlen 2010. So erreichte der Umsatz mit 9,9 Mio. Euro schon fast das Niveau des gesamten Vorjahres. Die Steigerung ist allerdings ausschließlich dem Verkauf eines Teilportfolios geschuldet, während die Mietumsätze mit 7,0 Mio. Euro etwas unter dem Vorjahreswert lagen. Das Ergebnis hingegen blieb bedingt durch nicht-liquiditätswirksame Belastungen aus Zinssicherungsgeschäften sowie den negativen Ergebnisbeitrag des erwähnten Immobilienverkaufs mit 1,1 Mio. Euro im Minus.

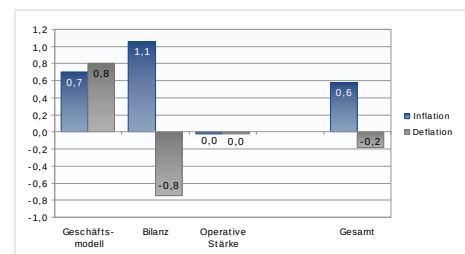
Bilanz

Die Aktivseite der Bilanz wird dominiert durch die mit fortgeführten Anschaffungskosten bilanzierten Immobilien des Umlaufvermögens im Wert von 58,2 Mio. Euro. Da dieser Posten ab 2010 erstmalig einer „fair value“-Bewertung unterzogen werden soll, dürften die darin enthaltenen stillen Reserven, die das Unternehmen auf ca. 8 Mio. Euro beziffert, maßgeblich für den prognostizierten Jahresüberschuss von 2 Mio. Euro in 2010 und 4 Mio. Euro im laufenden Jahr verantwortlich sein. Auf der Passivseite hingegen stellen die kurzfristigen Bankverbindlichkeiten in Höhe von 41,3 Mio. Euro die größte Einzelposition dar, das Eigenkapital dürfte nach einer Kapitalerhöhung im September nun bei etwa 16 Mio. Euro und damit bei rund 20 Prozent der Bilanzsumme liegen.

Kennzahlen	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	8,5	10,1	12,2	11,0
EpS	-0,54	-0,21	0,19	0,37
Dividende	-	-	-	-
KUV	2,8	2,3	1,9	2,2
KGV	-4,2	-10,7	12,1	6,1
Div.-rendite	-	-	-	-

Fazit

Obwohl sich die Westgrund AG grundsätzlich auf einem guten Weg befindet und dementsprechend von uns beim Geschäftsmodell mit ordentlichen Resistenzwerten bedacht wurde, bedingen die noch geringe Unternehmens- und Portfoliogröße sowie die relativ hohe und kurzfristige Verschuldung schwächere Gesamtwerte. Positiv sehen wir aber den im September vollzogenen Einstieg eines strategischen Investors sowie die hohen Stillen Reserven, die die ausgewiesenen Bilanzrelationen doch deutlich relativieren.

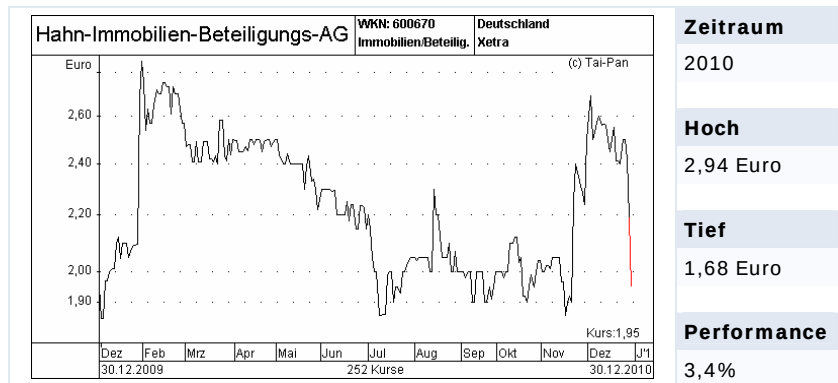


HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG

Steckbrief	
Kurs	1,95 Euro
ISIN	DE0006006703
WKN	600670
Sitz	Berg. Gladbach
Segment	General Standard
Internet	www.hahnag.de
Aktienzahl	12,0 Mio.
Marktkap.	23,4 Mio. Euro
Free Float	17,6%

Spezialist für Einzelhandelsimmobilien

Konzentration auf großflächige Objekte mit Konkurrenzschutz



Profil

Die Hahn-Gruppe hat sich seit ihren Anfängen vor 28 Jahren auf Einzelhandelsimmobilien spezialisiert. Inzwischen verwaltet das Unternehmen rund 150 Objekte mit einem Wert von mehr als 2 Mrd. Euro. Mit wenigen Ausnahmen befinden sich diese Immobilien aber nicht in der eigenen Bilanz, sondern gehören den eigens von der Hahn-Gruppe konzipierten und vermarkteten Immobilienfonds für private und institutionelle Anleger. Darüber hinaus verwaltet Hahn auch die Handelsimmobilienportfolios einzelner Kunden wie beispielsweise der MEAG, des Vermögensmanagers der Münchener Rück. Aufgrund dieser Aufstellung spielen Mieteinnahmen trotz des insgesamt verwalteten Mietvolumens von 140 Mio. Euro p.a. für die Hahn-GuV nur eine untergeordnete Rolle, stattdessen generiert das Unternehmen die Erlöse aus mehreren Dienstleistungen rund um die Immobilien. Dazu gehören sowohl der Immobilienankauf und -verkauf, die Vermietung und das Property Management als auch Provisionen aus dem Vertrieb und der Verwaltung der Fonds.

Strategie

Eine zentrale Komponente des Hahn-Konzepts ist die Konzentration auf den großflächigen Einzelhandel, also auf Objekte mit einer Verkaufsfläche von mindestens 800 m². Da der Vermehrung solcher Standorte baurechtlich enge Grenzen gesetzt sind, genießen Bestandsobjekte dieser Größe einen relativ hohen Wettbewerbsschutz. Dieser ist besonders in mittleren und kleineren Städten ausgeprägt, wo entsprechende Einzelhandelsagglomerationen oftmals eine Alleinstellung haben; zudem sind die Objekte hinsichtlich ihres Einzugsgebietes und Kaufkraftpotenzials leichter zu kalkulieren als ihre Pendanten in Großstädten. Andererseits bedeutet die Fokussierung auf dieses Segment und geographisch auf Deutschland aber auch ein beschränktes Expansionspotenzial, da geeignete Objekte rar sind. Aus diesem Grund öffnet sich Hahn zunehmend auch für innerstädtische Immobilien wie etwa Shopping-Center. Ein erfolgreiches Referenzprojekt wurde dieses Jahr mit der Revitalisierung eines ehemaligen Hertie-Standorts in Erkrath abgeschlossen. Für den weiteren Dealflo in diesem Bereich könnte die im Januar 2010 vereinbarte Kooperation mit der UNIMO-Gruppe sorgen, die als Projektentwickler gerade im Bereich von High-Street-Handelsobjekten ihre Stärken hat.

Krisenbedingt rückläufige Vertriebsprovisionen bis 2009

2010 wieder profitabel

Stärken & Chancen

- Starke Reputation durch konsequente Spezialisierung und den beachtlichen Track-Record
- Äußerst stabile Leistungsdaten der Immobilien
- Kooperation mit UNIMO erschließt ein komplettes Marktsegment
- Institutionelles Fondsgeschäft nun „ready to grow“
- Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung nach UNIMO-Deal verbessert

Schwächen & Risiken

- Das bisherige Marktsegment bietet nur beschränktes Wachstumspotenzial
- Zentrale Erlösquellen sehr volatil, Margendruck bei Vertriebsprovisionen
- Die Profitabilität noch unbefriedigend

Geschäftsentwicklung

Während die von Hahn verwalteten Immobilien schon seit Jahren eine Vermietungsquote von über 96 Prozent aufweisen und damit auch während der Krise stabile Mieterträge für die Fonds generierten, ist der Hahn-Konzern selbst in den Jahren 2008 und 2009 deutlich in die Verlustzone gerutscht. Zum einen lag das am Einbruch des Neugeschäfts im Fondsvertrieb, in dessen Folge sich die Vertriebsprovisionen von 3,2 Mio. Euro im Jahr 2007 auf 1,0 Mio. Euro im letzten Jahr reduzierten. Für die hohen Verluste der Jahre 2008 und 2009 (-9,9 resp. -6,1 Mio. Euro) waren aber vor allem Sondereffekte im Zusammenhang mit der 2008 erfolgten Lancierung des ersten Fonds für institutionelle Anleger verantwortlich, die bis ins Jahr 2009 hineinwirkten.

Für das abgelaufene Jahr hat das Unternehmen bei reduzierten Umsätzen (weniger Immobilienverkäufe und niedrigere Mieteinnahmen aus Vorratsimmobilien) die Rückkehr in die Gewinnzone angekündigt. Nach neun Monaten lag das Ergebnis mit -0,7 Mio. Euro allerdings noch leicht im Minus. Einen signifikanten Beitrag zur Trendwende dürfte die Belebung der Handelsaktivitäten im vierten Quartal leisten, in deren Rahmen für den institutionellen Fonds ein Fachmarktzentrum im Wert von 20 Mio. Euro erworben wurde.

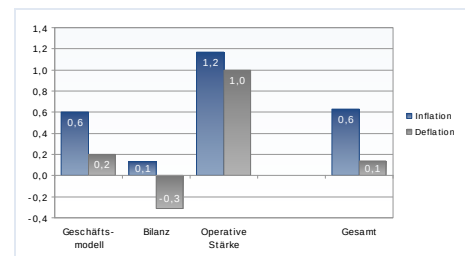
Bilanz

Durch die Verluste der vorangegangenen Jahre ist das Eigenkapital um fast die Hälfte geschrumpft. Doch dank der gleichzeitig durchgeführten Bilanzverkürzung ist die Eigenkapitalquote gegenüber dem Jahr 2007 sogar gestiegen, Ende Juni betrug sie 17,5 Prozent. Eine weitere Stärkung der Eigenkapitalbasis ist bereits mit der UNIMO-Gruppe vereinbart, die sich verpflichtet hat, bis Mitte Juli 2011 eine Mio. neue Aktien zum Stückpreis von 5,5 Euro zu zeichnen. Im Vergleich zum Status Quo bedeutet dies eine Erhöhung des Eigenkapitals um ca. 25 Prozent.

Kennzahlen	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	428,1	92,4	67,0	87,1
EpS	-0,82	-0,51	0,03	0,18
Dividende	-	-	-	-
KUV	0,1	0,3	0,3	0,3
KGV	-	-	69,9	10,7
Div.-rendite	-	-	-	-

Fazit

In unserem Vergleich punktet die Hahn-Gruppe mit ihren guten leistungswirtschaftlichen Kennzahlen, ihrer ausgezeichneten Marktposition und dem starken Cashflow. Belastend wirken hingegen die Abhängigkeit von ausgesprochen volatilen Erlösquellen sowie die niedrige Profitabilität. Insgesamt ist die Stabilität der Gesellschaft nach unserer Einschätzung in beiden Szenarien zufriedenstellend.



Estavis AG

Steckbrief	
Kurs	1,84 Euro
ISIN	DE000A0KFKB3
WKN	A0KFKB
Sitz	Berlin
Segment	Prime Standard
Erstnotiz	www.estavis.de
Aktienzahl	9,5 Mio.
Marktkap.	17,6 Mio. Euro
Free Float	71,1%

Handel mit Wohnimmobilien

Konzentration auf denkmalgeschützte Objekte



Profil

Die Estavis AG hat sich als Händler von Wohnimmobilien positioniert und gehört mit durchschnittlich 600 bis 800 verkauften Wohnungen pro Jahr zu den führenden Anbietern auf diesem Gebiet. Beim Einkauf liegt der Schwerpunkt dabei auf sanierungsbedürftigen bzw. aufteilbaren Beständen, die in Eigenregie marktfähig gemacht und mithilfe des deutschlandweiten Vertriebsnetzes an private Kapitalanleger und zunehmend auch an Selbstnutzer verkauft werden. Dabei greift das Unternehmen auf die Dienste mehrerer Vertriebspartner zurück, die provisionsbasiert und teilweise sogar exklusiv für die Berliner tätig sind. Das aktuelle Vorratsvermögen beläuft sich auf 82 Mio. Euro, wovon rund 18 Prozent als unfertige Sanierungsobjekte eingestuft werden. Entgegen der eigentlichen strategischen Ausrichtung entfallen rund 65 Prozent der gesamten Nutzfläche auf Gewerbeimmobilien, die noch aus früheren Portfoliozukaufen stammen und perspektivisch zugunsten der Wohnimmobilien abgebaut werden sollen.

Strategie

Beim Einkauf soll hingegen der Schwerpunkt besonders auf denkmalgeschützte Objekte gelegt werden. Mit der Vita von mehr als 5.000 verkauften Wohnungen verfügt Estavis in diesem Bereich sowohl im Vertrieb als auch im Sanierungsgeschäft über große Erfahrung, die den Berlinern eine starke Wettbewerbsposition einräumt. Darüber hinaus genießen denkmalgeschützte Objekte Steuervorteile, die handfeste Zusatzargumente im Vertrieb bringen. Die Käufer können nämlich unabhängig davon, ob sie die Immobilien selbst nutzen oder vermieten, die Sanierungskosten, die je nach Objekt einen Großteil der Kaufsumme ausmachen können, über einen Zehnjahreszeitraum steuerlich absetzen und damit den Nettopreis massiv reduzieren. Aktuell befinden sich zwei große Projekte in der Entwicklung, deren kumuliertes Umsatzpotenzial von Estavis auf ca. 76 Mio. Euro beziffert wird. Es handelt sich hierbei um die „Kodak-Glanzfilmfabrik“, ein ehemaliges Fabrikensemble direkt am Spreeufer in Berlin-Köpenick und um „Kastaniengärten“, ein historisches Industrieareal in Schöneberg. Zusammen sollen an beiden Standorten 270 hochwertige Wohnungen errichtet werden, die mit einem 70-prozentigen Sanierungskostenanteil gerade für die vermögende – und steuersensible – Klientel sehr interessant sein dürften.

Beachtliche Vertriebs- erfolge

Trendwende bestätigt

Stärken & Chancen

- Sanierungsgeschäft ermöglicht im Erfolgsfall hohe Margen
- Starke, bundesweite Vertriebsstruktur
- Solide Eigenkapitalausstattung

Schwächen & Risiken

- Vertriebsargument „Steuerersparnis“ auf Konstanz der Steuerpolitik angewiesen
- Erhöhtes Verschuldungsrisiko durch kurze Kreditlaufzeiten
- Sanierungsgeschäft erfordert hohe Vorfinanzierung, operativer Cashflow daher negativ

Geschäftsentwicklung

Dementsprechend waren die Wohnungen zum Jahresende 2010, also zur Halbzeit der aktuellen Geschäftsperiode, bereits weitestgehend verkauft bzw. reserviert – obwohl die Bauarbeiten plangemäß erst Anfang 2011 starten sollten. Dieser Vertriebserfolg dürfte maßgeblich zu der hohen notariellen Verkaufsleistung von 43,3 Mio. Euro beigetragen haben, die wegen der noch anstehenden Bauarbeiten größtenteils aber erst Ende 2011 oder 2012 umsatzrelevant werden dürfte.

Der tatsächliche Halbjahresumsatz lag mit 29,9 Mio. Euro hingegen unter diesem Wert wie auch unter dem Vorjahresumsatz (40,3 Mio. Euro). Als Ursache nannte das Unternehmen Verzögerungen bei der Finanzierung auf Seiten der Kunden, weswegen sich ein Teil der Erlöse in die Folgequartale verschieben dürfte. Trotz dieser Verzögerungen und trotz der Belastungen im Zusammenhang mit den Großprojekten in Berlin blieb sowohl das EBIT mit 2,6 Mio. Euro als auch das Periodenergebnis mit 0,4 Mio. Euro dennoch im positiven Bereich. Damit wurde die Trendwende des letzten Geschäftsjahres bestätigt, als bei einem nur minimal erhöhten Umsatz (aus fortgeführten Aktivitäten) von 71,3 Mio. Euro der sehr hohe Verlust des Vorjahres (-27,9 Mio. Euro) in einen Überschuss von 0,6 Mio. Euro umgewandelt werden konnte.

Bilanz

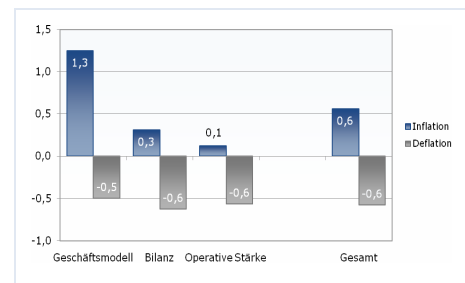
Beim Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit ist der Turnaround noch nicht vollzogen, hier wurden sowohl im letzten Geschäftsjahr (-3,5 Mio. Euro) als auch im ersten Halbjahr (-0,4 Mio. Euro) liquide Mittel verbraucht. Sollten die

Umsätze nicht deutlich anziehen, müssten deswegen zur Finanzierung der geplanten Bauaktivitäten zusätzliche Kredite aufgenommen werden, was allerdings angesichts einer Eigenkapitalquote von 35 Prozent und des bereits fast abgeschlossenen Abverkaufs der betreffenden Wohnungen keine größere Herausforderung darstellen sollte.

Kennzahlen	08/09	09/10	10/11e	11/12e
Umsatz	70,7	71,3	65,0	72,8
EpS	-3,97	0,11	0,10	0,38
Dividende	-	-	-	-
KUV	0,2	0,2	0,3	0,2
KGV	-	16,4	18,1	4,8
Div.-rendite	-	-	-	-

Fazit

Mit der Ausrichtung auf die Sanierung und den Handel von Immobilien verfolgt Estavis ein Geschäftsmodell, das überdurchschnittlich auf stabile Rahmenbedingungen angewiesen ist. So sind für die Nachfrage nach Eigentumswohnungen sowohl steigende Zinsen als auch ein deflationäres Umfeld Gift. Angesichts der kurzfristigen Verschuldungsstruktur und der ausgeprägten Abhängigkeit von Verkaufserlösen in Verbindung mit den geringen finanziellen Reserven wäre das letztere auch direkt für Estavis eine hohe Belastung.

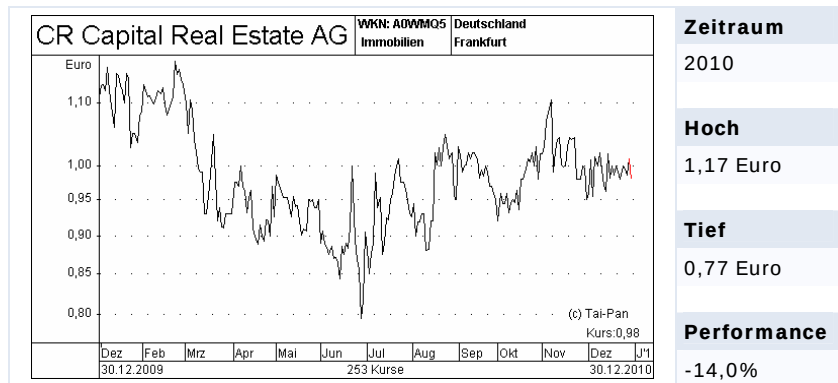


CR Capital Real Estate AG

Steckbrief	
Kurs	1,01 Euro
ISIN	DE000A0WMQ53
WKN	A0WMQ5
Sitz	Berlin
Segment	Entry Standard
Internet	capital-real-estate-ag.de
Aktienzahl	15 Mio.
Marktkap.	15,2 Mio. Euro
Free Float	100,0%

*Junges Unternehmen
mit Schwerpunkt Berlin*

*Wohn-REIT durch Ni-
schenstrategie*



Profil

Bei der CR Capital Real Estate AG handelt es sich um ein junges, erst im Mai 2008 gegründetes Unternehmen, das sich auf den Immobilienmarkt im Großraum Berlin spezialisiert hat. Die Gesellschaft besitzt den Vor-REIT-Status und will sich perspektivisch als ein Wohn-REIT positionieren. Von dem aktuellen Portfolio mit insgesamt 19 Tsd. m² entfallen derzeit allerdings erst 43 Prozent auf Wohnobjekte. In dieser Summe sind zudem sowohl eine Stadtvilla, die teilweise selbst als Firmensitz genutzt wird, als auch zwei noch im Bau befindliche Wohnhäuser mit zusammen 38 Wohnungen enthalten, die größtenteils verkauft werden sollen bzw. über entsprechende Vorverträge bereits verkauft wurden. Durch diese Verkäufe wie auch durch die teilweise bereits vollzogene Trennung von zwei Stadtvillen in Berlin-Grünwald spielen die Handelserlöse kurzfristig noch eine zentrale Rolle für die Einnahmenstruktur.

Strategie

Das Unternehmen begründet die Verkäufe mit der geringen Eignung der betreffenden Objekte für eine Bestandshaltung bzw. mit dem Bestreben, das darin gebundene Kapital rascher für Neuinvestments verfügbar zu machen. Dass es dennoch am Portfolioaufbau arbeitet, belegt die Entwicklung der Mieteneinnahmen, die sich 2010 verdoppelt haben dürften und die auch 2011 in gleicher Größenordnung zulegen sollen. Allein die letzten beiden Erwerbungen haben eine Jahresnettokaltmiete von 1,2 Mio. Euro und damit rund 10 Prozent mehr als die zu erwartenden Mieterlöse des letzten Jahres (2010). Nach Unternehmensangaben soll der Ankauf auch 2011 weiter fortgesetzt werden, wobei der Fokus auf die attraktiven Berliner Bezirke wie Prenzlauer Berg oder Zehlendorf sowie auf Potsdam gelegt werden soll. Um die restriktiven Anforderungen des REIT-Gesetzes im Hinblick auf Wohnimmobilien zu erfüllen, sollen dabei entweder neue Objekte (fertig gestellt nach dem 01.01.2007) erworben oder im Rahmen eigener Projekte Neubauten erstellt werden. Ferner kann die REIT-Fähigkeit entweder durch die Revitalisierung von zuvor unsanierten Altbauten oder durch eine Beschränkung des Wohnanteils auf weniger als 50 Prozent der Fläche eines Gebäudes gesichert werden. Durch die Konzentration auf diese vier Nischen will CR Capital die Besonderheiten des Berliner Immobilienmarktes wie die zahlreichen Baulücken und die vielen noch unsanierten Gebäude nutzen und sich damit als erster deutscher Wohn-REIT positionieren.

Gewinne durch Bewertungserträge

Deutliche Mietsteigerungen durchgesetzt

Stärken & Chancen

- Attraktiver Zielmarkt
- Vermietungsquote von 100 Prozent
- Projektentwicklung ermöglicht Zugang zu attraktiven Objekten und sichert Zusatzrenditen
- Hohe Eigenkapitalquote
- Weiteres Wachstum der Mieterlöse vertraglich abgesichert

Schwächen & Risiken

- Portfolio noch sehr klein, Ausbau erfordert Kapitalmaßnahmen
- Neubau- und Sanierungsprojekte gerade angesichts der geringen Unternehmensgröße riskant
- Abhängigkeit von wenigen Mitarbeitern

Geschäftsentwicklung

Nachdem die Gesellschaft erst Mitte 2008 gegründet worden war, stellte das Jahr 2009 die erste vollständige Geschäftsperiode dar. Dementsprechend gering waren noch die Mieterlöse, die sich auf gerade mal 0,49 Mio. Euro beliefen. Weitere 5,2 Mio. Euro brachte der Verkauf von zwei leerstehenden Villen ein, dem allerdings Buchwertabgänge in gleicher Höhe gegenüberstanden. Dass das Ergebnis trotz der geringen Mieterlöse positiv ausfiel, war der Höherbewertung der übrigen Immobilien geschuldet, die einen Ertrag von 1,3 Mio. Euro brachte.

Dass die Mieterlöse in den ersten neun Monaten 2010 gesteigert werden konnten, lag nicht nur an dem erweiterten Portfolio, sondern auch an operativen Fortschritten. So ermöglichte Modernisierungsmaßnahmen an drei Gewerbeobjekten in der Nähe des Flughafens Schönefeld die Durchsetzung höherer Mieten. Gegenüber den (rechnerischen) Jahresereinnahmen von 341 Tsd. Euro im Jahr 2009 rechnet CR Capital für 2010 an diesem Standort mit 467 Tsd. Euro, für 2011 ist ein weiterer Anstieg auf 524 Tsd. Euro vertraglich gesichert.

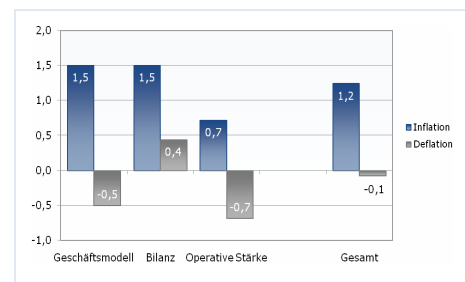
Bilanz

Der Aufbau des Portfolios hat die Eigenkapitalquote von 82 Prozent zum Jahreswechsel 2009/2010 auf 51 Prozent Ende September schrumpfen lassen. Da dieses Niveau der Zielsetzung des Managements entspricht, müssen vor weiteren größeren Zukäufen entweder frische Mittel besorgt oder andere Bestände veräußert werden. Kurzfristig dürften vor allem die 38 Neubauwohnungen ertragswirksam werden, für die bereits zu 90 Prozent Verkaufsverträge oder Reservierungen vorliegen. Insgesamt weist die Bilanz (zum 30.06.2010) Immobilien im Wert von 10,8 Mio. Euro als „zum Verkauf bestimmt“ aus.

Kennzahlen	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	0,0	5,7	3,4	5,4
EpS	0,22	0,04	0,01	0,07
Dividende	0,1	-	-	-
KUV	-	2,7	4,5	2,8
KGV	4,6	24,7	101,0	14,0
Div.-rendite	10,2%	-	-	-

Fazit

Das Ziel-Geschäftsmodell – die Bewirtschaftung eines räumlich auf den Großraum Berlin fokussierten Wohnimmobilienportfolios – würde hohe Stabilitätswerte verdienen. Doch noch befindet sich das Unternehmen in der Aufbauphase und ist stark vom Immobilienhandel und von Entwicklungsprojekten geprägt. In einem inflationären Umfeld sehen wir hieraus keine außergewöhnlichen Risiken erwachsen, zumal die Finanzierung extrem langfristig und zinsgesichert angelegt ist. Anders das deflationäre Szenario: Hier stufen wir die noch zu dünne Basis an Mieterlösen, in Verbindung mit einer noch wenig diversifizierten Mieterstruktur und geringen Cashreserven als problematisch ein, während die hohe Eigenkapitalquote und die solide Verschuldungsstruktur für Pluspunkte sorgen.



Anhang

Pflichtangaben gemäß §34b WpHG und FinAnV

Ersteller der Finanzanalyse

Verfasser der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. A. Jakubowski (Finanzanalyst).

Verantwortliches Unternehmen

Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Acon Actienbank AG.

Zuständige Aufsichtsbehörde

Die Acon Actienbank AG unterliegt der Aufsicht durch die

**BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108
53117 Bonn
und
Lurgiallee 12
60439 Frankfurt am Main**

Kursdaten

Alle Kursangaben beziehen sich auf die Xetra-Schlusskurse am 30. Dezember 2010. Davon abweichend wurde für die Peach Property Group AG der Schlusskurs an der SIX Swiss Exchange vom 30. Dezember 2010 verwendet.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen

Ob und wann weitere Finanzanalysen zu den in der Immobilienstudie aufgeführten Immobilienunternehmen veröffentlicht werden, steht zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht fest.

Vorausgegangene Finanzanalysen

In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Acon Actienbank AG folgende Studien zu den hier analysierten Unternehmen veröffentlicht, die eine abweichende Empfehlung für eine Anlageentscheidung enthalten:

Datum	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
(keine, Erstveröffentlichung)		

Interessenkonfliktmanagement

Gemäß § 34 b WpHG und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen hinzuweisen, weil sie die Unvoreingenommenheit der Ersteller der Finanzanalyse, der Acon Actienbank AG oder der mit ihr verbundenen Unternehmen oder der sonstigen für diese Unternehmen tätigen und an der Erstellung der Immobilienstudie mitwirkenden Personen und Unternehmen (nachfolgend insgesamt die „**Interessenkonflikt-Personen**“ genannt) gefährden könnten.

Die von der Acon Actienbank AG im Rahmen ihres Interessenkonflikt-Managements zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten ergriffenen organisatorischen und regulativen Maßnahmen in Bezug auf ihre Mitarbeiter, die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligt sind oder deren bestimmungsgemäße Aufgaben oder wirtschaftliche Interessen mit den Interessen der voraussichtlichen Empfänger der Finanzanalyse in Konflikt treten können, basieren u. a. auf

- 1) der funktionalen Trennung sensibler Geschäftsbereiche,
- 2) der Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen durch Errichtung von Informationsbarrieren,
- 3) der Schaffung organisatorischer Regelungen hinsichtlich der Behandlung von vertraulichen und sensiblen Informationen innerhalb und außerhalb der Vertraulichkeitsbereiche,
- 4) der Unabhängigkeit der Vergütung dieser Mitarbeiter von der Vergütung, den erwirtschafteten Unternehmenserlösen oder Prämien anderer Mitarbeiter,
- 5) die Verhinderung einer unsachgemäßen Einflussnahme anderer Personen auf die Tätigkeit dieser Mitarbeiter,
- 6) die Verhinderung oder Kontrolle einer Beteiligung eines dieser Mitarbeiter an anderen Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen in engem zeitlichen Zusammenhang mit der Erstellung einer Finanzanalyse, sofern die Beteiligung ein ordnungsgemäßes Interessenkonfliktmanagement beeinträchtigen könnte,
- 7) einer gesonderten Überwachung dieser Mitarbeiter im Hinblick auf ihre Unabhängigkeit und Unvoreingenommenheit,
- 8) der Überwachung und Beschränkung eigener Wertpapiergeschäfte für Mitarbeiter in sensiblen Bereichen der Acon Actienbank AG,
- 9) der Gewährleistung, dass Mitarbeiter, die den Inhalt und wahrscheinlichen Zeitplan von Finanzanalysen kennen, die weder veröffentlicht noch für Kunden zugänglich sind, für eigene Rechnung oder für Rechnung Dritter, einschließlich der Acon Actienbank AG, keine Geschäfte mit Finanzinstrumenten tätigen, auf die sich die Finanzanalysen beziehen, oder damit verbundenen Finanzinstrumenten, bevor die Empfänger der Finanzanalysen oder Anlageempfehlungen ausreichend Gelegenheit für eine Reaktion hatten, es sei denn, die Mitarbeiter handeln in ihrer Eigenschaft als Market Maker nach Treu und Glauben und im üblichen Rahmen oder in Ausführung eines nicht selbst initiierten Kundenauftrags,
- 10) dem Verbot der Annahme von Zuwendungen durch die Acon Actienbank AG und ihre Mitarbeiter, die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligt sind, von Personen, die ein wesentliches Interesse am Inhalt der Finanzanalyse haben,
- 11) dem Verbot, einem Immobilienunternehmen für sie günstige Empfehlungen zu versprechen,
- 12) dem Verbot, Entwürfe für Finanzanalysen, die bereits eine Empfehlung oder einen Zielpreis enthalten, vor deren Weitergabe oder Veröffentlichung dem Immobilienunternehmen, Mitarbeitern, die nicht an der Erstellung der Analyse beteiligt sind, oder Dritten zu-

gänglich zu machen, soweit dies nicht der Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Anforderungen durch die Acon Actienbank AG dient.

Interessenkonflikte, die sich trotz der getroffenen Maßnahmen nicht vermeiden lassen sollten, werden offen gelegt. Die Einhaltung der internen und organisatorischen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten wird durch die unabhängige Compliance-Stelle überwacht.

Mögliche Interessenkonflikte können insbesondere aus den folgenden Umständen und Beziehungen resultieren:

- 1) Die Acon Actienbank AG oder eine andere Interessenkonflikt-Person halten eine Beteiligung in Höhe von mindestens 1 Prozent des Grundkapitals an einem Immobilienunternehmen.
- 2) Die Acon Actienbank AG oder eine andere Interessenkonflikt-Person handeln regelmäßig in Aktien eines Immobilienunternehmens.
- 3) Die Acon Actienbank AG oder eine andere Interessenkonflikt-Person halten an den Aktien eines Immobilienunternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals.
- 4) Die Acon Actienbank AG oder eine andere Interessenkonflikt-Person gehörten innerhalb der letzten fünf Jahre einem Konsortium an, das die analysierten Wertpapiere eines Immobilienunternehmens übernommen hat.
- 5) Innerhalb der letzten zwölf Monate hat die Acon Actienbank AG oder eine andere Interessenkonflikt-Person für ein Immobilienunternehmen – ggf. gegen Vergütung – Dienstleistungen im Investment Banking oder Bankberatungsleistungen erbracht.
- 6) Die Acon Actienbank AG oder eine andere Interessenkonflikt-Person sind Marketmaker für Wertpapiere eines Immobilienunternehmens.
- 7) Die Acon Actienbank AG oder eine andere Interessenkonflikt-Person treten für diese Gesellschaft als Makler (Corporate Broker) auf.
- 8) Die Acon Actienbank AG oder eine andere Interessenkonflikt-Person haben sonstige finanzielle Interessen in Bezug auf ein Immobilienunternehmen, z.B. halten sie unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate an einem Immobilienunternehmen.
- 9) Die Vergütung der einer Interessenkonflikt-Person hängt von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen ab.
- 10) Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter der Acon Actienbank AG oder einer anderen Interessenkonflikt-Person ist Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat eines Immobilienunternehmens.
- 11) Die Acon Actienbank AG oder eine andere Interessenkonflikt-Person erwartet bzw. strebt in den nächsten drei Monaten Vergü-

tungen von einem Immobilienunternehmen für Dienstleistungen im Investment Banking an.

- 12) Diese Finanzanalyse ist ohne den Bewertungsteil vor der Veröffentlichung einem Immobilienunternehmen zugänglich gemacht und danach geändert worden.
- 13) Diese Finanzanalyse ist im Auftrag eines Immobilienunternehmens oder einer dieser Gesellschaft nahe stehenden Person von der Acon Actienbank AG oder einer anderen Interessenkonflikt-Person erstellt worden.
- 14) Im Rahmen der Börseneinführung eines Immobilienunternehmens fungierte die Acon Actienbank AG oder eine andere Interessenkonflikt-Person als Lead-Manager, Co-Lead-Manager, Co-Manager, Selling Agent oder Listing-Partner.

Nach Maßgabe der solchermaßen aufgeführten möglichen Interessenkonflikte legt die Acon Actienbank AG hiermit die nachstehenden Interessenkonflikte in Verbindung mit der Immobilienstudie offen:

<u>Gesellschaft</u>	<u>Interessenkonflikte</u>
Hamborner REIT AG	11
Patrizia Immobilien AG	11
Peach Property Group AG	8,11
Polis Immobilien AG	11
KWG Kommunale Wohnen AG	11
Fair Value REIT-AG	11
Westgrund AG	5,8,11
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	11
Estavis AG	11
CR Capital Real Estate AG	11

Wesentliche Informationsquellen

Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen sowie veröffentlichten Unterlagen des Emittenten wie Geschäftsberichte, Börsenprospekte, Quartals- und Halbjahresberichte und Pressemitteilungen, ferner vom Emittenten erteilte Auskünfte sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen, in- und ausländische Informationsdienste, Wirtschaftspresse, Ratingagenturen), die ggf. im Studententext benannt werden.

Bewertungsgrundlage und -methoden

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Acon Actienbank AG werden im Rahmen der Unternehmensbewertung gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse, Scoring-Modelle) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. In der DCF-Methode wird der Ertragswert des Unternehmens berechnet, der die Summe der abgezinste Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Unternehmens, darstellt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enter-

prise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Sensitivität der Bewertungsparameter

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Anlagehorizont

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, beziehen sich die Anlageurteile der Acon Actienbank AG auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil:

- „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25%
- „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung von 10 bis 25%
- „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10%
- „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10%
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10%
- „Spekulativ kaufen“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25% bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko

Haftungserklärung

Diese Studie enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die die Verfasser als zuverlässig erachten. Die Verfasser haben die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernehmen für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Weder die Acon Actienbank AG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen können eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit übernehmen. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der Verfasser oder der Acon Actienbank AG für Schäden gleich welcher Art, seien es indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können auf-

grund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung derjenigen Verfasser, die diese Studie erstellt haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Acon Actienbank AG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Acon Actienbank AG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Finanzanalysen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich an institutionelle Anleger mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat.

Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen. Mit der Erstellung der Produktinformationen ist die Acon Actienbank AG insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs sowie eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen. Private Anleger, die von dem Inhalt dieser Studie Kenntnis erhalten, sollten vor einer konkreten Anlageentscheidung mit dem Anlageberater ihrer Bank klären, ob eine in dieser Studie enthaltene Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der in dieser Studie behandelten Finanzinstrumente für sie bestehen.

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Acon Actienbank AG unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Taipan (www.lp-software.de) erstellt.

Die Acon Actienbank AG stellt sich vor

Die ACON Actienbank AG ist eine Spezialbank mit Fokus auf Investment Banking Dienstleistungen, insbesondere für Transaktionen kleinerer bis mittlerer Volumina. Ein kompetentes, engagiertes Team sowie ein großes Netzwerk von spezialisierten Kooperationspartnern ermöglichen ein umfassendes Dienstleistungsangebot und stehen für den Erfolg der Transaktionen, die die Acon Actienbank AG gemeinsam mit den Kunden flexibel strukturiert und umsetzt. Im Mittelpunkt der Dienstleistungen steht die Strukturierung und Umsetzung von Kapitalmarkttransaktionen in allen Marktsegmenten als auch von M&A- und Finanzierungstransaktionen.

Dienstleistungen

Schwerpunkt der Dienstleistungen ist die Strukturierung und Umsetzung von Kapitalmarkttransaktionen. Dazu gehört insbesondere:

- die Durchführung von Börsenzulassungsverfahren (z.B. im Rahmen von Erstnotierungen, Bar- und Sachkapitalerhöhungen)
- IPOs (Initial Public Offerings)
- das Listing von Wertpapieren (z.B. Einbeziehungen in den Freiverkehr/Open Market)
- die Begleitung von Bezugsangeboten, Segmentwechseln, Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen und Mitarbeiterbeteiligungsmodellen

Ferner bietet die Acon Actienbank AG Dienstleistungen im Bereich Corporate Finance an, insbesondere durch:

- Beratung bei Übernahmen und Fusionen (Mergers & Acquisitions)
- Strukturieren und Arrangieren von Finanzierungen
- Durchführung von Unternehmensbewertungen und -prüfungen (Due Diligence)
- Beratung bei finanziellen Restrukturierungen

Darüber hinaus steht Acon Actienbank AG ihren Kunden in Brokerage und Sales zur Verfügung.

Impressum

ACON Actienbank AG

Promenadeplatz 12
80333 München

Amtsgericht München HRB 160937
Aktiengesellschaft mit Sitz in München

Internet: www.aconbank.de

E-Mail: info@aconbank.de

Telefon: +49 (0)89 244118 300

Telefax: +49 (0)89 244118 310

Vorstand: Christoph Weideneder, Ulrike Rödel, Dr. Michael Hasenstab

Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main