



2009

Immobilienaktien

Investorenwunsch und Börsenwirklichkeit

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	04
2.	Zusammenfassung	06
3.	Expertenbefragung	10
	Allgemeine Faktoren	10
	Transparenz des Portfolios	12
	Transparenz des Finanz-Reportings	16
	Investmententscheidung und Aktie	30
4.	Inhaltsanalyse Geschäftsberichte	40
	Untersuchungsanlage und Vorgehensweise	40
	Allgemeine Faktoren	43
	Transparenz des Portfolios	48
	Transparenz des Finanz-Reportings	56
5.	Fazit	66

Einleitung / Studiendesign

Wann ist ein Immobilien-Unternehmen an der Börse fair bewertet? Wann gilt ein Investment als attraktiv und welche Parameter werden zur Entscheidungsfindung herangezogen? Wie muss sich ein Unternehmen darstellen, damit es überhaupt die Wahrnehmungsschwelle eines Investors überschreitet? Diesen Fragen will die vorliegende Studie auf den Grund gehen. Das Studienziel besteht damit in der Bestandsaufnahme des Investitionsklimas und der Identifikation kennzahlenbasierter Investitionsparameter für börsennotierte Immobilientitel in Deutschland sowie in der Entwicklung daraus abgeleiteter Handlungsempfehlungen für die Gesellschaften bzw. deren Vorstände.

Untersuchungen über Transparenz und Qualität des Reportings von börsennotierten Immobiliengesellschaften genießen derzeit in Deutschland eine gewisse Konjunktur, sicherlich nicht zuletzt aufgrund der negativen Erfahrungen von Anlegern mit diesem Sektor in der Vergangenheit. Allerdings greifen diese Untersuchungen in einem entscheidenden Punkt zu kurz: Sie setzen das Informationsbedürfnis bzw. deren Entscheidungsgrundlage als bekannt voraus und analysieren das Reporting der Gesellschaften mit Bezug auf diese, als richtig und relevant angenommenen Faktoren. Alternativ werden Marktakteure pauschal nach ihrem Urteil zur Qualität des Reportings befragt, ohne das eine Verifizierung der Bewertungen anhand von nachvollziehbaren, kodifizierten Kategorien erfolgen könnte.

Die vorliegende Studie geht daher einen anderen Weg. In einem ersten Schritt wurden die Bewertungsparameter professioneller Akteure im Rahmen einer Online-Befragung festgestellt. Zielgruppe der Untersuchung waren Analysten und Investoren mit Schwerpunkt auf den deutschen Immobiliensektor. Die Erhebung wurde zwischen dem 6. November und dem 4. Dezember 2009 durchgeführt, insgesamt nahmen 40 an der Befragung teil. Die vorliegende Sample-Größe kann daher keinen Anspruch auf Repräsentativität im statistischen Sinne erheben. Aufgrund der strengen Auswahl der Grundgesamtheit sowie dem ausreichenden Rücklauf können die Umfrageergebnisse dennoch als verlässliches Stimmungsbild der Zielgruppe von Entscheidungsträgern der Immobilienbranche am deutschen Kapitalmarkt verstanden werden.

In einem zweiten Schritt wurden die ermittelten Werte einem Soll-Ist-Vergleich unterzogen, indem diese Anforderungen von Analysten und Investoren der tatsächlichen „Reporting-Realität“ gegenüber gestellt wurden. In dieser zweiten Phase sollte eine entscheidende Frage geklärt werden: Wie schneiden deutsche Immobiliengesellschaften gemessen an den ermittelten Anforderungen ab?

Zusammenfassung

1. Transparenz des Immobilien-Portfolios

Investorenwunsch:

Qualität des Portfolio als wichtigstes Investitionskriterium transparent und ausführlich darstellen

Börsenwirklichkeit:

Durchschnittlich nur ein Drittel der gewünschten Angaben enthalten, 17% der Immobilien AG's sogar mit sehr kurzen Ausführungen zum Portfolio

► Viel Spreu, wenig Weizen

2. Wichtigste Portfolio-Angaben

Investorenwunsch:

Potenzielle Risiken bei Regionen, Sektoren und Mietern offen ansprechen und darstellen

Börsenwirklichkeit:

Risikoaversion der Investoren wird nur bedingt begegnet, rund 40% der Berichte enthalten nicht die geforderten Informationen

► Anforderungen an Immobilien-Reporting weitgehend nicht erfüllt

3. Immobilien-Bewertung

Investorenwunsch:

Glaubwürdigkeit setzt Informationsdichte auf Portfolio- und Objektangabe voraus

Börsenwirklichkeit:

Angaben zur Bewertungsmethode bei 72% vorhanden, Informationen auf Objektebene hingegen nur bei 15% der Berichte aufgeführt

► Pflicht erfüllt, Chance vertan

4. Finanz-Reporting

Investorenwunsch:

Netto-Mieterlöse, Net Asset Value (NAV) und Funds from Operations (FFO) wichtigste Angaben

Börsenwirklichkeit:

Netto-Mieterlöse in 85%, NAV in 44% und FFO in 23% der Fälle genannt

► Branchenspezifische Aufbereitung ausbaufähig

5. Auswirkungen der Finanzkrise

Investorenwunsch:

Loan to Value (LTV), Verschuldungs- und Zinsdeckungsgrad genießen wachsende Bedeutung

Börsenwirklichkeit:

Kennzahlen in Minderheit der Berichte genannt

► **Veränderte Agenda durch Finanzkrise unzureichend berücksichtigt**

Top Ten Gesamt-Ranking

Platzierung	Unternehmensname	Erzielte Punktzahl
1.	Fair Value REIT-AG	82,25
2.	POLIS Immobilien AG	79,0
3.	Alstria Office REIT-AG	75,5
4.	Hamborner AG	74,0
5.	Deutsche EuroShop AG	73,75
6.	DIC Asset AG	66,25
7.	TAG Immobilien AG	64,25
8.	Deutsche Wohnen AG	63,0
9.	GAGFAH	62,0
10.	IVG Immobilien AG	62,0

Allgemeine Faktoren des Reportings

1. In Deutschland existieren rund 40 börsennotierte Immobiliengesellschaften. Welchen Einfluss haben im Rahmen der Berichterstattung folgende Faktoren für Sie bei der Einschätzung einer Immobiliengesellschaft?

Zusammenfassung: Auf einer Skala von 1 (sehr wichtig) bis 5 (unwichtig) stufen die befragten Professionals die Qualität des Portfolios mit einem Durchschnittswert von 1,40 als wichtigsten Faktor bei der Bewertung einer Gesellschaft ein. Bei Betrachtung einer Immobiliengesellschaft kann dieser Befund nicht überraschen. Zudem messen die Studienteilnehmer einer detaillierten Darstellung des Geschäftsmodells eine hohe Bedeutung zu, noch vor Faktoren wie der Dividendenfähigkeit oder Angaben zur Finanzierungsstruktur. Offenbar handeln die Befragten damit frei nach Warren Buffet: Investiere nur in eine Aktie, deren Geschäft du auch verstehst.

Das Schlusslicht bildet die Dividendenhistorie eines Unternehmens. Mit einem Durchschnittswert von 2,63 wird dieses Kriterium als vergleichsweise unwichtig erachtet.

Damit drängt sich die Frage auf, was die Experten unter „Qualität des Portfolios“ verstehen, um zu einer verlässlichen Einschätzung des Immobilienbestandes zu gelangen? Diesem Aspekt geht Frage 2 auf den Grund.

Allgemeine Faktoren

Skala 1 bis 5; 1 = sehr wichtig, 5 = unwichtig

Qualität des Portfolios	1,40
Detaillierte Darstellung des Geschäftsmodells	1,51
Dividendenfähigkeit	1,69
Detaillierte Darstellung Finanzierungsstruktur	1,71
Mehrfähriger Vergleich der KPI's	1,80
Einzelausweis der Immobilien	1,83
Darstellung des Management-Track-Records	2,03
Immobilien-Pipeline	2,17
Offenlegung der Immobilienbewertung je Objekt	2,20
Dividendenhistorie	2,63

► **Gefragt: Verständliches Geschäft mit „guten“ Steinen!**

Transparenz des Immobilienportfolios

2. Welche Bedeutung haben folgende Angaben zum Immobilien-Portfolio für Sie?

Zusammenfassung: Befragt nach den wichtigsten Kriterien zur Beurteilung eines Immobilienportfolios nennen die teilnehmenden Experten in erster Linie Aspekte zur Bewertung möglicherweise vorhandener Gefährdungspotenzialen: Existieren geografische Klumpenrisiken? Wie hoch ist der Leerstand? Wann laufen die Mietverträge aus? Kann ein Großmieter ausfallen? Nach Ansicht der Studienteilnehmer sollte das Reporting einer Immobiliengesellschaft vor allem Antworten auf diese Fragen liefern. Einzig die Höhe der Mietrendite auf Portfolioebene kann mit einem Durchschnittswert von 1,84 die Phalanx der eher „defensiven“ Kriterien durchbrechen.

Auf den hinteren Plätzen rangieren hingegen Angaben auf Objektebene wie Leerstandsquote und Mietrendite, trotz der anhaltenden Branchendiskussion zu verstärkter Transparenz. Die Mietrendite zu Anschaffungskosten wird mit einem Rating von 2,46 als unwichtigstes Kriterium bewertet.

Bedeutung Portfolio-Angaben

Skala 1 bis 5; 1 = sehr wichtig, 5 = unwichtig

Geografische Verteilung der Objekte	1,73
Leerstandsquote nach Fläche	1,76
Verteilung der Restlaufzeiten der Mietverträge	1,82
Mietrenditen (Portfolio) basierend auf Marktwerten	1,84
Nennung größter Mieter	1,89
Prozentuale Verteilung nach Nutzungsarten	2,00
Angabe zu Overrents	2,11
Leerstandsquote nach Potenzialmiete	2,13
Mietrendite je Objekt	2,24
Leerstandsquote je Objekt	2,32
Mietrenditen (Portfolio) basierend auf Anschaffungskosten	2,46

► Risikoaversion schlägt Rendite

Transparenz des Immobilienportfolios

3. Thema Bewertung: Was sind Ihrer Auffassung nach Voraussetzungen für eine glaubhafte Bewertung des Immobilienbestandes?

Zusammenfassung: Eine glaubhafte Bewertung des Immobilienbestands setzt nach Aussage der befragten Professionals als wichtigstes Einzelkriterium die Angabe der Bewertungsmethode (z.B. Ertragswertverfahren oder Discounted-Cash-Flow-Methode) voraus. Annähernd ebenso relevant wird die Erläuterung der Berechnungsgrundlage (wie z.B. Angabe des durchschnittlichen Diskontierungszinses oder des geplanten nachhaltigen Mietertrags) angesehen. Zudem werden detaillierte Ausführungen auf Objektebene mit einem Durchschnittswert von 2,03 als „wichtig“ eingestuft.

Interessant ist daneben die vergleichsweise geringe Streuung der ermittelten Werte. Auch der als am „unwichtigsten“ beurteilte Faktor der Reputation des Gutachters erlangt mit einem Durchschnittswert von 2,1 noch eine hohe Bewertung. Dies kann als Indiz dafür interpretiert werden, dass die Befragten im Zusammenhang mit der Bewertung von Immobilien ein überdurchschnittlich hohes Maß an Detailtiefe erwarten.

Glaubhafte Bewertung

Skala 1 bis 5; 1 = sehr wichtig, 5 = unwichtig

Angabe der Bewertungsmethode	1,69
Angaben zu Berechnungsgrundlage auf Portfolioebene	1,72
Detaillierte Angaben zu Berechnungsgrundlage auf Objektebene	2,03
Nennung des Gutachters	2,05
Reputation des Gutachters	2,10

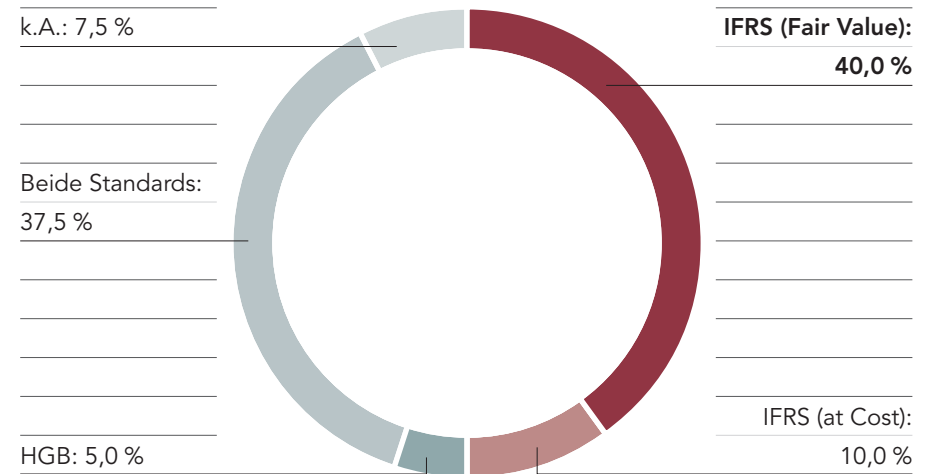
► Glaubwürdigkeit durch Informationsdichte sowohl auf Portfolio- als auch auf Objektebene

Transparenz des Finanz-Reportings

4. Welchen Rechnungslegungs-Standard erachten Sie als aussagekräftiger bei der Beurteilung einer Immobilien-AG?

Zusammenfassung: Ungeachtet der offensichtlichen Skepsis gegenüber den angesetzten Immobilienwerten hat sich die internationale Rechnungslegung in Deutschland etabliert. Mit 40% sieht das Gros der Befragten die Fair-Value-Bewertung gemäß IFRS als aussagekräftigsten Maßstab für die Beurteilung einer Immobilien AG an. Allerdings sagen 37,5% der Studienteilnehmer, dass eine sinnvolle Analyse zusätzlich die Betrachtung nach HGB erfordert. Eine Bewertung ausschließlich nach den handelsrechtlichen Vorschriften sehen hingegen nur 5% der Befragten als sachgerecht an.

Rechnungslegungs-Standards



► Fair-Value-Bewertung gemäß IFRS letztlich unumstritten

Transparenz des Finanz-Reportings

5. Welche Bedeutung messen Sie für die Beurteilung eines Investments folgenden Kennzahlen zu?

Zusammenfassung: Befragt nach den wichtigsten betriebswirtschaftlichen Kennzahlen einer Immobilien AG werten die Studienteilnehmer die Höhe der Netto-Mieterlöse als bedeutendsten Einzelfaktor bei der Beurteilung eines Investments. Trotz der derzeit hohen Kursabschläge an den Kapitalmärkten wird der Net Asset Value (NAV) als zweitwichtigstes Kriterium genannt, gefolgt von den Funds from Operations (FFO). Diese Kennzahl bereinigt den Jahresüberschuss um nicht cash-relevante Größe (z.B. Wertberichtigungen) und gilt deshalb als Indikator für die Ertragsstärke eines Bestandsportfolios.

Von vergleichsweise untergeordneter Bedeutung sind hingegen Kennzahlen wie das EBITDA („Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization“) oder das EBIT („Earnings before Interest and Taxes“). Beide Indikatoren beinhalten keine Informationen zu Finanzierungskosten oder Beteiligungserträgen und werden aus diesem Grund als wenig aussagekräftig bei der Beurteilung einer Immobiliengesellschaft bewertet.

Bedeutung der wesentlichen Kennzahlen

Skala 1 bis 5; 1 = sehr wichtig, 5 = unwichtig

Netto-Mieterlöse	1,46
NAV	1,53
FFO	1,79
Zinsdeckungsgrad	2,03
LTV	2,08
NNAV	2,16
EBT	2,23
Gearing Ratio	2,38
Dividendenrendite	2,41
ROIC	2,50
EBITDA	2,51
EBIT	2,54

► Fokus: Nachhaltigkeit der Erträge

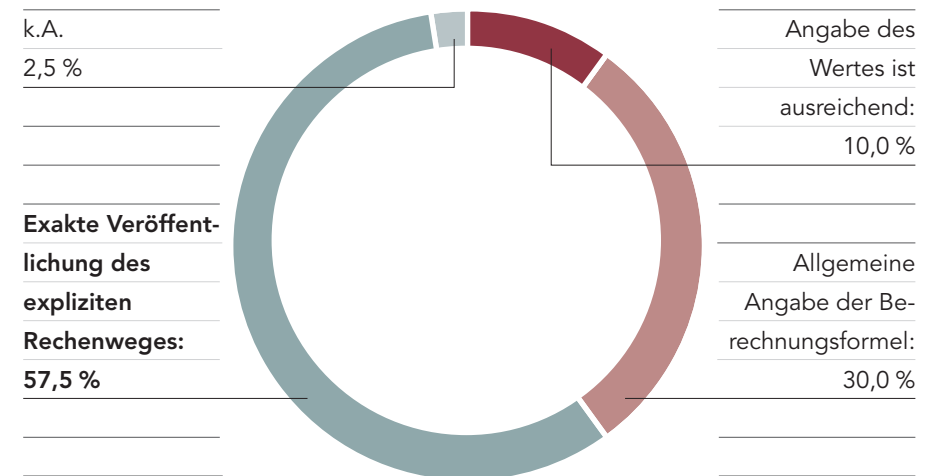
Transparenz des Finanz-Reportings

6. Welches Kriterium muss ihrer Meinung nach erfüllt sein, damit eine betriebswirtschaftliche Kennzahl glaubwürdig erscheint?

Zusammenfassung: Die Frage nach den Voraussetzungen für die Glaubwürdigkeit einer Kennzahl ergibt ein eindeutiges Bild: je mehr Information, desto besser. Mit 57,5% verlangt die Mehrzahl der Befragten die Veröffentlichung des genauen Rechenwegs, inklusive der Angabe der zugrunde liegenden Werte. Lediglich 30% der Studienteilnehmer halten die Angabe der allgemeinen Berechnungsformel für ein hinreichendes Kriterium, während sich 10% mit der Nennung des Wertes zufrieden geben.

Somit schaffen weder die bloße Nennung einer Kennzahl noch die Veröffentlichung der generellen Vorgehensweise bei der Ermittlung Vertrauen am Kapitalmarkt. Vielmehr sehen die Befragten die Immobiliengesellschaften in der Pflicht, durch Darstellung der exakten Berechnung für Transparenz zu sorgen. Insbesondere bei immobilienpezifischen Kennzahlen wie dem NAV oder dem FFO dürfte die explizite Darstellung der Herleitung eine große Rolle spielen. Für diese Leistungsindikatoren existiert keine einheitliche, allgemein gültige Berechnungsformel. Umso mehr erfordert die Glaubwürdigkeit dieser Kennzahlen ein Höchstmaß an Transparenz.

Glaubwürdigkeit von zentralen Kennzahlen



► Show me your figures!

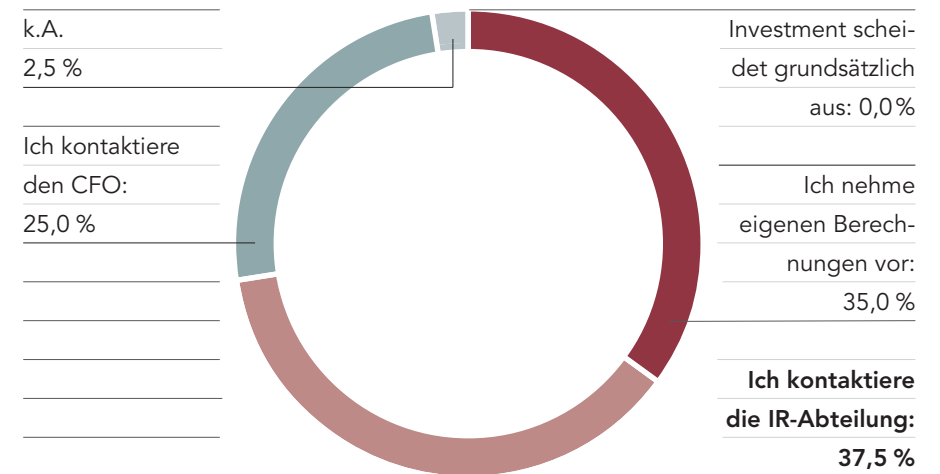
Transparenz des Finanz-Reportings

7. Bei aus externer Sicht nicht nachvollziehbaren Kennzahlen: wie gehen Sie vor?

Zusammenfassung: Werden (aus Außensicht) nicht nachvollziehbare Kennzahlen veröffentlicht, existieren grundsätzlich drei mögliche Konsequenzen aus Sicht des Marktteilnehmers: die eigene Berechnung bzw. Bereinigung der Kennzahl, die Nachfrage beim Unternehmen, oder das Investment scheidet grundsätzlich aus. Den letztgenannten Weg würde keiner der Studienteilnehmer gehen. Als häufigste Alternative wird die Kontaktaufnahme mit dem Unternehmen genannt, entweder mit der IR-Abteilung (37,5%) oder direkt mit dem Finanzvorstand (25%). Weitere 35% der befragten Experten nimmt hingegen eigene Kalkulationen vor.

Aus Unternehmenssicht sprechen damit – neben der erhöhten Reputation und der verbesserten Erwartungssicherheit im Markt – gewichtige Gründe für die transparente Darstellung der eigenen Geschäftsergebnisse. Zum Einen wird die eigenständige (möglicherweise fehlerhafte) Berechnung von Kennzahlen durch Externe vermieden. Zum Anderen verringert sich der Arbeitsaufwand von CFO und IR-Abteilung.

Vorgehensweise im Falle mangelnder Nachvollziehbarkeit



► Mangelnde Nachvollziehbarkeit führt zu Fehleranfälligkeit und höherem Zeitaufwand

Transparenz des Finanz-Reportings

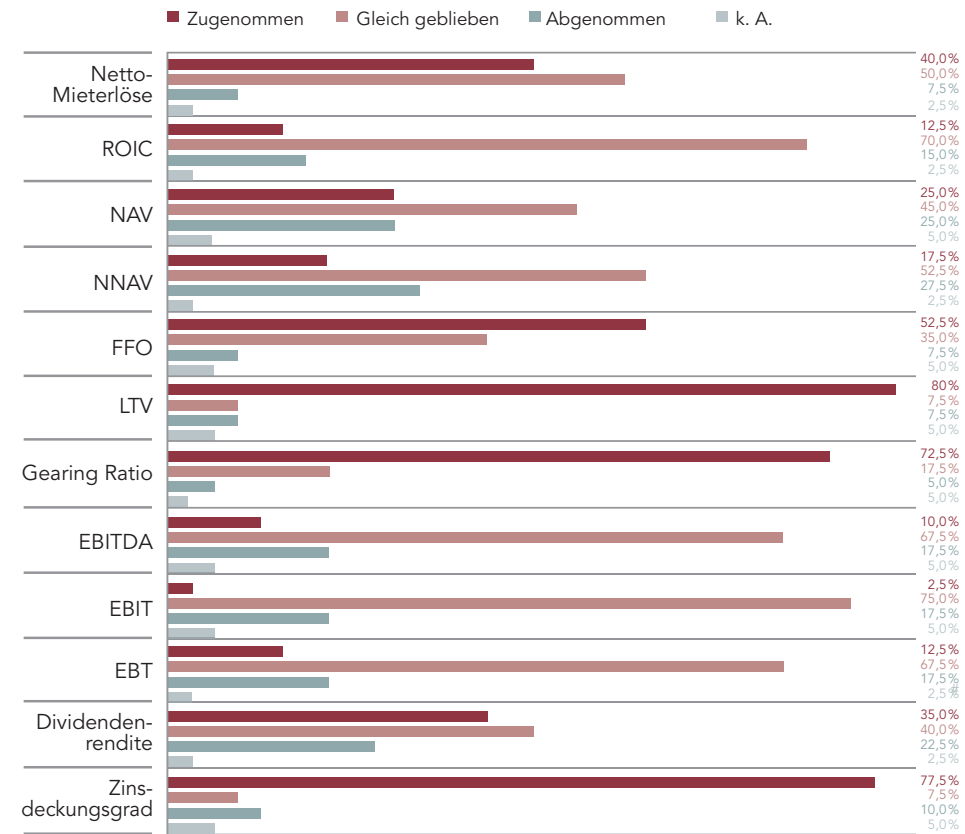
8. Wie hat sich nach Ihrer Wahrnehmung die Bedeutung der folgenden Kennzahlen seit Ausbruch der Finanzkrise entwickelt?

Zusammenfassung: Nach Ansicht der Befragten hat die Finanzkrise dazu geführt, dass bei der Betrachtung von Immobilien AGs verstärkt Finanzierungsthemen in den Blickpunkt geraten. Loan to Value (LTV), Verschuldungs- (Gearing Ratio) sowie Zinsdeckungsgrad haben in der Wahrnehmung von jeweils über 70% der Studienteilnehmer an Bedeutung gewonnen. Spitzenreiter ist dabei der LTV: 80% der Experten billigen ihm ein höheres Gewicht als vor der Krise zu.

Auffallend ist zudem, dass „klassische“ Ertragskennzahlen wie EBITDA, EBIT und EBT per Saldo an Bedeutung eingebüßt haben. Gleichzeitig wird der FFO, ein immobilienpezifischer Ertragsindikator, als zunehmend wichtig wahrgenommen. Dies lässt den Schluss zu, dass die befragten Professionals verstärkt ein auf die Branchenbedürfnisse zugeschnittenes Reporting erwarten.

Daneben hat die von den Teilnehmern als „wichtigste“ genannte Kennzahl – die Netto-Mieterlöse – zusätzlich an Relevanz gewonnen. Von den Studienteilnehmern sagen 40%, dass die Bedeutung der Netto-Mieterlöse seit Ausbruch der Krise weiter zugenommen hat.

Veränderung der Wahrnehmung von zentralen Kennzahlen



► Finanzkrise verändert Anforderungen an Reporting

Transparenz des Finanz-Reportings

9. Wie wichtig sind Ihnen im derzeitigen Umfeld folgende Angaben?

Zusammenfassung: Als wichtigste Angabe im Bereich der Finanzierung haben die Studienteilnehmer die Restlaufzeit der Finanzverbindlichkeiten mit einem Durchschnittswert von 1,45 identifiziert. Die genaue Aufschlüsselung der Kredite wird mit einem Rating von 1,68 ebenfalls hoch eingestuft. Hintergrund dürfte der zu erwartende (Re-)Finanzierungsaufwand und die damit möglicherweise verbundenen Auswirkungen auf die Kreditkonditionen der Immobiliengesellschaften sein. Ein hoher bevorstehender Refinanzierungsbedarf birgt außerdem potenzielle Risiken für die Unternehmen, sollten die notwendigen Anschlussfinanzierungen nicht erfolgreich vereinbart werden können. Offenbar wird diese Thematik von den Studienteilnehmern nach wie vor kritisch eingestuft.

Ein weiterer Hinweis auf die gestiegene Bedeutung des Finanzierungsthemas findet sich außerdem in der signifikant hohen Bewertung der einzelnen Faktoren. Vier der insgesamt fünf erfragten Kategorien werden als wichtig bis sehr wichtig eingestuft.

Relevante Angaben zur Verschuldungssituation

Skala 1 bis 5; 1 = sehr wichtig, 5 = unwichtig

Verteilung Restlaufzeiten Finanzverbindlichkeiten	1,45
Detaillierte Zusammensetzung der Finanzverbindlichkeiten	1,68
Offenlegung von fixen vs. variablen Zinsvereinbarung (inkl. Zinshöhe)	1,87
Ausweis von Zins-Swaps und impliziten finanziellen Risiken	2,05
Nennung der größten Gläubiger	2,39

► Finance matters

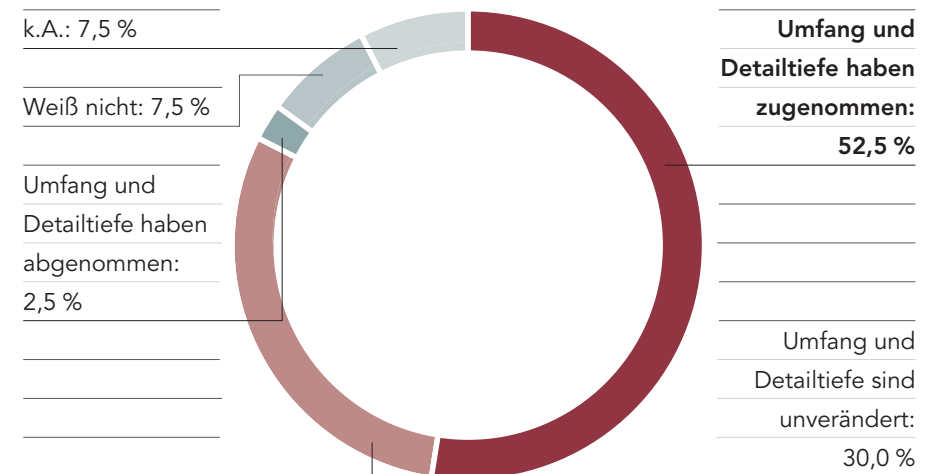
Transparenz des Finanz-Reportings

10. Nach Ihrer persönlichen Wahrnehmung – wie hat sich das Reporting durch die Finanzkrise verändert?

Zusammenfassung: Über die Hälfte der Befragten ist der Ansicht, dass die Immobiliengesellschaften mit einem Ausbau ihrer Finanzberichterstattung auf die Krise reagiert haben. Laut Aussage von 52,5% der Experten haben Umfang und Detailtiefe zugenommen. Hingegen erkennen 30% keinen Unterschied, während lediglich 2,5% der Teilnehmer einen Rückgang festgestellt haben.

Ein Rückgang bei Quantität und Qualität der Berichterstattung oder gar ein Abschotten gegenüber externen Beobachtern hat somit nicht stattgefunden. Vielmehr hat die Finanzkrise in der Wahrnehmung der befragten Immobilien-Profis kommunikationsfördernd gewirkt.

Veränderung des Reportings in der Finanzkrise



► Krise als Kommunikations-Katalysator

Investmententscheidung und Aktie

11. Ab welcher Höhe bewerten Sie einen Leerstand als niedrig?

Zusammenfassung: Ab einem Leerstand von weniger als 5% der vermietbaren Fläche spricht die Mehrheit der Studienteilnehmer von einem geringen Leerstand. Weitere 7,5% würden bereits ab einem Wert von weniger als 10% von einem niedrigen Leerstand ausgehen. Hingegen sind 37,5% der Befragten der Ansicht, dass erst ab einer Unterschreitung der 3%-Schwelle ein hoher Vermietungsstand erreicht.

Damit sind insgesamt 90% der Teilnehmer der Meinung, dass ab 5% eine Leerstandsquote als gering bezeichnet werden kann.

Kann ein Unternehmen keinen entsprechend hohen Vermietungsstand vorweisen, entsteht folglich zusätzlicher Kommunikationsbedarf: Worin liegt der Leerstand begründet, und wie soll er künftig abgebaut werden? Auf diese Fragen sollte die Finanzberichterstattung einer Gesellschaft schlüssige Antworten parat haben.

Niedriger Leerstand

< 10%	7,5%
< 5%	52,5%
< 3%	37,5%
< 1%	0,0%
k. A.	2,5%

► **Mehrheitsmeinung: < 5% Leerstand sind niedrig und sprechen für Qualität des Portfolios**

Investmententscheidung und Aktie

12. Welche Dividendenrendite bewerten Sie im aktuellen Marktumfeld als attraktiv?

Zusammenfassung: Insgesamt 80% der teilnehmenden Professionals geben an, dass in der derzeitigen Situation eine Dividendenrendite bei Immobilien AGs erst ab 5% als „attraktiv“ bewertet werden kann. Davon wollen 2,5% der Befragten sogar erst ab Durchbrechen der 10%-Marke von einer interessanten Rendite sprechen, für weitere 15% der Experten ist dies ab einer Ausschüttung von 8% des Börsenkurses der Fall.

Damit spiegelt die im Branchenvergleich ambitionierte Erwartungshaltung der Teilnehmer zum einen die gesunkenen Kursniveaus der Immobiliengesellschaften wider. Schließlich erhöht sich die Rendite bei konstanter Höhe der absoluten Ausschüttung automatisch. Zum anderen kann das Ergebnis auch als Ausdruck der nach wie vor verbreiteten Einschätzung von Immobilien AG's als Dividendentitel verstanden werden.

Attraktive Dividendenrendite

> 10%	2,5%
> 8%	15,0%
> 5%	62,5%
> 3%	15,0%
> 2%	0,0%
> 1%	2,5%
k. A.	2,5%

► Ambitionierte Dividendenerwartungen der Marktteilnehmer

Investmententscheidung und Aktie

13. Welche FFO-Rendite bewerten Sie im aktuellen Marktumfeld als attraktiv?

Zusammenfassung: Im derzeitigen Marktumfeld muss eine Immobiliengesellschaft eine FFO-Rendite von mehr als 7,5% erwirtschaften, um in den Augen der befragten Studienteilnehmer einen „attraktiven“ Wert zu erzielen. Insgesamt sind 77,5% der Experten der Ansicht, dass erst ab dieser Größe die Funds from Operations gemessen am Aktienkurs ein hohes Maß erreicht haben. Hingegen sind 17,5% der Teilnehmer der Meinung, dass bereits ab einem Wert von mehr als 5% von eine „attraktive“ FFO-Rendite vorliegt.

Die FFO-Rendite sollte nach Ansicht der teilnehmenden Experten somit deutlich über der Dividendenrendite liegen. Für den Anleger entsteht auf diese Weise ein zusätzlicher Nutzen: Neben der Ausschüttung von Dividenden kann ein Unternehmen bei hohem FFO zudem Finanzverbindlichkeiten tilgen – und durch den resultierenden Vermögensaufbau einen weiteren Mehrwert für den Aktionär liefern.

Attraktive FFO-Rendite

> 15,0%	2,5%
> 10,0%	25,0%
> 7,5%	50,0%
> 5,0%	17,5%
>3%	0,0%
> k.A.	5,0%

► Ertragsstärke bei 7,5% FFO-Rendite erreicht

Investmententscheidung und Aktie

14. Viele Beobachter beklagen die Fragmentierung unter deutschen Immobilien-AG's. Unabhängig von der Finanzberichterstattung – welche Marktkapitalisierung muss ein Immobilienunternehmen Ihrer Ansicht nach aufweisen, um als Investment grundsätzlich in Frage zu kommen?

Zusammenfassung: Für insgesamt 62,5% der an der Befragung teilnehmenden Experten kommt eine Gesellschaft erst ab einer Marktkapitalisierung von wenigstens 100 Mio. EUR für ein Investment in Frage. Davon ziehen 27,5% der Teilnehmer die Grenze gar bei 200 Mio. EUR.

Weitere 22,5% der Experten können sich bereits eine Investition ab einer Marktkapitalisierung von mehr als 50 Mio. EUR vorstellen. Eine Investition in kleine Gesellschaften mit weniger als 50 Mio. EUR Börsenwert ziehen hingegen nur 10% der Teilnehmer in Erwägung.

Damit kommt für das Gros der Studienteilnehmer nur eine eng begrenzte Auswahl deutscher Immobilientitel für ein Investment grundsätzlich in Betracht. Vor dem Hintergrund dieses Ergebnisses stellt sich – einmal mehr – die Frage nach einer Konsolidierung unter den börsennotierten Immobiliengesellschaften in Deutschland.

Mindestgröße Marktkapitalisierung

> 200 Mio. EUR	27,5%
> 100 Mio. EUR	35,0%
> 50 Mio. EUR	22,5%
> 30 Mio. EUR	2,5%
> 20 Mio. EUR	7,5%
k. A.	5,0%

► Big is beautiful

Investmententscheidung und Aktie

15. Fungibilität der Anteile gilt als großes Plus der Immobilien-AG im Vergleich zu anderen Formen der Immobilienanlage, setzt aber die Handelbarkeit der Aktie voraus. Wann bewerten Sie die Liquidität einer Aktie als attraktiv?

Zusammenfassung: Einer der Vorzüge der Immobilienaktie gegenüber alternativen Formen der indirekten Immobilienanlage ist die tägliche Handelbarkeit der Anteile. Nach Ansicht von 52,5% der befragten Studienteilnehmer kommt dieser Vorteil erst ab einem täglichen Tagesumsatz von mehr als 100.000 EUR zum Tragen, ab dieser Schwelle bewerten sie die Liquidität einer Aktie als „attraktiv“. Weitere 15% verlangen dafür ein Handelsvolumen von über 50.000 EUR pro Tag.

Durch diesen Befund wird das Bild einer beschränkten Wahlmöglichkeit für den Investor unter den deutschen Immobiliengesellschaften weiter verstärkt. Aufgrund der Zersplitterung des börsennotierten Immobiliensektors und der Existenz einer Vielzahl kleinerer Gesellschaften verengt sich das Spektrum auf einige wenige Titel. Gleichzeitig kommen profitable und vielversprechende Gesellschaften nur schwer – oder gar nicht – in das Investitionsuniversum institutioneller Anleger. Damit gewinnt eine aktive Kommunikation mit den Kapitalmärkten zunehmend an Bedeutung. Um die Aufmerksamkeit der Anleger auf sich zu ziehen (und somit das Handelsvolumen zu steigern) ist eine professionelle IR-Arbeit heute wichtiger denn je.

Mindest-Liquidität der Aktie

Tagesumsatz > 100.000 EUR	52,5%
Tagesumsatz > 50.000 EUR	15,0%
Tagesumsatz > 25.000 EUR	12,5%
Tagesumsatz > 10.000 EUR	15,0%
Tagesumsatz > 5.000 EUR	0,0%
Tagesumsatz > 2.500 EUR	0,0%
Tagesumsatz > 1.000 EUR	0,0%
k. A.	5,0%

► Liquidität als Investitionskriterium

Inhaltsanalyse Geschäftsberichte

Untersuchungsanlage und Vorgehensweise

- Soll-Ist-Vergleich: Gegenüberstellung Anforderungs- und Leistungsprofil der Berichterstattung
- Erstellung des Codebogens für Untersuchung der Geschäftsberichte
- Auswahl Untersuchungseinheiten: Bestandshalter bzw. Gesellschaften mit signifikantem, eigenen Immobilienportfolio
- Gewichtung der Kategorien mit Befragungsergebnissen
- Durchführung der Inhaltsanalyse

Neben der Ermittlung der Anforderungen von Investoren und Analysten an das Reporting dient die vorliegende Studie der Status-Quo-Analyse unter den börsennotierten Immobiliengesellschaften in Deutschland. Daher sollten die Geschäftsberichte der Unternehmen einem Soll-Ist-Vergleich unterzogen werden, wobei die im Rahmen der Befragung festgestellten Ergebnisse als Maßstab dienen.

Basierend auf der Online-Umfrage wurde daher zunächst ein Codebogen für die spätere Untersuchung der Geschäftsberichte erstellt. Dabei wurden die im Rahmen der Befragung behandelten Themenkomplexe als inhaltliche Kategorien für die Berichtsanalyse verstanden und entsprechend operationalisiert. Besonderes Augenmerk lag auf der inhaltlichen Kongruenz von Frage- und Codebogen. Die Analyse wurde dabei in die Themenblöcke „Allgemeines Reporting“, „Immobilienportfolio“ und „Finanzen“ untergliedert.

Im nächsten Schritt wurden die Untersuchungsgegenstände definiert: in Deutschland börsennotierte Bestandshalter von Immobilien bzw. Gesellschaften mit signifikantem eigenen Immobilienbestand. Insgesamt wurden 39 Unternehmen identifiziert und deren Geschäftsberichte für das Jahr 2008 später einem Screening unterzogen. Davon sind 34 Unternehmen auf unterschiedlichen Transparenz-Levels im Regulierten Markt notiert, während weitere fünf Gesellschaften im Freiverkehr gelistet sind.

Nach Abschluss der Online-Befragung und Auswertung der Ergebnisse fand eine Gewichtung der festgelegten Kategorien statt. Von den Befragten als besonders relevant erachtete Faktoren wurden dadurch mit einer größeren Wertigkeit versehen als vergleichsweise untergeordnete Punkte. Der resultierende Wertebereich wurde schließlich auf eine Skala von 0 (Minimum) bis 100 (Maximum) transformiert. Unter den zuvor definierten thematischen Bereichen wurde eine Verteilung von 20 Punkten für den Teil „Allgemeines“ sowie von 40 Punkten für die explizite Darstellung des Immobilienportfolios festgelegt. Die verbliebenen 40 Punkte wurden dem Komplex „Finanz-Reporting“ zugewiesen.

Inhaltsanalyse Geschäftsberichte

Anschließend wurden die Geschäftsberichte der folgenden Immobiliengesellschaften einer Inhaltsanalyse unterzogen:

Liste der untersuchten Immobiliengesellschaften

- 1st Red AG
- A.A.A. AG
- AGROB Immobilien AG
- Alstria Office REIT-AG
- Anterra AG
- Ariston Real Estate AG
- AVW Immobilien AG
- Bau-Verein zu Hamburg AG
- BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG
- Colonia Real Estate
- CR Capital Real Estate AG
- Deutsche EuroShop AG
- Deutsche Real Estate AG
- Deutsche Wohnen AG
- DIBAG Industriebau AG
- DIC Asset AG
- Fair Value REIT-AG
- Francono West AG
- Franconofurt AG
- GAG Immobilien AG
- GAGFAH
- GBWAG Bayerische Wohnungs-AG
- GWB Immobilien AG
- Hamborner AG
- Hamburgische Immobilien Invest SUCV AG
- IFM Immobilien AG
- IMW Immobilien AG
- Informica Real Invest AG
- IVG Immobilien AG
- KWG Kommunale Wohnen AG
- Orco Germany
- Patrizia Immobilien AG
- POLIS Immobilien AG
- REAL AG NA
- TAG Immobilien AG
- VIB Vermögen AG
- Westgrund AG
- Windsor AG
- YOUNIQ AG

Allgemeine Faktoren des Reportings

Zentrale Erkenntnisse

- Große qualitative Unterschiede bei generellen Aspekten der Berichterstattung
- Geschäftsmodelle werden zumeist ausführlich, transparent und nachvollziehbar dargestellt
- Starke Zurückhaltung beim Thema Dividende
- Rund 17% der untersuchten Immobiliengesellschaften mit „wenig umfassenden“ Ausführungen zum Portfolio

Vorgehensweise

Dieser Teil der Inhaltsanalyse wurde in Analogie zur ersten Frage der Online-Umfrage entwickelt. Primär sollte dieser Bereich daher Aufschluss darüber liefern, inwiefern die Berichterstattung der untersuchten Gesellschaften grundsätzlich den Anforderungen der befragten Professionals Rechnung trägt. Es wurden folgende Themenfelder betrachtet:

- Darstellung des Geschäftsmodells
- Dividendenhistorie und Dividendenfähigkeit
- Qualität des Portfolios
- Darstellung Finanzierungsstruktur
- Mehrjähriger Vergleich der wesentlichen Kennzahlen
- Darstellung des Management-Track-Records

Inhaltsanalyse Geschäftsberichte

Allgemeine Faktoren des Reportings

Die Gewichtung erfolgte basierend auf den Umfrageergebnissen. Gleichzeitig wurden die immobilien- bzw. finanzbezogenen Kategorien untergewichtet, da diesen Komplexen im weiteren Verlauf der Untersuchung eigene Kapitel gewidmet sind. Besonderes Augenmerk lag hingegen auf den Feldern „Darstellung des Geschäftsmodells“ sowie „Dividendenfähigkeit“, da diese beiden Aspekte von den Befragten mit Durchschnittswerten von 1,51 bzw. 1,69 als überdurchschnittlich relevant eingestuft wurden.

Auf dieser Ebene erfolgte die Betrachtung der Immobilienportfolios nach anderen Kriterien als im folgenden Kapitel. Im Bereich „Allgemeine Faktoren“ wurde ein stärkeres Gewicht auf die generelle Darstellung des Immobilienbestandes gelegt. Dazu zählten neben der Länge der entsprechenden Passagen die Granularität der angebotenen Informationen: Ist etwa eine Einzelobjektaufstellung im Bericht vorhanden? Werden einzelne Objekte vorgestellt? Hingegen wurde an dieser Stelle keine dezidierte, inhaltliche Bewertung der Berichterstattung durchgeführt. Die Analyse der Informationsdichte wurde stattdessen im folgenden Kapitel anhand eindeutig definierter Kriterien vorgenommen.

Insgesamt wurden 20 Punkte für „Allgemeine Faktoren des Reportings“ vergeben, dies entspricht einem Fünftel der Gesamtpunktzahl.

Ranking Top Ten „Allgemeine Faktoren des Reportings“

Platzierung	Unternehmensname	Erzielte Punktzahl
1.	Deutsche EuroShop AG	17,75
2.	POLIS Immobilien AG	16,5
3.	Fair Value REIT-AG	16,25
4.	alstria Office REIT-AG	15,5
5.	Hamborner AG	15,0
6.	IVG Immobilien AG	15,0
7.	Colonia Real Estate	14,5
8.	AGROB Immobilien AG	13,5
9.	DIC Asset AG	13,25
10.	Deutsche Wohnen AG	12,5

Inhaltsanalyse Geschäftsberichte

Allgemeine Faktoren des Reportings

Ergebnisse

Die ermittelten Ergebnisse zeigen eine enorme Schwankungsbreite bei der Darstellung allgemeiner Faktoren. So lässt der höchste erzielte Wert mit 17,75 (Deutsche Euroshop AG) auf eine exzellente Kommunikation der erfassten Punkte schließen. Gleichzeitig besteht bei einigen Gesellschaften erheblicher Nachholbedarf. Dies trifft insbesondere auf die REAL AG (5,5), die Hamburgische Immobilien Invest SUCV AG (5,25) und die Francono West AG (3,5) zu. Durchschnittlich wurden die allgemeinen Faktoren mit einer Punktzahl von 10,3 – und damit leicht über der Hälfte des Maximalwertes – gemessen.

Von einigen Ausnahmen abgesehen stellen die Immobiliengesellschaften ihre Geschäftsmodelle zumeist umfassend, transparent und nachvollziehbar dar. Hier konnten also viele der Teilnehmer punkten. Besonders positiv bewertet wurden – neben der Ausführlichkeit der Passagen – schematische Darstellungen des Business Case (wie z. B. bei der POLIS Immobilien AG) oder Fallbeispiele aus der Praxis (etwa alstria Office REIT-AG).

Beim Thema „Dividende“ war jedoch eine starke Zurückhaltung zu verzeichnen. Während die Dividendenhistorie noch vergleichsweise breiten Raum einnahm, fanden sich nur wenige Angaben zur Dividendenfähigkeit der Gesellschaft bzw. der

Strategie zur Herstellung derselben. Auch konkrete Aussagen zur Dividendenpolitik waren zumeist Mangelware. Ausnahmen bildeten hier die AGROB Immobilien AG, die Deutsche Euroshop AG sowie die Fair Value REIT-AG.

Die Ausführungen zu den Immobilienportfolios der untersuchten Gesellschaften waren zumeist ausführlich und lieferten ein gutes Bild über die allgemeine Zusammensetzung des Bestandes. Rund 83% der Geschäftsberichte enthielten „umfassende“ oder sogar „sehr umfassende“ Passagen. Gleichzeitig wurden 17% der Berichte in dieser Hinsicht mit „wenig umfassenden“ Kapiteln bewertet – ein erstaunlicher Befund, schließlich handelt es sich bei den Immobilienportfolios um die Geschäftsgrundlage der analysierten Unternehmen.

Inhaltsanalyse Geschäftsberichte

Transparenz des Immobilienportfolios

Zentrale Erkenntnisse

- Durchschnittlich nur ein Drittel der gewünschten Informationen enthalten
- Oberes Viertel der Immobiliengesellschaften mit guten bis sehr guten Ergebnissen
- Aus Expertensicht wichtigste Faktoren in Mehrzahl der Berichte aufgeführt
- Lediglich 50% liefern detaillierte Informationen zur Immobilienbewertung

Vorgehensweise

An dieser Stelle fand eine detaillierte Analyse der Informationsdichte und -tiefe der betrachteten Geschäftsberichte in Bezug auf die Darstellung der Immobilienportfolios statt. Untersucht wurden die Kategorien „Angaben zum Portfolio“ sowie „Bewertung des Bestandes“. Auch hier wurde die Gewichtung der einzelnen Faktoren anhand der Einschätzungen der zuvor befragten Analysten und Investoren vorgenommen. Insgesamt konnten 40 Punkte erreicht werden.

Der Aspekt „Angaben zum Immobilienportfolio“ ging mit rund zwei Dritteln in die Bewertung ein. Untersucht wurde die Nennung der folgenden Punkte:

- Leerstandsquote nach Fläche
- Leerstandsquote nach Ertragspotenzial
- Prozentuale Verteilung nach Nutzungsarten
- Geografische Verteilung der Objekte
- Verteilung der Restlaufzeit der Mietverträge
- Nennung größter Mieter (inkl. Anteil an Mieterträgen)
- Mietrenditen (Portfolio) auf Basis der Marktwerte
- Mietrenditen (Portfolio) auf Basis der Anschaffungskosten
- Angabe zu sog. Overrents
- Leerstandsquote je Objekt
- Mietrendite je Objekt

Im Bereich „Immobilienbewertung“ konnte ein weiteres Drittel der Kapitelpunktzahl erzielt werden. Analysiert wurden die Berichte im Hinblick auf folgende Angaben:

- Angabe der Bewertungsmethode
- Angaben zu Berechnungsgrundlage auf Portfolioebene
- Detaillierte Angaben zu Berechnungsgrundlage auf Objektebene
- Nennung des Gutachters

Inhaltsanalyse Geschäftsberichte

Transparenz des Immobilienportfolios

Ranking Top Ten „Transparenz des Immobilienportfolios“

Platzierung	Unternehmensname	Erzielte Punktzahl
1.	Fair Value REIT-AG	36,5
2.	Alstria Office REIT-AG	30,5
3.	POLIS Immobilien AG	30,0
4.	Hamborner AG	28,0
5.	TAG Immobilien AG	25,0
6.	IMW Immobilien AG	24,0
7.	GAGFAH	23,5
8.	VIB Vermögen AG	23,0
8.	Deutsche EuroShop AG	23,0
8.	DIC Asset AG	23,0
8.	IVG Immobilien AG	23,0

Ergebnisse

Von den maximal erzielbaren 40 Kapitelpunkten wurden von den Gesellschaften durchschnittlich nur 14,5 Punkte erreicht – ein ernüchterndes Ergebnis. Gemessen an den Anforderungen der befragten Analysten und Investoren wird damit nur etwas

mehr als ein Drittel der gewünschten Angaben im Schnitt von den Immobiliengesellschaften zur Verfügung gestellt. Hinsichtlich der Transparenz der Portfolios hat der börsennotierte Immobiliensektor in Deutschland damit erkennbaren Nachholbedarf.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Geschäftsberichte hinsichtlich der Informationsdichte stark variieren. Im oberen Quartil der Grundgesamtheit kann die Qualität der Berichterstattung als gut bis sehr gut bezeichnet werden. Besonders die beiden deutschen *Real Estate Investment Trusts* (REITs), die Fair Value REIT-AG und die Alstria Office REIT-AG, schneiden überdurchschnittlich ab und zeichnen sich durch ein hohes Maß an Transparenz aus. Aber auch die Berichte der Polaris Immobilien AG oder der Hamborner AG übertreffen die durchschnittliche Punktzahl um mehr als das Doppelte.

Hingegen sind im unteren Quartil elementare Angaben zum Immobilienbestand wie Leerstandsquoten auf Portfolioebene, Verteilung nach Nutzungsarten oder die geografische Streuung der Objekte nicht aufgeführt. Mit der AWW Immobilien AG, der DIBAG Industriebau AG, der Francono West AG und der KWG Kommunale Wohnen AG gehen gleich vier Gesellschaften vollständig leer aus und erhalten keine Punkte für ihr Immobilien-Reporting.

Inhaltsanalyse Geschäftsberichte

Transparenz des Immobilienportfolios

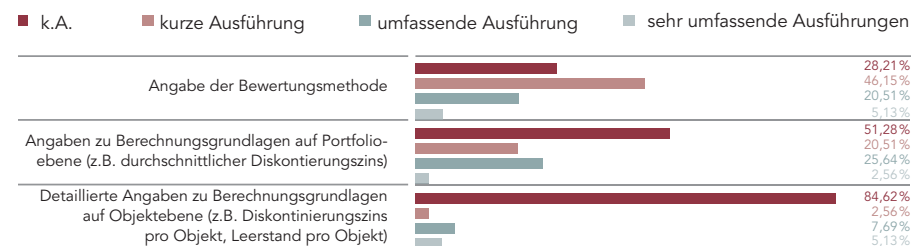
Enthaltene Angaben

Leerstandsquote nach Fläche	61,54 %
Geografische Verteilung	61,54 %
Prozentuale Verteilung nach Nutzungsarten	41,03 %
Verteilung der Restlaufzeit der Mietverträge	41,03 %
Nennung größter Mieter (inkl. Anteil an Mieterträgen)	30,77 %
Mietrenditen (Portfolio) auf Basis der Marktwerte	20,51 %
Leerstandsquote je Objekt	20,51 %
Mietrendite je Objekt	15,38 %
Leerstandsquote (Portfolio) nach Ertragspotenzial	10,26 %
Angabe zu sog. Overrents	5,13 %
Mietrenditen aus Basis der Anschaffungskosten	5,13 %

Bei Betrachtung der einzelnen Kategorien fällt auf, dass die von den Analysten und Investoren als besonders wichtig eingestuften Aspekte wie die geografische Verteilung (Durchschnittswert 1,73) oder die Leerstandsquote (1,76) in der Mehrzahl der Berichte enthalten sind. Auch die Restlaufzeiten der Mietverträge (Experten-Rating von 1,82) sind in über 40% der untersuchten Berichte aufgeführt.

Vergleichsweise selten finden sich hingegen Angaben auf Objektebene: Nur rund jede fünfte Gesellschaft berichtet über die Leerstandsquote der einzelnen Immobilien, bei den Mietrenditen sind es mit 15% sogar noch weniger. Es ist zu vermuten, dass eine gewisse Scheu vor der Diskussion mit den jeweiligen Mietern bei divergierenden Renditen (und damit unterschiedlichen Mietsätzen) die Unternehmen von einer Veröffentlichung absehen lässt.

Angaben zur Bewertungsmethodik



Inhaltsanalyse Geschäftsberichte

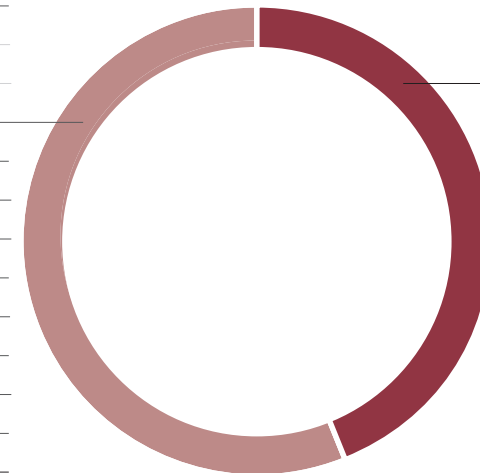
Transparenz des Immobilienportfolios

Ein vieldiskutiertes Thema ist die adäquate Bewertung von Immobilienbeständen. Durch ein hohes Maß an Transparenz, so die herrschende Meinung, kann Misstrauen gegenüber den ausgewiesenen Werten abgebaut und Vertrauen geschaffen werden. Grundsätzlich kann dies durch die Bereitstellung von Informationen zu den zugrunde liegenden Immobilien (also etwa durch detaillierte Objektaufstellungen) und/oder Veröffentlichung einer Vielzahl von Angaben zur Bewertungsmethodik erreicht werden. Die Sensibilität des Themas sowie der Wunsch nach Bereitstellung einer hohen Informationsdichte wurden durch die Ergebnisse der Expertenbefragung untermauert. Alle genannten Faktoren wurden durchschnittlich als „wichtig“ eingestuft.

Vergleicht man diesen Wunsch nach Transparenz mit den Geschäftsberichten deutscher Immobilienunternehmen, so ergibt sich ein gespaltenes Bild. Immerhin nennen über 70% der untersuchten Unternehmen die bei der Bewertung angewandte Methode, wenngleich davon rund 46% nur sehr kurze Angaben machen. Jede fünfte Gesellschaft widmet dem Thema hingegen umfassende Ausführungen, während weitere 5% sogar sehr ausführlich über die Bewertungsmethode berichten. Knapp die Hälfte der Geschäftsberichte enthält zudem Informationen zur Berechnungsgrundlage auf Portfolioebene wie z. B. den Diskontierungszins. Im Bereich der Einzelobjekte werden jedoch lediglich vereinzelt Angaben zur Kalkulation gemacht, hier hüllt sich die überwiegende Mehrheit von rund 85% in Schweigen.

Gutachter

Name nicht
genannt:
56%



Name genannt:
44%

Inhaltsanalyse Geschäftsberichte

Transparenz des Finanz-Reportings

Zentrale Erkenntnisse

- Finanzberichterstattung deutlich besser als Immobilien-Reporting bewertet
- Branchenspezifische Aufbereitung größtes Manko
- NAV in weniger als 50% der Berichte enthalten, veränderte Anforderungen durch Finanzkrise unzureichend berücksichtigt
- Allgemeine Finanzierungsstruktur angemessen dargestellt

Vorgehensweise

Die Untersuchung der eigentlichen Finanzberichterstattung der Gesellschaften erfolgte angelehnt an die Analyse der Immobilienportfolios. Untergliedert wurde der Bereich dabei in die Punkte „Kennzahlen“, „Finanzierungsstruktur“ und „Rechnungslegungsstandard“. Schwerpunkt der Betrachtung war der Kennzahlenaspekt, hier konnte das Gros der insgesamt 40 zu vergebenden Punkte erreicht werden. Im Einzelnen wurden die Geschäftsberichte nach folgenden Indikatoren gescreent:

- Netto-Mieterlöse
- ROIC
- NAV
- NNAV
- FFO
- LTV
- Gearing Ratio
- EBITDA
- EBIT
- EBT
- Dividendenrendite
- Zinsdeckungsgrad (Interest Coverage)

Die Gewichtung der einzelnen Kennzahlen erfolgte auf Basis der Expertenbefragung. Neben der bloßen Nennung wurde ein weiterer Fokus auf die Darstellung der Herleitung der Werte gelegt: Für die Aufführung der Formel bzw. der exakten zugrunde liegenden Werte wurden deshalb Zusatzpunkte vergeben.

Um die Berichterstattung zur Finanzierungsstruktur adäquat zu erfassen wurden die Berichte nach folgenden Faktoren untersucht und bewertet:

- Verteilung Restlaufzeit Finanzverbindlichkeiten
- Detaillierte Zusammensetzung der Finanzverbindlichkeiten
- Fixe vs. variable Zinsvereinbarungen
- Ausweis von Zinsswap-Geschäften und impliziten finanziellen Risiken
- Nennung größter Gläubiger

Schließlich erfolgte die Betrachtung der angewandten Rechnungslegungsstandards. Gemäß den Umfrageergebnissen wurde die gleichzeitige Nennung von HGB- sowie von IFRS-Zahlen vor der Fair-Value-Bewertung am höchsten eingestuft.

Inhaltsanalyse Geschäftsberichte

Transparenz des Finanz-Reportings

Ranking Top Ten „Transparenz des Finanz-Reportings“

Platzierung	Unternehmensname	Erzielte Punktzahl
1.	Deutsche EuroShop AG	33,0
2.	POLIS Immobilien AG	32,5
3.	Hamborner AG	31,0
4.	DIC Asset AG	30,0
5.	Alstria Office REIT-AG	29,5
6.	Fair Value REIT-AG	29,5
7.	Deutsche Wohnen AG	28,5
8.	GAGFAH	28,0
9.	Bau-Verein zu Hamburg AG	27,0
9.	Orco Germany	27,0

Ergebnisse

Bei der Bewertung des Finanz-Reportings erzielten die untersuchten Gesellschaften durchschnittlich 18,2 von maximal 40 Punkten und schneiden damit deutlich besser ab als im Bereich Immobilienportfolio. Dort wurde ein Durchschnittswert von lediglich 14,5 Punkten erzielt. Dies ist umso bemerkenswerter, als die befragten Investoren und Analysten den Darstellungen zum Immobilienbestand ein besonders hohes Gewicht zugemessen hatten.

Besonders gut schneiden bei der Bewertung des Finanz-Reportings die Deutsche Euroshop AG, die POLIS Immobilien AG sowie die Hamborner AG ab. Grundsätzlich gilt es zu beachten, dass zwischen dem ersten (mit 33 Punkten) und dem zehnten Immobiliertitel (Wert von 27) dieses Teil-Rankings lediglich 6 Punkte liegen. Verglichen mit dem Bereich „Immobilienportfolio“ (Spannbreite von 13,5 Punkten) sind die Unterschiede in der Informationsdichte damit im obersten Viertel der Grundgesamtheit relativ gering.

Das untere Viertel der analysierten Immobilien AGs hat hingegen enormen Nachholbedarf bei der Darstellung der finanziellen Geschäftsergebnisse. Neun von 39 untersuchten Gesellschaften erzielen nur 10 oder weniger Punkte – und stellen somit nur rund ein Viertel der gewünschten Informationen zur Verfügung. Die Schlusslichter in diesem Kapitel sind die Windsor AG, die CR Capital Real Estate AG und die Real AG.

Inhaltsanalyse Geschäftsberichte

Transparenz des Finanz-Reportings

Finanzangaben

EBT	100,00 %
EBIT	94,87 %
Netto-Mieterlöse	84,62 %
EBITDA	56,41 %
NAV	43,59 %
FFO	28,21 %
Dividendenrendite	25,64 %
LTV	23,08 %
NNAV	10,26 %
Gearing Ratio	10,26 %
Zinsdeckungsgrad (Interest Coverage)	7,69 %
ROIC	0,00 %

Nahezu sämtliche untersuchten Geschäftsberichte führen das EBT sowie das EBIT explizit auf. Nur etwas mehr als die Hälfte der Berichte enthält das EBITDA. Gleichzeitig wird diese Kennzahl jedoch von den Befragten nicht sonderlich hoch eingestuft, daher führte die Nicht-Nennung nur zu einem geringen Punktabzug.

Die von den Teilnehmern der Online-Befragung als besonders relevant eingeschätzten Netto-Mieterlöse sind in rund 85 % der Geschäftsberichte enthalten, entsprechend wurden hier viele Punkte vergeben.

Hingegen trennt sich bei Betrachtung des NAV die Spreu vom Weizen: Der von den Befragten als zweitwichtigster Indikator bewertete Netto-Vermögenswert ist nur in rund 44 % der analysierten Berichte enthalten, in über 50 % der Fälle wird also ein zentrales Informationsbedürfnis nicht bedient. Gleiches gilt für den FFO, hier machen sogar weniger als 30 % der Gesellschaften entsprechende Angaben. „Loan to Value“-Quote und Zinsdeckungsgrad, zwei ebenfalls von den Befragungsteilnehmern unter die Top 5 der wichtigsten Kennziffern gewählte Werte, werden sogar in noch geringerem Maße thematisiert. Insbesondere bei den branchenspezifischen Indikatoren herrschen also noch große Defizite unter Deutschlands Immobilien AG's.

Dieser Befund wiegt umso schwerer, als gerade die von den Experten im Rahmen der Finanzkrise mit einer zunehmenden Bedeutung versehenen Punkte besonders selten thematisiert werden: LTV, Verschuldungs- und Zinsdeckungsgrad sowie der FFO werden jeweils in weniger als 30 % der Fälle genannt und besprochen. Während die Investoren und Analysten also im Zuge der Krise ihre Anforderungen an das Reporting verschärft haben, sind im Großteil der untersuchten Berichte eben diese Informationen nicht enthalten. Mit anderen Worten: Die Schere zwischen Wunsch und Wirklichkeit ist weiter auseinander gegangen.

Inhaltsanalyse Geschäftsberichte

Transparenz des Finanz-Reportings

Angaben zur Finanzierungsstruktur

Verteilung Restlaufzeit Finanzverbindlichkeiten	87,18 %
Detaillierte Zusammensetzung der Finanzverbindlichkeiten	79,49 %
Offenlegung von fixen vs. variablen Zinsvereinbarungen ink. Zinshöhe	69,23 %
Ausweis von Zinsswap-Geschäften und impliziten finanziellen Risiken	53,85 %
Nennung größter Gläubiger	5,13 %

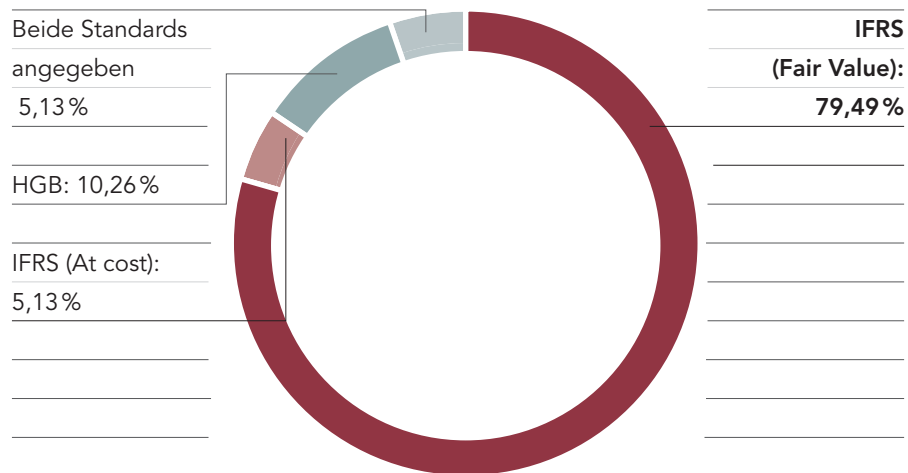
Wesentlich besser fallen die Ergebnisse der Untersuchung im Bereich der allgemeinen Darstellung der Finanzierungsstruktur aus. Rund 87 % der Berichte enthalten Angaben zur Restlaufzeitverteilung der Finanzverbindlichkeiten, knapp 80 % konkretisieren die Zusammensetzung der Bankschulden. Immerhin fast 70 % der Unternehmen geben Auskunft über das Verhältnis von fixer und variabler Verzinsung und damit über das Risiko erhöhter Zinszahlungen bei Veränderung der Zinslandschaft. Weitere Finanzinstrumente wie z. B. Zinssicherungsgeschäfte und möglicherweise enthaltene finanzielle Risiken werden von etwas mehr als der Hälfte der untersuchten Unternehmen dargestellt. Hingegen nennt lediglich eine Minderheit von rund 5 % die größten Gläubiger.

Auffallend ist bei diesen Ergebnissen die Kongruenz mit den Anforderungen der zuvor befragten Investoren und Analysten: Je wichtiger eine Information im Rahmen der Befragung eingestuft wurde, umso häufiger finden sich entsprechende Angaben in den Geschäftsberichten der Immobiliengesellschaften. Aufgrund dieser Deckungsgleichheit kann festgehalten werden, dass die Unternehmen den Informationsbedürfnissen der Experten bei allgemeinen Themen der Finanzierung weitgehend entsprechen.

Inhaltsanalyse Geschäftsberichte

Transparenz des Finanz-Reportings

Rechnungslegung



Ein eindeutiges Bild ergibt sich bei der Betrachtung der von den Immobiliengesellschaften angewandten Rechnungslegungsstandards. Knapp 80% der Gesellschaften bilanziert in den Geschäftsberichten das Immobilienvermögen zum Zeitwert gemäß IFRS. Weitere 5% veröffentlichen sowohl die Fair-Value-Angaben als auch die handelsrechtlichen Wertansätze. Eine reine HGB-Bilanzierung findet sich in 10% der untersuchten Fälle. Ein „Exotendasein“ führt der „At Cost“-Ansatz nach IFRS: Nur rund 5% der Berichte enthält entsprechende Angaben. Auch hier stimmen die Anforderungen der Experten und die Wirklichkeit real existierender Immobilien-Geschäftsberichte nahezu überein.

Fazit

Investorenwunsch und Börsenwirklichkeit – wie ist es nun um Anforderungs- und Leistungsprofil bei Immobilienaktien bestellt? Vor dem Hintergrund der ermittelten Ergebnisse lässt sich festhalten, dass Experten spezifische Anforderungen an die Finanzberichterstattung von Immobiliengesellschaften stellen. Besonders gefragt sind eine hohe Informationsdichte zum Immobilienportfolio sowie eine nachvollziehbare Darstellung des Geschäftsmodells. Weiterhin lassen die ermittelten Daten auf eine starke Risikoaversion bei den Professionals schließen. Das resultierende Bedürfnis nach Erwartungssicherheit äußert sich in dem Wunsch nach einem Höchstmaß an Transparenz im Rahmen des Reportings. Dominante Themen sind dabei im derzeitigen Umfeld insbesondere die Nachhaltigkeit der Mieterträge, mögliche Finanzierungsrisiken sowie (nach wie vor) die Glaubwürdigkeit der Immobilienbewertung. Voraussetzung für eine – aus Expertensicht – zufriedenstellende Berichterstattung ist also eine auf die Eigenheiten der Branche angepasste Kommunikation, die Detailtiefe mit Nachvollziehbarkeit verbindet. Ein adäquates Instrument dafür sind immobilien-spezifische Kennzahlen, deren sinnvoller und zielführender Gebrauch jedoch (möglichst umfangreiche) Angaben zur Berechnung erfordert. Gleiches gilt für den Bereich der Bewertung: Je mehr Information geliefert wird, umso glaubwürdiger sind für die Befragten die angesetzten Werte.

Zudem hat die von den US-Immobilienmärkten ausgehende, weltweite Finanzkrise die Anforderungen an das Reporting verändert – auch und gerade bei Immobili-

engesellschaften. Verstärkt in den Blickpunkt sind Finanzierungsthemen getreten, wie sich an der gestiegenen Bedeutung von Kennzahlen wie dem LTV („Loan to Value) oder „Gearing Ratio“ (Verschuldungsgrad) festmachen lässt. Gleichzeitig haben „klassische“ Ertragskennzahlen wie das EBIT zunehmend an Bedeutung eingebüßt, ohne dass die Renditestärke einer Immobilien AG als Investitionskriterium an Relevanz verloren hätte. Vielmehr hat sich mit den „Funds from Operations“ (FFO) eine branchenspezifische Kennzahl als Indikator für die Ertragskraft einer Gesellschaft etabliert. Dies kann als klares Indiz für die zunehmende Spezialisierung des Immobilien-Reportings gewertet werden.

Die börsennotierten Immobiliengesellschaften kommen diesen Anforderungen des Kapitalmarktes in höchst unterschiedlichem Maße nach. Die drei bestplatzierten Unternehmen unserer Untersuchung – die Fair Value REIT-AG, die POLIS Immobilien AG sowie die alstria Office-REIT-AG – erzielen Werte von rund 80% der erreichbaren Punkte und schneiden damit gemessen an den zuvor ermittelten Experten-Ansprüchen sehr gut ab. Gleichzeitig wurden die Berichte von 25 der insgesamt 39 untersuchten Gesellschaften mit weniger als 50 Punkten bewertet. Diese Unternehmen stellen damit weniger als die Hälfte der gewünschten Informationen bereit. Angesichts der nach wie vor hohen Unsicherheit an den Kapitalmärkten kann dieses Niveau als unzureichende Grundlage für eine Investitionsentscheidung gewertet werden. Besonders enttäuschend ist der Befund am Ende der Leistungsskala. Rund

Inhaltsanalyse Geschäftsberichte

Fazit

ein Fünftel der betrachteten Gesellschaften erreicht nur 20 Punkte oder weniger – und ist damit glatt durchgefallen. Zum Vergleich: Der ermittelte Durchschnittswert über alle analysierten Gesellschaften lag bei 42,9 Punkten.

Als stark verbesserungswürdig hat sich im Rahmen der Untersuchung die Berichterstattung zu den Immobilien-Portfolios heraus kristallisiert. In einer Vielzahl der analysierten Dokumente waren wesentliche, von den befragten Investoren und Analysten als wichtig eingestufte Informationen wie Leerstandsquoten, geografische Verteilungen oder Angaben zur Immobilien-Bewertung nicht enthalten. Hier besteht also enormer Nachholbedarf. Im Bereich des Finanz-Reportings fielen die ermittelten Ergebnisse besser, aber in der Mehrzahl der Fälle nicht gut aus. Grundlegendes Problem scheint die Anpassung der Berichterstattung an branchenspezifische Informationsbedürfnisse zu sein. Weniger als die Hälfte der analysierten Geschäftsberichte enthielt einen NAV, der FFO war nur in knapp 30% der Fälle genannt und lediglich jeder fünfte Bericht machte Angaben zum LTV der jeweiligen Gesellschaft. Der Trend zur Spezialisierung des Reportings ist also an einem Großteil der Branche vorbeigegangen.

Insgesamt werden die Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes somit nur von einer Minderheit der börsennotierten Gesellschaften bedient – keine guten Voraussetzungen also für eine breite Renaissance der Immobilienaktie. Künftig dürften sich

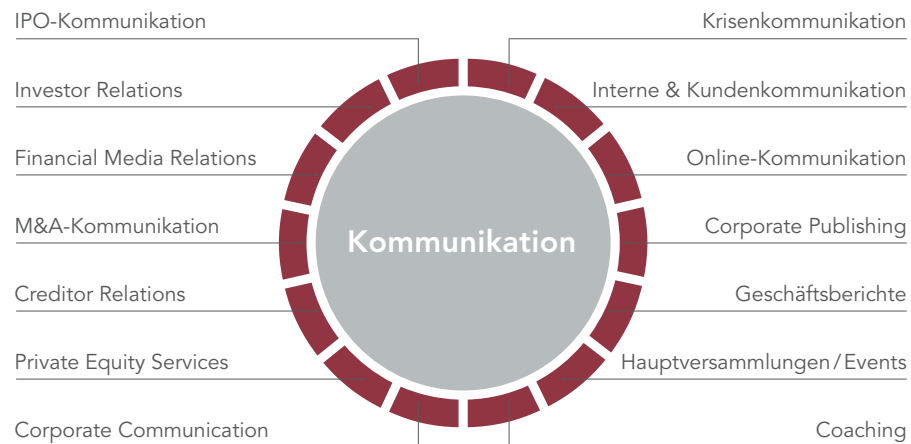
vor allem jene Unternehmen für ein Investment empfehlen, die den gestiegenen Anforderungen an ihre Finanzberichterstattung entsprechen. Dieses Kriterium gewinnt umso mehr an Bedeutung, als die Investoren neben der Qualität des Reporting ein verstärktes Augenmerk auf Marktkapitalisierung und Handelbarkeit der Aktie legen. Vor diesem Hintergrund kann sich der Immobiliensektor in Deutschland eine unzureichende Finanzberichterstattung immer weniger leisten.

Gesamt-Ranking

Platzierung	Unternehmensname	Erzielte Punktzahl
1.	Fair Value REIT-AG	82,25
2.	POLIS Immobilien AG	79,0
3.	alstria Office REIT-AG	75,5
4.	Hamborner AG	74,0
5.	Deutsche EuroShop AG	73,75
6.	DIC Asset AG	66,25
7.	TAG Immobilien AG	64,25
8.	Deutsche Wohnen AG	63,0
9.	GAGFAH	62,0
10.	IVG Immobilien AG	62,0
11.	VIB Vermögen AG	58,75
12.	Colonia Real Estate	57,5
13.	Bau-Verein zu Hamburg AG	54,75
14.	IMW Immobilien AG	54,75
15.	Ariston Real Estate AG	44,0
16.	Informica Real Invest AG	40,75
17.	AGROB Immobilien AG	40,5
18.	IFM Immobilien AG	40,0
19.	GBWAG Bayerische Wohnungs-AG	39,5
20.	1st Red AG	39,25

21.	Orco Germany	39,0
22.	GAG Immobilien AG	38,75
23.	Anterra AG	38,5
24.	BBI Bürgerliches Brauhaus Im- mobilien AG	38,5
25.	Deutsche Real Estate AG	36,5
26.	A.A.A. AG	34,0
27.	GWB Immobilien AG	32,5
28.	Patrizia Immobilien AG	27,5
29.	YOUNIQ AG	27,0
30.	CR Capital Real Estate AG	26,0
31.	Franconofurt AG	25,0
32.	Hamburgische Immobilien Invest SUCV AG	23,25
33.	Westgrund AG	21,0
34.	KWG Kommunale Wohnen AG	18,5
35.	Windsor AG	18,25
36.	DIBAG Industriebau AG	16,0
37.	AWW Immobilien AG	15,0
38.	REAL AG NA	14,0
39.	Francono West AG	12,0

Beratungskompetenz



cometis AG
 Unter den Eichen 7
 65195 Wiesbaden
 Tel.: 0611 20 58 55-0
 Fax: 0611 20 58 55-66
 E-Mail: info@cometis.de
 www.cometis.de

Ansprechpartner
 Ulrich Wiehle
 Michael Diegelmann
 Henryk Deter

Profil

- Kernkompetenz liegt in den Bereichen Investor- und Financial Media Relations
- Seit mehr als neun Jahren eingespieltes, interdisziplinäres Team von rund 20 Mitarbeitern mit Erfahrung aus über 200 Kapitalmarktprojekten
- Gewinner des Deutschen PR-Preises 2005 (Beste Investor Relations)
- Über 800 Investor Relations Abteilungen in Deutschland arbeiten mit mindestens drei unserer 31 Publikationen (Finanzkennzahlen, Corporate Finance, Medientraining)
- Unser Buch „100 Finanzkennzahlen“ wurde über 300.000-mal verkauft und in Englisch, Französisch, Italienisch, Spanisch, Russisch und Chinesisch übersetzt
- Initiator und Betreiber von www.compliance-officer.de zusammen mit der DGAP/Equity Story (über 180 Nutzer)
- Gründung im Jahre 2000 · Vorstand Michael Diegelmann, Henryk Deter, Ulrich Wiehle Sitz in Wiesbaden · Mitglied im PRGN Netzwerk

Impressum

Herausgeber

cometis AG
Unter den Eichen 7
65195 Wiesbaden
Tel.: 0611 20 58 55-0
Fax: 0611 20 58 55-66
E-Mail: info@cometis.de
www.cometis.de

Redaktion

Dirk Stauer,
Ulrich Wiehle,
Michael Diegelmann,
Henryk Deter

Redaktionsanschrift

siehe Herausgeber

Gesamtgestaltung

cometis publishing GmbH & Co. KG

Haftung und Hinweise

Artikeln, Empfehlungen und Tabellen liegen Quellen zugrunde, welche die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann allerdings nicht übernommen werden.

Nachdruck

© 2009 cometis AG, Wiesbaden. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der cometis AG ist es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus auf fotomechanischem Wege (Fotokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.