Disclaimer: Das vorliegende Dokument dient ausschließlich der Information. Die Vervielfältigung und Weitergabe von Inhalten im Ganzen oder in Teilen ist nicht gestattet. Für deren Richtigkeit, Genauigkeit und Vollständigkeit können wir, auch wenn wir diese Informationen für verlässlich halten, weder Haftung noch irgendeine Garantie übernehmen. Die Bezugnahme auf unseren Fonds im Rahmen dieser Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Zeichnung von Anteilen dar. Die bereitgestellten Informationen dienen nur zum Verständnis und sind nicht als Kaufempfehlung gedacht. Die Investmententscheidung wurde grundsätzlich für den internen Gebrauch erstellt und spiegelt ausschließlich die Meinung des Fondsmanagers zum Zeitpunkt des Kaufs (Erstinvestition liegt in der Vergangenheit) wider. Möglicherweise stimmt sie nicht mit Informationen zu einem späteren Zeitpunkt überein.

INVESTMENTENTSCHEIDUNG

Unternehmen	Investmenturteil
DEMIRE AG	**Kaufen**

15. November 2017

Aktienkurs (Euro)	3,80 Euro	Fairer Wert	4,40 Euro
Börsenwert (Mio. Euro)	198 Mio. Euro	Potential (%)	15,7%

I. INVESTMENT CASE

- DEMIRE ist durch Akquisitionen innerhalb kurzer Zeit **stark gewachsen** und verfügt heute über einen Immobilienbestand im Gegenwert von 1 Mrd. Euro (inklusive Minderheiten). Die **FFO-Entwicklung** war in den letzten Jahren allerdings **extrem schwach**. Negativer Höhepunkt war in dieser Hinsicht eine gravierende Prognoseverfehlung, die im Frühjahr 2017 für das Jahr 2016 gemeldet wurde.

- Infolge des Aktientauschs im Rahmen der mehrheitlichen Übernahme der Fair Value REIT AG ist seit Ende 2015 **Rolf Elgeti** Großaktionär der Gesellschaft. Seitdem hat dem Jahr 2015 hat sich zudem die **Familie Wecken** beteiligt und hält zwischenzeitlich rund 34beteiligt (u.a. bekannt als Großaktionär von Adler Real Estate). Weitere 10% hat sich die Familie Wecken über eine Umtauschanleihe gesichert.

- In der Folge der Verschiebungen im Aktionärskreis kam es zu **Veränderungen im Vorstand und Aufsichtsrat**. Zum 30. Juni 2017 ist der bisherige CEO Prof. Steyer aus dem Unternehmen ausgeschieden. (Nachrichtlich 16.11.2017: auch Markus Drews ist aus dem Vorstand ausgeschieden, so dass das Unternehmen nun allein von Ralf Kind geführt wird). Ralf Kind ist seit Februar 2017 CFO (nachrichtlich: mittlerweile CEO) und ist laut eigener Aussage auf Wunsch der Familie Wecken zum Vorstand berufen worden.

- Im Jahr 2017 wurde die **Refinanzierung optimiert**. Hierdurch konnte der durchschnittliche FK-Zinssatz von >4% auf 3% reduziert werden. Dies hat für 2018 unmittelbar einen positiven FFO-Effekt von 9 Mio. Euro. Gleichzeitig sind durch die getroffenen Maßnahmen nunmehr >40% des Immobilienportfolios unbesichert, wodurch die Gesellschaft in ihrer Refinanzierung Flexibilität gewonnen hat.

- Die Jahresziele 2016 wurden u.a. maßgeblich durch eine hohe Steuerquote verfehlt. Ursache waren fehlende **Organschaftsverhältnisse** innerhalb des Konzerns. Dieses hat die Gesellschaft zwischenzeitlich durch B&G-Verträge **mit diversen nicht notierten Tochtergesellschaften** korrigiert. Hierdurch ist ein weiterer positiver FFO-Effekt (spätestens) ab 2018 greifbar.

- Die ausgewiesenen FFOs wurden in der Vergangenheit zudem stark durch Minderheitsanteile reduziert. Ursache hierfür sind u.a. die ausstehenden Aktien bei der Tochter Fair Value REIT AG. DEMIRE hat für das Jahr 2018 eine **Reduzierung der Drittanteile** angekündigt, was vermutlich über einen B&G-Vertrag mit der Fair Value REIT AG umgesetzt werden wird. Hierdurch wird sich der auf die DEMIRE-Aktionäre entfallende FFO rückwirkend ab Anfang 2018 erhöhen.

- Das **Immobilienportfolio** sowohl im DEMIRE- als auch im Fair Value REIT-Teilkonzern ist **mit Blick auf die Restlaufzeiten der bestehenden Mietverträge und die Bonität der Mieter solide**. Auch die Bewertung der Immobilien ist mit Blick auf die Mietrenditen angemessen. **Zusätzliches Potential** besteht, wenn es der Gesellschaft gelingt, bestehenden **Leerstand** zu reduzieren.

- Auf Basis der heute greifbaren, FFO-erhöhende Effekte ergibt sich ein **Kurspotential** von knapp **16%**. Der verwässerte EPRA-NAV wird durch die Gesellschaft mit 4,72 Euro angegeben (unverwässert: 5,69 Euro). Auch wenn eine NAV-Betrachtung für unsere Bewertungszwecke nicht ausschlaggebend ist, ist unser Bewertungsergebnis mit der NAV-Betrachtung durch die Gesellschaft konsistent.

- Die Gesellschaft strebt eine Verdopplung des Immobilienportfolios auf 2 Mrd. Euro an. Diese Strategie ist auch konsistent mit den Maßnahmen, die laut Rating-Reports notwendig sind, um mittelfristig ein *Investment Grade*-Rating zu erreichen. In diesem Zuge ist **für das Jahr 2018 eine Kapitalerhöhung absehbar**. Ziel ist es, durch eine Portfoliovergrößerung eine FFO-Steigerung pro Aktie zu erreichen. Dies sollte durch eine Skalierung der bestehenden Overheadstrukturen möglich sein.

- Mit Blick auf die Aktionärsstruktur, die durch die Familie Wecken und Rolf Elgeti dominiert ist, gibt es für die **Kapitalerhöhung zwei Szenarien**:

    - Die Kapitalerhöhung findet zu einem Kurs >4,00 Euro statt. Dies könnte erreicht werden, wenn die unten skizzierten FFO-Verbesserungen im Jahr 2018 tatsächlich visibel werden. Bei solch einer Kapitalerhöhung würden sich die genannten Aktionäre ggf. verwässern lassen. Unser Einstand wäre gleichzeitig nach unten abgesichert.

    - Die Kapitalerhöhung findet (fühlbar) unter 4,00 Euro statt. Dies könnte der Fall sein, wenn die genannten Aktionäre Interesse haben, über ihre Bezugsrechte nochmals Aktien zu erwerben. **Bei einer solchen Kapitalerhöhung wären wir zwangsläufig unter Zugzwang, unsere Bezugsrechte entsprechen auszuüben. Dies muss bei der initialen Gewichtung der Position im Fonds berücksichtigt werden.**

INHALT

I. Investment Case ... 1

II. Unternehmensentwicklung ... 4

III. Immobilienportfolio ... 5

1. DEMIRE-Konzern: TOP 20-Immobilien ... 6

1a. Logistikpark Leipzig ... 8

2. Fair Value REIT-Portfolio ... 9

3. Zusammenfassung ... 10

IV. Bilanz ... 10

1. Bilanzstruktur ... 10

2. Minderheiten ... 11

3. Finanzierung ... 12

3.1 Platzierung einer unbesicherten Unternehmensanleihe im Volumen von 400 Mio. Euro. ... 12

4.1 Verwässerung durch Wandelanleihen ... 14

V. Gewinn- und Verlustrechnung / FFO-Entwicklung ... 16

1. DEMIRE inklusive Fair Value REIT ... 16

2. DEMIRE ex Fair Value REIT ... 17

3. Fair Value REIT AG ... 19

4. Ergebniseffekte 2018 ... 23

5. Zusätzliche Ergebnispotentiale 2019ff ... 23

VI. Bewertung ... 25

VII. Entwicklung der Aktionärsstruktur ... 26

VIII. Veränderung in den Organen ... 28

Anhang ... 29

Rostocker Hof ... 29

Fair Value REIT: Direktinvestitionen ... 30

Fair Value REIT: Objekte in Immobilienfonds ... 31

II. UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Die heutige DEMIRE AG wurde im Jahr 2006 als MAGNAT Real Estate Opportunities GmbH & Co. KGaA gegründet. Damals war die Gesellschaft mit ihren Immobilienengagements auf Osteuropa und die Region rund um das Schwarze Meer fokussiert. Nach einem Listing im Entry Standard im Jahr 2006 ist die Gesellschaft im Jahr 2007 in den General Standard gewechselt. Im Jahr 2009 erfolgte der Formwechsel in eine Aktiengesellschaft.[1] Die damaligen Aktivitäten in Osteuropa waren allerdings nicht erfolgreich. Unter den Highlights (!) im Geschäftsbericht 2008/2009 ist aufgeführt, dass die Aktie durch eine Kapitalherabsetzung im Verhältnis 10:1 aus dem Penny-Stock-Bereich herausgeführt werden konnte.[2]

Nachhaltig war dies nicht. Eine katastrophale operative Entwicklung hat die Aktie in den Folgejahren abermals deutlich unter 1 Euro gedrückt. Im Jahr 2013 erfolgte dann die Flucht nach vorne durch eine strategische Neuausrichtung der Gesellschaft. Künftig sollte der Fokus der Aktivitäten auf gewerblichen Immobilien in *„secondary locations“* in Deutschland liegen. Das Osteuropaportfolio wurde in der Folge verkauft. Ein kleiner Restbestand macht heute lediglich 2 Mio. Euro aus (=> 0,2% des Gesamtbestands). Der Neuausrichtung wurde auch durch eine Umbenennung in DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG Rechnung getragen.[3] Wesentlich entwickelt wurde die neue Unternehmensstrategie durch Prof. Steyer, der den zuvor in Osteuropa glücklos agierenden CEO Dr. Marc-Milo Lube abgelöst hat.

Im Dezember und Januar 2013/2014 gelang dem Unternehmen die Platzierung einer kleinen Wandelanleihe. Die Erlöse dieser Anleihe waren die Basis für die ersten Akquisitionen von Immobilien in Deutschland.[4] Im weiteren Verlauf folgte eine Unternehmensanleihe über 100 Mio. Euro mit einem Kupon von 7,5%.

Im Mai 2014 hat DEMIRE das Alpha-Portfolio erworben, zu dem sieben gewerbliche Objekte in Nordrhein-Westfalen gehörten. Im September 2014 kam das Condor-Portfolio hinzu. Hierzu gehörten 100 Objekte mit rund 290.000 qm mit Büro- und Einzelhandelsfläche in Ulm, Düsseldorf und Eschborn. Im Dezember 2014 wurde zudem das Alpine-Portfolio gekauft, das aus 10 Objekten in Berlin, Bremen und Stralsund bestand. Insgesamt hat das Unternehmen im Jahr 2014 256 Mio. Euro investiert.[5]

Und dann ging es ganz schnell: die just erworbenen Immobilien waren zum Jahresabschluss 2014 aus dem Stand bereits 63 Mio. Euro mehr wert. Da die Akquisitionen weitgehend über Fremdkapital finanziert worden waren, ist durch den Bewertungseffekt der verwässerte NAV pro Aktie von 0,56 Euro auf 4,26 Euro durch die Decke geschossen.[6] Der DEMIRE-Aktienkurs hat sich in der Folge von rund 0,80 Euro Anfang 2014 auf über 6,00 Euro im Frühjahr 2015 erhöht.

Das erhöhte Kursniveau wurde im Mai 2015 genutzt für die Übernahme von 94% am Logistikpark Leipzig gegen Ausgabe neuer DEMIRE-Aktien.[7] Im Oktober 2015 hat DEMIRE das T6-Portfolio erworben. Das Portfolio besteht aus sechs an die Deutsche Telekom vermietete Immobilien in Ansbach, Bonn, Flensburg, Freiburg, Regensburg und Stahnsdorf.[8]

Ein großer Wachstumssprung wurde im Jahr 2015 durch die Übernahme der börsennotierten Fair Value REIT AG realisiert. Hier hat DEMIRE durch ein öffentliches Übernahmeangebot gegen Ausgabe neuer DEMIRE-Aktien 77,7% erworben. Damals hat man „das Potential für Skalenerträge mit Blick auf die gemeinsame

[1] Anleiheprospekt, S. 107
[2] GB 2008/2009, S. 7
[3] Anleiheprospekt, S. 107
[4] GB 2013/2014, S. 4
[5] Anleiheprospekt, S. 70
[6] GB 2013/2014, S. 23
[7] GB 2013/2014, S. 15
[8] GB 2015, S. 17

Immobilienbewirtschaftung durch das konzerneigene Asset, Property- und Facility-Management und eine deutlich verbesserte Ausgangsposition für potentielles weiteres Wachstum“ gesehen.[9]

Im Frühjahr 2017 kam es dann zu einer nachträglichen Gewinnwarnung für das Jahr 2016. Lag die FFO-Prognose nach Minderheiten zuvor noch bei 13,9 Mio. Euro, lag der tatsächliche Wert letztlich bei nur 2,7 Mio. Euro. Bedingt war dies durch zwei Effekte. Zum einen konnten Verwaltungsaufwendungen nicht wie geplant reduziert werden. Zum anderen lag die Steuerquote aufgrund der fehlenden Verrechnungsmöglichkeit von Gewinnen und Verlusten in der Gruppe deutlich über den Erwartungen.[10] Insbesondere letzteres ist Ausdruck einer katastrophalen Organisationsstruktur.

Gleichzeitig hat es bei DEMIRE in dieser Zeit erhebliche Veränderungen der Aktionärsstruktur gegeben. Neuer Großaktionär ist mittlerweile Klaus Wecken, der zusammen mit seiner Frau knapp 34% aller Aktien hält und Zugriff auf weitere 10% der Aktien hat (=> Details zur Aktionärsstruktur siehe unten). Infolge der Kontrollübernahme durch Wecken ist es zu weitreichenden Veränderungen im Aufsichtsrat und Vorstand der Gesellschaft gekommen, so dass DEMIRE heute ein vollständig neues Führungsteam hat (=> Details zur Veränderung in den Organen ebenfalls unten).

Unter der neuen Führung wurden im laufenden Jahr erste Maßnahmen getroffen, die spätestens im Jahr 2018 zu einer deutlichen Steigerung der FFO führen werden. Hierzu gehörte im ersten Schritt eine Umfinanzierung durch die Ausgabe einer neuen Unternehmensanleihe. Hierdurch konnte zum einen die durchschnittliche Zinsbelastung fühlbar reduziert werden. Zum anderen wurde das vormals fast vollständig durch Finanzierungen belastete Vermögen entlastet, wodurch Flexibilität auf der Finanzierungsseite zurückgewonnen wurde. In einem weiteren Schritt wurden Unternehmensverträge zwischen der Muttergesellschaft und Objektgesellschaften abgeschlossen. Hierdurch wird sich die Steuerquote normalisieren (was angesichts von Verlustvorträgen >40 Mio. Euro vorsichtig formuliert ist). Weiter wurde angekündigt, die Minderheiten zu reduzieren. Dies wird voraussichtlich im Jahr 2018 durch den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit der Fair Value REIT AG umgesetzt werden.

III. IMMOBILIENPORTFOLIO

DEMIRE konzentriert sich insbesondere auf Büro- und Einzelhandelsimmobilien, die 67% bzw. 24% des Immobilienportfolios ausmachen. Weitere 5% entfallen auf eine Logistikimmobilie in Leipzig. Die Gesellschaft investiert dabei in dicht besiedelten Regionen außerhalb der „Top 7 Städte“ in der Nähe großer Metropolen (die Gesellschaft nennt dies *secondary locations*).[11]

Das Unternehmen hat mit dem Jahresabschluss 2016 die Segmentberichterstattung umgestellt. Seither berichtet das Unternehmen nur noch über die beiden operativen Segmente Core Portfolio und Fair Value REIT und gibt damit einen Überblick über die jeweiligen DEMIRE- und Fair Value REIT-Teilkonzerne. Im Segment Central Functions / other column sind aus dem Altgeschäft vorwiegend in Osteuropa befindliche Immobilien, die zum Verkauf stehen, enthalten.[12] Diese sind in der Gesamtbetrachtung allerdings von untergeordneter Bedeutung.

Segmentübergreifend hat DEMIRE die Immobilien in drei verschiedene Cluster aufgeteilt:[13]

[9] GB 2015, S. 6
[10] Adhoc vom 13. April 2017
[11] Anleiheprospekt, S. 21
[12] Anleiheprospekt, S. 17
[13] Anleiheprospekt, S. 23

- Core+ = 53% des bestehenden Portfolios => Immobilien mit starker Mieterstruktur, langen Restlaufzeiten der Mietverträge, stabile Renditen und sichere Cashflows.

- Value-add = 41% des Portfolios => laut Unternehmen *„undermanaged assets“* mit üblicherweise höheren Leerstandraten und im Durchschnitt kurzen Restlaufzeiten bei den Mietverträgen. Ziel ist es, diese Objekte durch gutes Management zur Core+-Objekten zu machen.

- Redevelopment = 6% des Portfolios => Diese Objekte müssen vor einer erfolgreichen Neuvermietung grundlegend renoviert oder erweitert werden

1. DEMIRE-KONZERN: TOP 20-IMMOBILIEN

Folgende Tabelle gibt einen Überblick über die zwanzig größten Objekte im Bestand, die immerhin rund 65% des Gesamtportfolios repräsentieren. Die größte Immobilie trägt mit einem Wert von 78 Mio. Euro immerhin rund 7,8% zum gesamten Portfoliowert bzw. 25% zum NAV bei. Die kleinste Immobilie in der Auflistung hat dagegen nur noch einen Anteil von 1,5% am Portfoliowert und 4,8% am NAV.

	Stadt	Segment	Asset Class	Cluster	GAV (€ m)	Anteil	TLA (tsd sqm)	GRI (€ m)	EPRA Vacancy	WALT (years)	Kommentar
1	Bonn	Core	Office	Core+	78,0	7,8%	38,4	5,60	0,0%	7,7	gehalten über Germavest Real Estate, Teil des T-6- Portfolios, Mieter: Dt. Telekom
2	Rostock	FVR	Retail	Core+	66,1	6,6%	19,3	4,20	4,1%	5,1	Breite Mieterstruktur: Marc O'Polo, Calvin Klein etc. Tourist Information Rostock u.a., Quelle Google Maps
3	Ulm	Core	Office	Core+	65,1	6,5%	47,5	4,30	2,5%	7,1	Condor-Portfolio
4	Kassel	Core	Retail	Core+	56,5	5,7%	21,5	3,70	7,5%	8,7	Kurfürsten Galerie: Breite Mieterstruktur DAK, OPNV-Kundenzentrum, Kundenzentrum der Stadtwerke, Gastronomie, Aldi, Mode & Wohnaccessoires, insgesamt 27 Mieter. Quelle www.kuerfuersten-galerie.de
5	Leipzig	Core	Logistic	Value-Add	53,8	5,4%	218,0	3,80	29,5%	1,4	
6	Freiburg	Core	Office	Redevelopment	37,0	3,7%	22,7	2,70	0,0%	3,7	gehalten über Germavest Real Estate, Teil des T-6- Portfolios, Mieter: Dt. Telekom
7	Regensburg	Core	Office	Value-Add	31,0	3,1%	29,2	2,50	0,0%	3,7	gehalten über Germavest Real Estate, Teil des T-6- Portfolios, Mieter: Dt. Telekom
8	Düsseldorf	Core	Office	Value-Add	30,4	3,0%	24,3	1,90	26,7%	4,6	Condor-Portfolio (=> BW 27,8 Mio. lt GB 2014, S. 35 passt)
9	Eschborn	Core	Office	Core+	30,3	3,0%	18,8	2,00	0,0%	7,5	Condor-Portfolio (=> Mieter Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle BAFA laut Google Maps)
10	Eisenhüttenstadt	FVR	Retail	Value-Add	28,4	2,8%	30,4	2,30	37,7%	5,7	
	TOP 10				**476,6**	**47,7%**	**470,1**	**33,00**	**11,5%**	**5,7**	
11	Leipzig	Core	Office	Value-Add	25,5	2,6%	23,2	1,60	12,8%	3,6	
12	Lutherstadt Wittenberg	FVR	Retail	Core+	21,7	2,2%	14,7	1,70	7,2%	5,7	
13	Zittau	FVR	Retail	Value-Add	18,9	1,9%	17,4	1,30	9,2%	11,8	
14	Unterschleißheim	Core	Office	Value-Add	17,8	1,8%	15,7	1,00	34,8%	2,8	
15	Flensburg	Core	Office	Value-Add	16,5	1,7%	23,8	1,70	0,0%	3,7	gehalten über Germavest Real Estate, Teil des T-6- Portfolios, Mieter: Dt. Telekom
16	Quickborn	FVR	Office	Core+	15,6	1,6%	10,6	1,20	0,0%	4,7	
17	Neumünster	FVR	Office	Value-Add	15,2	1,5%	11,8	1,00	1,4%	8,1	
18	Kempten	Core	Office	Value-Add	15,0	1,5%	16,8	1,00	1,8%	2,5	
19	Langen	FVR	Office	Value-Add	14,9	1,5%	13,7	0,90	34,3%	2,9	
20	Stahnsdorf	Core	Office	Value-Add	14,5	1,5%	17,1	1,90	0,0%	3,7	gehalten über Germavest Real Estate, Teil des T-6- Portfolios, Mieter: Dt. Telekom
	TOP 20				**652,2**	**65,3%**	**634,9**	**46,30**	**11,5%**	**5,5**	
	Total Properties				**999,5**	**100,0%**	**981,6**	**72,00**	**10,2%**	**4,9**	

Quellen:
Prospekt, S. 108
Adhoc vom 01.07.2015

Die oben grün unterlegten Objekte erscheinen aus heutiger Perspektive unproblematisch:

- Die Objekte in Bonn, Freiburg, Regensburg, Flensburg und Stahnsdorf gehören zum sogenannten T6-Portfolio. Hinzu kommt noch ein weiteres Objekt in Ansbach mit immerhin 12.632 qm, das in der obigen Liste nicht enthalten ist. Dieses T6-Portfolio wird über eine 94%ige Beteiligung an der Germavest Real Estate S.a.r.l. gehalten. Bei allen Objekten des Portfolios bestehen langfristige Verträge mit der Deutschen Telekom. Diese reichen bis in das Jahr 2021 hinein, beim Objekt in Bonn sogar bis ins Jahr 2025. Das Objekt in Bonn ist gleichzeitig das größte Einzelobjekt im DEMIRE-Portfolio.[14] Das T6-Portfolio dürfte insgesamt rund 20% des gesamten Immobilienportfolios ausmachen. Die Mietrenditen, die DEMIRE hier vereinnahmt, liegen zwischen 7,2% und 13,1%. Die

[14] Anleiheprospekt, S. 255

bilanzierten Werte erscheinen hier angesichts der langlaufenden Mietverträge mit einem sehr guten Mieter abgesichert.

- Der Rostocker Hof, das zweitgrößte Objekte, gehört zum Portfolio des Fonds BBV 14, an dem DEMIRE mittelbar über die Fair Value REIT AG beteiligt ist. Die Beteiligung der Fair Value REIT AG Am Fonds beträgt 51,01%. Der in der obigen Tabelle ausgewiesene Objektwert und die Mieterlöse entfallen somit nur hälftig auf die Fair Value REIT. Entsprechend relativiert sich auch die Bedeutung des Objekts in einer Gesamtbetrachtung.

  Es handelt sich bei dieser Immobilie um eine zentral in der Rostocker Fußgängerzone gelegene Einkaufspassage. Der Zustand des Objekts ist gut (siehe Anhang), der Innenbereich wurde gerade erst 2015 modernisiert.[15] Der Leerstand ist mit 4,1% auf einem normalen Fluktuationsniveau, der WALT liegt bei über 5 Jahren, die Mietrendite beträgt 6,4%. Auch hier erscheint der bilanzierte Wert gut abgesichert.

- Das Bürogebäude in Ulm ist ebenfalls weitgehend an die Deutsche Telekom vermietet, der Mietvertrag hat eine Restlaufzeit von 7,1 Jahren, die Mietrendite liegt bei 6,6%.

- Bei der Kurfürstengalerie in Kassel handelt es sich um eine Einzelhandelspassage. Für DEMIRE ist dies ein erfolgreiches Revitalisierungsprojekt. Die Mieterstruktur ist heute breit. Neben üblichem Einzelhandel und zugehöriger Gastronomie gehören hier u.a. auch die DAK, das ÖPNV-Kundenzentrum und das Kundenzentrum der Stadtwerke zu den Mietern. Es ist somit keine reine Einkaufsdestination, sondern ist auch Anlaufpunkt für zentrale Bürgeranliegen (was sicherlich wiederum auch für den Einzelhandel attraktiv ist). Der WALT ist mit 8,7 Jahren sehr lang, die Mietrendite liegt bei 6,5%, ein Leerstand von 7,5% bietet noch weiteres Potential.

- Das Bürogebäude in Eschborn ist an das Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle BAFA vermietet. Der WALT liegt bei 7,5 Jahren, die Mietrendite bei 6,6%.

Problematischer sieht es dagegen insbesondere bei folgenden Objekten aus:

- Logistikpark Leipzig – auf dieses Objekt wird unten nochmals im Detail eingegangen.

- Die Büroobjekte in Düsseldorf und Eisenhüttenstadt weisen mit 27% bzw. 38% ebenfalls erhebliche Leerstände auf. Angesichts von WALTs bei den bestehenden Verträgen von 4,6 und 5,7 Jahren überwiegen hier die Chancen aus einer Leerstandreduzierung die Risiken – zumal bereits die aktuellen Ist-Mieten zu Mietrenditen von 6,3% bzw. 8,1% führen. Mit Blick auf das Objekt in Eisenhüttenstadt kommt hinzu, dass dieses zum Fonds BBV 10 gehört, an dem die Fair Value REIT AG mittelbar nur mit 45,17% beteiligt ist.

- Etwas anders gelagert ist die Konstellation bei den Büroobjekten in Unterschleißheim und Langen (Beteiligung der Fair Value REIT: 45%). Hier sind die Leerstände mit jeweils rund 34% ebenfalls sehr hoch. Die Restlaufzeiten der bestehenden Mietverträge liegen allerdings nur bei 2,8 bzw. 2,9 Jahren. Gelingt es hier nicht, die Leerstände zu reduzieren, besteht das Risiko, dass die bestehenden Mieter nach Ablauf der Mietverträge die „toten“ Objekte verlassen. **Beide Objekte könnten somit ab dem Jahr 2019 problematisch werden.**

[15] https://www.nnn.de/lokales/rostock/rostocker-hof-wird-modernisiert-id10015766.html

1A. LOGISTIKPARK LEIPZIG

Eine Besonderheit im Gesamtportfolio des DEMIRE-Teilkonzerns ist der Logistikpark Leipzig, weil es das einzige Logistikobjekt ist. Der Logistikpark Leipzig hat ursprünglich als Versandzentrum von Quelle gedient. Im Jahr 2010 wurde die Nutzung infolge der Insolvenz von KarstadtQuelle eingestellt. 2011 wurde das Objekt von neuen Investoren übernommen. Die installierten Anlagen wurden demontiert, um die Flächen vermarkten zu können. Seit 2015 gehört der Parkt DEMIRE. Aktuell beträgt der Leerstand allerdings fast 30%.

Der WALT bei der vermieteten Fläche liegt bei lediglich 1,4 Jahren. Derart kurze Vertragslaufzeiten sind im Logistikbereich wohl üblich, dennoch ergibt sich hieraus natürlich ein besonderes Risiko. Dieses Risiko wird dadurch etwas relativiert, dass sich die Vermietung auf rund ein halbes Dutzend Mieter verteilt.

Größter Einzelmieter mit 60.000qm Fläche ist Momox. Momox hat die Flächen erst kürzlich angemietet, so dass es aus DEMIRE-Sicht wenig wahrscheinlich erscheint, dass es hier kurzfristig zu einer Standortveränderung für die Logistik kommt. Zweitgrößter Mieter ist aktuell DB Schenker.

Ein echtes Problem stellt allerdings das ehemalige Hochregallager von Quelle dar:

Dieses ist nach heutigen Ansprüchen offensichtlich nicht mehr vermietbar. Aus diesem Grund erwägt DEMIRE, das Lager abzureißen. Das Unternehmen plant, den hier verbauten Stahl für Recyclingzwecke zu verkaufen, und geht davon aus, dass hierdurch mögliche Abrisskosten weitgehend gedeckt werden können. Ziel ist es, möglichst aufwandsneutral eine zusätzliche Freifläche zu schaffen, die für einen neuen Mieter entwickelt werden kann.[16]

Es wurde mit DEMIRE ausführlich diskutiert, ob ein Abriss Abschreibungsbedarf auf den Buchwert des Logistikparks zu Folge haben wird. Das Unternehmen hat dies klar dementiert. Im derzeitigen Buchwert von 51,9 Mio. Euro sei das Hochregallager mangels Vermietung und Vermietbarkeit demnach mit Null angesetzt.

Eine Entwicklung der Freiflächen ist eine mittel- bis langfristige Perspektive, die für unsere Betrachtung derzeit keine Relevanz hat.

[16] DEMIRE-Präsentation vom Dezember 2017, S. 21

Abgesehen hiervon gibt es im Logistikpark Leipzig aber weitere rund 30.000 qm Fläche, die leer stehen und vermietbar sind. Bei geschätzt 2,00 Euro Miete / qm (abgeleitet aus obiger Tabelle) ergibt sich hieraus ein zusätzliches Mietpotential von 0,8 Mio. Euro.

Aktuell steht das Objekt mit 53,8 Mio. Euro bei Mieterträgen von 3,8 Mio. Euro in den Büchern. Hieraus ergibt sich eine Mietrendite von 7,1%. Dieser Wert sollte nach unten abgesichert sein, wenn es gelingt, den Leerstand zu reduzieren.

Es ist davon auszugehen, dass DEMIRE das Objekt veräußert, wenn ein Preis auf oder oberhalb des Buchwerts erzielt werden kann. Dies ist schon allein sinnvoll, um das Profil der Gesellschaft auf die Bereiche Büro und Einzelhandel zu schärfen. Zudem wäre dies mit Blick auf die Ratings sinnvoll (siehe unten).

2. FAIR VALUE REIT-PORTFOLIO

Das Portfolio der Fair Value REIT AG unterteilt sich in Objekte, die die Gesellschaft direkt hält (=> Direktinvestitionen) und Beteiligungen an Immobilienfonds. Die Details zu sämtlichen Objekten sind im Anhang zu diesem Dokument enthalten.

Das Portfolio der **Direktinvestitionen** wies zum 31. Dezember 2016 einen Vermietungsgrad von 93,3% auf.[17] Dies bedeutet, das von der potenziellen jährlichen Miete in Höhe von 5,341 Mio. € bereits 5,143 Mio. € realisiert werden. Somit lässt sich durch einen höheren Vermietungsgrad keine nennenswerte operative Verbesserung herbeiführen. Andererseits scheint auch das Risiko nach unten recht gut abgesichert zu sein. Betrachtet man bei den Objekten das Verhältnis von gesicherte Restlaufzeit der Mietverträge zu annualisierter Vertragsmiete fällt auf, dass die Objekte mit einer für das Unternehmen spürbaren Jahresmiete über ausreichend hohe Restlaufzeit der Mietverträge verfügen (=> gelb kennzeichnet im Anhang). Die Objekte, welche eine kurze Restlaufzeit der Mietverträge aufweisen, haben dagegen nur eine annualisierte Vertragsmieten von deutlich unter 100 TEUR p.a. und stellen bei möglicher Kündigung der Mietversträge ein finanziell verkraftbares Risiko für den Konzern dar (=> rot unterstrichen).

Betrachtet man das Objektportfolio der **Tochterunternehmen**, so ergibt sich auch hier ein gesundes Verhältnis zwischen der Restlaufzeit der Mietverträge und möglichem Mietausfallrisiko (=> gelb gekennzeichnet).[18] Lediglich die zwei Objekte in Dresden und Chemnitz (=> rot unterstrichen) stellen ein mögliches Risiko dar.

Update (09.01.2018): Zum Objekt in Dresden konnte Schlinkmann (Head of IR beim Mutterunternehmen DEMIRE) die Auskunft gegeben, dass zum 30. September 2017 die Restlaufzeit des Mietverträge bei 2,3 Jahren lag (31. Dez. 2016: 1,6 Jahre).

Update (11.01.2018): Herr Schlinkmann (Head of IR beim Mutterunternehmen DEMIRE) konnte bezüglich des Objekts in Chemnitz (Heinrich-Lorenz-Str. 35) die Auskunft gegeben, dass die Immobilie an das Jobcenter Chemnitz vermietet ist.[19] Die Restmietlaufzeit ist bewusst kurz gehalten, wobei der Mietvertrag regelmäßig verlängert wird.

Bei der Betrachtung der Vermietungsgrades fällt ferner auf, dass bei den Objekten Eisenhüttenstadt (Vermietungsgrad: 62,5%) und Langen (Vermietungsgrad: 64,1%) noch deutlich Optimierungspotenzial besteht (=> blau unterstrichen). Im Falle einer Vollvermietung ließe sich hier die Jahresmiete in Summe um 1,422 Mio. € (921 TEUR Eisenhüttenstadt zzgl. 501 TEUR Langen) steigern.

[17] GB 2016, S. 112, 113
[18] GB 2016, S. 114, 115
[19] https://www.jobcenter-ge.de/Jobcenter/Chemnitz/DE/UeberUns/Liegenschaften/liegenschaften_node.html

Update (09.01.2018): Nach Rücksprache mit Herrn Schlinkmann (Head of IR beim Mutterunternehmen DEMIRE) ergibt sich für beiden Objekte folgende aktuelle Situation. Das Objekt in Langen wurde zur Mitte des vergangenen Geschäftsjahres zum Teil an DEMIRE vermietet.[20] Auch soll kürzlich ein bereits bestehender Mieter zwei weitere Stockwerke angemietet haben. Jedoch ist in der Unternehmenspräsentation von DEMIRE zum 30. September 2017 immer noch eine Leerstandquote von 29,2% angegeben. Ähnliches gilt für das Objekt in Eisenhüttenstadt. Zwar hat sich hier der Vermietungsgrad gegenüber dem 31. Dezember 2016 leicht erhöht (+4,6%), jedoch weist DEMIRE in der Unternehmenspräsentation zum 30. September 2017 immer noch einen Leerstand von 32,9% für das Objekt aus. Aus aktueller Sicht sollte hier nicht kurzfristig mit einer Verbesserung der Leerstandquote gerechnet werde, da das Objekt eher „kleinteilig“[21] ist und hier „beharrlich daran gearbeitet werden muss, potenzielle Mieter vom Standort zu überzeugen“.

3. ZUSAMMENFASSUNG

Die TOP 20-Immobilien im DEMIRE-Konzern haben ohne die Fair Value Reit-Objekte einen Wert von 608 Mio. Euro. Das Fair Value REIT-Portfolio, für das im Detail Informationen vorliegen, hat einen Buchwert von 280 Mio. Euro. Damit ist es gelungen, Immobilienwerte von knapp 890 Mio. Euro im Detail nachzuvollziehen – und dies bei einem Gesamtportfoliowert von 999,5 Mio. Euro.

Problematisch könnte die Situation ab dem Jahr 2019 aufgrund der bestehenden Vermietungsstruktur insbesondere bei den Objekten in Unterschleißheim und Langen werden. Beide Objekte haben einen auf den DEMIRE-Konzern entfallenden Buchwert von insgesamt 17,8 Mio. Euro + 45,17% x 14,9 Mio. Euro = 24,5 Mio. Euro. Bei einem Portfolio (inklusive Minderheiten) von 1 Mrd. Euro ist das hieraus resultierende Risiko in der Gesamtbetrachtung überschaubar.

Darüber hinaus ist der Logistikpark Leipzig problematisch. Der Leerstand kann hier offensichtlich nur durch teilweisen Abriss und Neuentwicklung reduziert werden. Dies wird ein langwieriger Prozess sein. Sofern die Einschätzung des Unternehmens zutreffend ist, dass zumindest die bestehende Vermietung trotz kurzlaufender Mietverträge nachhaltig ist, sollte das Objekt dennoch erst einmal mit Blick auf Wert und Mieterträge stabil sein. Der Logistikparkt hat immerhin einen Buchwert von 53,8 Mio. Euro und hat damit im Gesamtportfolio einen fühlbaren Wert.

Der größte Teil des gesamten Portfolios ist dagegen sowohl hinsichtlich der Bewertung, als auch mit Blick auf die Nachhaltigkeit der Mieterträge (=> Restlaufzeit der Mietverträge, Qualität der Mieter) solide. Für den Gesamtkonzern fühlbare Risiken sind im Status Quo nicht erkennbar. Gleichzeitig besteht selektiv Potential, die Mieterträge durch Leerstandreduktion zu erhöhen.

IV. BILANZ

1. BILANZSTRUKTUR

Die Bilanz des DEMIRE-Konzerns hat sich unterjährig im Vergleich zum letzten Bilanzstichtag in ihrer Struktur nicht nennenswert verändert. Aus diesem Grund setzt die Betrachtung an dieser Stelle auf der Bilanz zum 31. Dezember 2016 auf, für die umfangreiche erläuternde Informationen im Anhang vorliegen.

[20] http://www.demire.ag/files/2017_08_30_demire-q2-2017-de_final_version2_geschuetzt.pdf, S.29
[21] http://citycenter.de/centerplan/

Die Aktivseite besteht bei einer Bilanzsumme von 1,094 Mrd. Euro zu 90% aus als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien. Weitere 5% der Bilanzsumme entfallen auf Liquidität (31 Mio. Euro) und zum Verkauf gehaltene Immobilien (24 Mio. Euro). Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen machen mit 23,6 Mio. Euro weitere 2% der Bilanzsumme aus. Hiervon entfallen nur etwa 8,5 Mio. Euro auf echte Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und noch nicht abgerechnete Mietnebenkosten (=echtes Working Capital). Der Rest entfällt weitgehend auf Forderungen aus Veräußerungsvorgängen und ähnliches (=einmalige Posten, für WC-Betrachtung irrelevant). Die weiteren Posten der Aktivseite sind unproblematisch und in der Gesamtbetrachtung von untergeordneter Bedeutung.

Die Passivseite zeigt mit 308 Mio. Euro eine Eigenkapitalquote von 28%. Die Finanzschulden lagen zum Bilanzstichtag bei 662 Mio. Euro. Nach weitreichenden Umschuldungen im laufenden Jahr ist es in diesem Posten zu fühlbaren Verschiebungen gekommen, die weiter unten im Detail beleuchtet werden. Darüber hinaus sind auf der Passivseite insbesondere Drittanteile bedeutend, die im Folgenden näher betrachtet werden.

2. MINDERHEITEN

Die Drittanteile betreffen zum einen Minderheiten in Höhe von 36,7 Mio. Euro, die im Eigenkapital ausgewiesen werden. Hierbei handelt es sich um die außenstehenden Aktionäre der Fair Value REIT AG, an der DEMIRE aktuell mit 77,7% beteiligt ist.

Daneben sind in den langfristigen Schulden Anteile von Minderheitsgesellschaftern in Höhe von 62,8 Mio. Euro verbucht. Diese Minderheiten beziehen sich wiederum auf die Fair Value REIT und hier auf Kommanditeinlagen natürlicher Personen in Immobilienfonds in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG. Die Minderheitsgesellschafter haben bei diesen Fonds das Recht zur Kündigung ihrer Beteiligung. Daher werden die Anteile am Kapital dieser Tochtergesellschaften als potentielle Abfindungsansprüche beurteilt und in der Bilanz als Verbindlichkeit erfasst.[22]

Die Minderheiten haben erhebliche Auswirkungen auf den FFO, der den DEMIRE-Aktionären zusteht. Dies wird später bei der Betrachtung der Gewinn- und Verlustrechnung deutlich. Eine naheliegende Strategie zur FFO-Steigerung besteht somit in einer Reduzierung der Minderheiten. Dies gehört insofern folgerichtig auch zum mittelfristigen Maßnahmenplan der Gesellschaft.[23]

Naheliegend ist in erster Linie, die auf die außenstehenden Aktionäre der Fair Value REIT AG entfallenden Ergebnisanteile zu erwerben. Bei einer Beteiligungshöhe von DEMIRE an der Fair Value REIT AG von 77,7% ist hier der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags sinnvoll. Hierdurch würde DEMIRE unmittelbar 100% des Fair Value REIT-Ergebnisses zugerechnet werden, ganz unabhängig von der tatsächlichen Beteiligungshöhe. Ein offene Fragestellung sind in diesem Kontext sicherlich die Folgewirkungen auf den REIT-Status von Fair Value. Ginge dieser verloren, hätte dies nach vorne gerichtet natürlich eine entsprechend höhere Steuerbelastung zur Folge. Mit Blick auf den steuerlichen Verlustvortrag von >40 Mio. Euro wäre dies aber erst mittelfristig relevant.

Darüber hinaus können die Minderheiten auf Ebene der Fair Value REIT AG bei den Beteiligungen an Immobilienfonds reduziert werden. Dies kann einerseits durch die Liquidation von Fondsportfolios und die anschließende Fondsauflösung erfolgen. Andererseits ist es möglich, auch auf dieser Ebene Minderheiten sukzessive weiter herauszukaufen. Beides wird aktuell bereits umgesetzt. Im Gegensatz zum Abschluss eines

[22] GB 2016, S. 139
[23] Präsentation vom November 2017, S. 17, 41

B&G-Vertrags mit der Fair Value REIT ist die Eliminierung der Minderheiten bei den diversen Fonds allerdings ein deutlich kleinteiliger und damit aufwendigerer Weg.

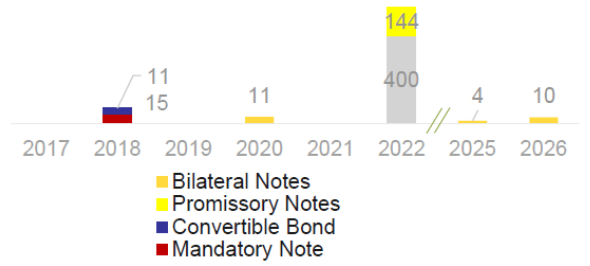
3. FINANZIERUNG

DEMIRE hat im Laufe des laufenden Jahres 2017 die Refinanzierung optimiert. Hierdurch wird sich der FFO ab dem Jahr 2018 um 9 Mio. Euro erhöhen. Aufgrund niedrigerer laufender Tilgungen wird sich der Cashflow insgesamt um 18 Mio. Euro erhöhen. Gleichzeitig sind mehr als 40% des gesamten Immobilienbestands durch die Umfinanzierung nicht mehr besichert, wodurch sich der Refinanzierungsspielraum der Gesellschaft wieder flexibel darstellt.

3.1 PLATZIERUNG EINER UNBESICHERTEN UNTERNEHMENSANLEIHE IM VOLUMEN VON 400 MIO. EURO.

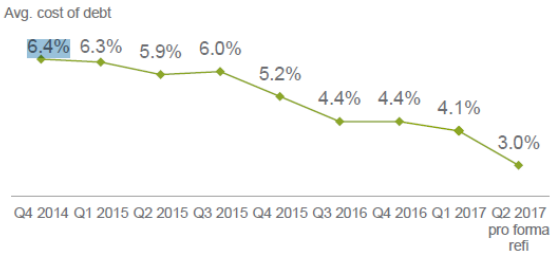
DEMIRE hat im laufenden Jahr 2017 weitreichende Maßnahmen zur Optimierung der Finanzierungsstruktur umgesetzt. Hierdurch konnte die durchschnittliche Verzinsung auf die Verschuldung von 4% zum Jahresbeginn auf nunmehr 3% reduziert werden. Gleichzeitig hat die Gesellschaft zumindest im DEMIRE-Teilkonzern (ohne Fair Value REIT) damit bis 2022 keinerlei Refinanzierungsnotwendigkeit:[24]

DEMIRE Maturity profile (30th June 2017 post refi July/September, €m)(2)



(1) IFRS values
(2) Carrying values
(3) Nominal value equal to €88.3m as of as of 30th June 2017

Successfully Reduction in Cost of Debt



Erreicht wurde dies durch die Platzierung einer unbesicherten Anleihe in Höhe von 400 Mio. Euro und der vorzeitigen Ablösung höher verzinslicher Fremdkapitalinstrumente:[25]

Financing structure pre/post Refinancing July/September

Tranche	Amount (€m)(1) 30/6/2017	Amount (€m)(1) PF Refinancing	Margin/Coupon
Cash and Cash Equivalents	(37.6)	(69.9)	
New Senior Unsecured Notes	-	400.0	2.875%
Mezzanine Loan	31.8	-	9.500%
Corporate Bond	98.0	-	7.500%
Bank Loans	152.0	24.6	1.500% - 5.000%
A/B Notes	94.3(3)	-	3.910% - 5.250%
Promissory Notes	141.7	141.7	4.000%
Total Fair Value REIT-AG Debt	130.7	130.7	2.380%
Convertible Bond	10.4	10.4	6.00%
Mandatory 2018 Notes	0.4	0.4	2.750%
Other	2.6	0.1	
Net Total Financial Liabilities	624.3	638.0	

[24] DEMIRE-Präsentation vom November 2017, S. 39
[25] DEMIRE-Präsentation vom November 2017, S. 39

Die Optimierung der Finanzierungsstruktur führt ab 2018 unmittelbar zu einem positiven FFO-Effekt von 9 Mio. Euro. Der Cashflow wird sich sogar um 18 Mio. Euro erhöhen, weil die neu geschaffene Finanzierungsstruktur mit weniger laufender Tilgung verbunden ist.[26] Der finanzielle Spielraum der Gesellschaft erhöht sich somit signifikant.

Im Juli 2017 hat DEMIRE eine geratete, unbesicherte Unternehmensanleihe im Volumen von 270 Mio. Euro platziert. Diese Anleihe wurde im September 2017 um weitere 130 Mio. Euro aufgestockt. Diese Aufstockung konnte über par bei 101,25% umgesetzt werden. Die Anleihe hat einen Kupon von 2,875%.

Die Anleihe hat ein S&P-Rating von BB+ (Ausblick: stabil) und ein Moody's-Rating von Ba2 (Ausblick: stabil). Sowohl bei S&P, als auch bei Moody's steht DEMIRE mit dem Rating damit in der Kategorie unmittelbar vor *Investment Grade*. Die Details zu den Ratings werden unten im Detail betrachtet.

Durch die Ablösung bestehender Fremdfinanzierungen beträgt der Anteil der unbesicherten Vermögensgegenstände ca. 41% des Immobilienbestands.[27] Hierdurch hat sich die Flexibilität hinsichtlich künftiger Finanzierungen deutlich erhöht.

COVENANTS

Feedback von Herrn Schlinkmann offen

INVESTMENT GRADE

Teil der Strategie DEMIRE 2.0 ist das Erreichen eines *Investment Grades* und hierdurch in der Folge weiter reduzierte Fremdkapitalkosten.[28] Hierfür muss sich sowohl bei Moody's, als auch bei S&P das Rating um jeweils eine Kategorie verbessern. Beide Ratingagenturen haben dem Unternehmen in ihren jeweiligen Rating-Reports klar vorgezeichnet, unter welchen Bedingungen ein Upgrade des Ratings zu erwarten ist:

	Moody's	S&P	DEMIRE-Maßnahmen
Faktoren, die zu einem Upgrade führen können	- Reduzierung des Leerstands im Value-Add Portfolio	- Reduzierung des Leerstands im Gesamtportfolio deutlich unter 10%	- **Reduzierung des Leerstands**
	- Erweiterung des Asset-Portfolios, sofern dies maßgeblich mit EK finanziert ist und mit rückläufiger Verschuldung einhergeht		- **Kapitalerhöhung**
	- Reduzierung des Ratios Moody's adjusted debt / gross	- Reduzierung der Verschuldungs-quote Richtung	- **Kapitalerhöhung** (oder Höher-bewertung der

[26] DEMIRE-Präsentation vom November 2017, S. 26, 27
[27] DEMIRE Adhoc 18.09.2017
[28] DEMIRE Präsentation November 2017, S. 17

	assets Richtung 50% - Fixed charge coverage (FCC)[29] nachhaltig über 2,5	50% - EBITDA interest coverage > 3	Assets) - **EBITDA erhöhen, Zinszahlungen reduzieren**
Faktoren, die zu einem Downgrade führen können	- Die Reduzierung des Moody's adjusted debt / gross assets-Ratios unter 60% gelingt nicht - Das fixed charge coverage (FCC) bleibt nachhaltig unter 2,0 - Verschlechterung des Gewerbeimmobilien-marktes oder des Finanzierungsmarktes - Verschlechterung des Portfolios / Erhöhung des Leerstands	- Verschuldungs-quote verbleibt bei 60 - EBITDA interest coverage ist Ende 2018 immer noch bei 2x - Reduzierung des Immo-Portfolios deutlich < 1 Mrd. Euro - Leerstand bleibt >10%	- **Gelingt die Schuldenreduktion und die FCC-Erhöhung nicht, ist das aktuelle Rating in Gefahr!**

Die Reduzierung der Leerstandsquote ist ein langwieriger Prozess. Zum Value-Add Portfolio, auf das Moody's hier abstellt, gehören u.a. insbesondere die Objekte mit aktuell sehr hohem Leerstand (Leipzig 29,5%, Düsseldorf 26,7%, Unterschleißheim 34,8%, Langen 34,4%), bei denen eine sprunghafte Reduzierung der Leerstandsquote unwahrscheinlich ist (=> siehe oben).

Das fixed charge coverage lag zuletzt bei 1,7 und bietet laut Moody's damit wenig Puffer, falls es bspw. durch neue Leerstände zu rückläufigen Ergebnissen kommt. Durch die Refinanzierung infolge der neuen Anleihe soll sich das FCC auf 1,8 bis 2,1 erhöhen.[30] S&P erwartet durch die Anleiherefinanzierung eine Verbesserung des EBITDA interest coverage von derzeit deutlich unter 2x auf 2x bis Mitte 2018.[31] **Sowohl bei Moody's, als auch bei S&P ist das aktuell Rating gefährdet, wenn sich FCC bzw. EBITDA interest coverage bis Ende 2018 nicht fühlbar verbessern. Hierfür ist eine fühlbare Verbesserung des EBITDA notwendig (da die Zinszahlungen bei der bestehenden Finanzierung in diesem Zeitraum nicht reduziert werden können).**

Kritisch hat Moody's im Rating-Report die hohe Beleihung der DEMIRE-Immobilien angemerkt. Dies deswegen, weil die Ratingagentur unbesichertes Vermögen als Quelle für Liquidität betrachtet.[32] In diesem Kontext ist es natürlich sehr positiv, dass infolge der Refinanzierung mittlerweile rund 41% des derzeitigen Immobilienportfolios unbelastet ist.[33]

Aus den Rating-Reports lässt sich der weitere Fahrplan für die strategische Unternehmensentwicklung insofern klar ablesen: im Jahr 2018 ist eine Kapitalerhöhung sinnvoll, um die oben skizzierten Kennzahlen entsprechend zu verbessern.

4.1 VERWÄSSERUNG DURCH WANDELANLEIHEN

[29] FCC = Moody's adjusted EBITDA / (interest expense, capitalized interest and preferred dividends), Moody's-Report, S. 4
[30] Moody's Rating-Report, S. 4
[31] S&P Rating-Report, S. 6, 3
[32] Moody's Rating-Report, S. 4
[33] DEMIRE Adhoc vom 18.09.2017

Auf der Finanzierungsseite relevant sind weiterhin insbesondere zwei ausstehende **Wandelanleihen**. Der Beitrag zum gesamten Finanzierungsvolumen ist zwar überschaubar. Allerdings werden beide Anleihen im Jahr 2018 zu einer **Verwässerung** führen. Die Zahl ausstehender DEMIRE-Aktien wird sich hierdurch stark von 52,247 Mio. auf 65,884 Mio. erhöhen.

WANDELSCHULDVERSCHREIBUNG 2013/2018

DEMIRE hat im Dezember 2013 eine Wandelanleihe mit einer Laufzeit bis zum 30. Dezember 2018 in Höhe von 11,3 Mio. Euro platziert. Der Wandlungspreis beträgt 1,00 Euro und liegt damit so niedrig, dass eine vollständige Wandlung spätestens zum Laufzeitende zu erwarten ist.

Es hat zwischenzeitlich bereits in kleinem Umfang Wandlungen gegeben. Zum 31. Dezember 2016 hat das noch ausstehende Anleihevolumen zur Wandlung in 10.637.763 neue DEMIRE-Aktien berechtigt.[34]

Die Wandelanleihe ist in der Bilanz unter den Finanzschulden ausgewiesen.

PFLICHTWANDELSCHULDVERSCHREIBUNG 2015/2018

Im Mai 2015 hat DEMIRE eine Pflichtwandelschuldverschreibung im Volumen von 15 Mio. Euro unter Ausschluss des Bezugsrechts gegen Einbringung einer Sacheinlage begeben. Ein Investor der damaligen Unternehmensanleihe 2014/2019 hat die Pflichtwandelanleihe gegen Einbringung von Teilschuldverschreibungen der Anleihe 2014/2019 gezeichnet.

Die Wandelanleihe kann seit dem 01. September 2015 zu einem Wandlungspreis von 5,00 Euro in Aktien gewandelt werden. Spätestens zum Laufzeitende der Anleihe im Mai 2018 findet die Wandlung obligatorisch statt.

Aufgrund der Pflichtwandlung ist die Anleihe im Konzernabschluss als Eigenkapitalinstrument in Höhe von 13,9 Mio. Euro direkt im Eigenkapital erfasst. In der Verschuldung ist lediglich ein Fremdkapitalanteil von 0,9 Mio. Euro verbucht.[35] Insofern wird die Wandlung dieser Anleihe nicht eigenkapitalerhöhend wirken.

[34] GB 2016, S. 123
[35] GB 2016, S. 140, 144

V. GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG / FFO-ENTWICKLUNG

Ein Blick in die Gewinn- und Verlustrechnung des DEMIRE-Konzerns zeigt für die letzten beiden Geschäftsjahre vordergründig hohe Periodenergebnisse von 28,8 Mio. Euro bzw. 27,6 Mio. Euro. Maßgeblich beigetragen haben hierzu allerdings insbesondere jeweils Ergebnisbeiträge aus Fair Value-Anpassungen von Immobilien, die mit 18,5 Mio. Euro bzw. 38,4 Mio. Euro in 2015 und 2016 zu Buche geschlagen haben. Ohne diese Ergebnisbeiträge wären die Periodenergebnisse deutlich niedriger ausgefallen:

DEMIRE-Konzern	2015	2016	1. HJ 2017
EBT	**33.012**	**39.962**	
Ertragsteuern	-4.139	-12.313	
Periodenergebnis	**28.873**	**27.649**	
davon			
Aktionäre	**28.117**	**24.670**	
Minderheiten	**756**	**2.979**	

1. DEMIRE INKLUSIVE FAIR VALUE REIT

Für den DEMIRE-Gesamtkonzern sind folgende Potentiale greifbar:

Erlöspotential durch Leerstandreduzierungen. DEMIRE wird im laufenden Jahr Mieterlöse in Höhe von 72 bis 73 Mio. Euro erzielen. Mit Blick auf die derzeitigen Leerstände besteht eine darüber hinausgehende Potentialmiete von 8 Mio. Euro. Relativiert um einen im gewerblichen Bereich üblichen Leerstand von 5% sollten bis zu 4 Mio. Euro der Potentialmiete tatsächlich durch Neuvermietungen realisierbar sein.[36]

Die großen Leerstände bestehen allerdings in Immobilien, die mit teilweise >30% durchaus problematisch sind. Eine kurzfristige und vor allen Dingen sprunghafte Reduzierung des Leerstands ist in diesen Objekten nicht zu erwarten – im Gegenteil: Das Unternehmen erwartet vielmehr, dass die zusätzliche Mieten aus Leerstandreduktion pro Jahr wohl maximal bis zu 1 Mio. Euro betragen werden. Die Realisierung der aus dem Leerstand denkbare Potentialmiete wird sich somit über rund vier Jahre ziehen.[37] Gleichzeitig wird sich durch Leerstandreduktion die Höhe der leerstandbedingt nicht weiterbelasteten Nebenkosten reduzieren. Dies dürfte pro Jahr jeweils einen zusätzlichen positiven Effekt von 0,25 Mio. Euro haben.

Verlagerung von Verwaltungsaufgaben von Drittanbietern auf DEMIRE. Einige DEMIRE-Objekte wie bspw. Teile des T6-Portfolios oder Immobilien, die von der Fair Value REIT AG über Fondsstrukturen gehalten werden, werden derzeit von externen Managern verwaltet. DEMIRE ist natürlich bestrebt, diese externen Manager abzulösen und die Leistungen durch bestehende interne Kapazitäten abzudecken.[38] Bei den Fonds ist hierfür i.d.R. die Zustimmung der Gesellschafterversammlung notwendig. Zudem ist man i.d.R. an bestimmte Mindestvertragslaufzeiten und Kündigungsfristen gebunden. Aus diesem Grund ist die Verlagerung der Tätigkeiten nicht unmittelbar möglich, sondern nur im Zeitverlauf. Unser Modell gesteht dem Unternehmen zu, dieses Potential über die nächsten vier Jahre zu 50% auszuschöpfen.

Reduzierung der Minderheiten. DEMIRE hält aktuell 77,7% an der Fair Value REIT AG. Entsprechend entfallen 22,3% des Ergebnisses auf Minderheiten. Es ist absehbar, dass beide Gesellschaften im Geschäftsjahr 2018 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abschließen werden. Es ist zu erwarten, dass die Annahmequote bei der Abfindung nicht hoch sein wird, wodurch der Vertrag initial wenig kosten wird. Im

[36] Telefonische IR-Auskunft
[37] Telefonische IR-Auskunft
[38] Anleiheprospekt, S. 112

Gegenzug wird DEMIRE aber ab dem Jahr 2018 das Ergebnis der Fair Value REIT AG vollständig zugerechnet. Bei einem Fair Value REIT-Ergebnis von knapp 7 Mio. Euro ergibt dies einen Ergebniseffekt bei DEMIRE von 1,5 Mio. Euro.

2. DEMIRE EX FAIR VALUE REIT

Im Konsolidierungskreis des DEMIRE-Konzerns ist u.a. die 77,7%ige Beteiligung an der Fair Value REIT AG enthalten. Diese Gesellschaft ist selbst börsennotiert und veröffentlicht entsprechend eigene Geschäftsberichte. Für die beiden letzten Geschäftsjahr 2015 und 2016 hat die Fair Value REIT AG dabei jeweils positive Jahresergebnisse ausgewiesen.

Folgende Darstellung zeigt nun die Gewinn- und Verlustrechnung von DEMIRE ex (!) Fair Value REIT. Dabei wurden nicht wiederkehrende Effekte wie Ergebnisse aus Immobilienverkäufen, Fair Value-Anpassungen oder weitere nicht zahlungswirksame, einmalige Posten eliminiert. Hinzu kommt, dass die Berichtsschemata von DEMIRE und Fair Value REIT nicht vollständig deckungsgleich sind. Insofern mag die Darstellung etwas unscharf sein, die ableitbaren Aussage zur Situation bei DEMIRE ex Fair Value REIT sollten aber fundiert sein:[39]

	DEMIRE ex Fair Value REIT	2015	2016	
	Nettomieten	33.320	53.829	54.000
	Erträge aus Nebenkostenumlagen	10.024	10.666	10.600
	Erträge aus Vermietung	**43.344**	**64.495**	**64.600**
1.	Betriebl. Aufwendungen zur Erzielung von Mieterträgen (=Mietnebenkosten)	-19.664	-22.019	-22.000
	Ergebnis aus Vermietung	**23.680**	**42.476**	**42.600**
2.	Allgemeine Verwaltungsaufwendungen	-11.332	-11.343	-9.000
3.	Sonstige betriebliche Erträge	2.572	4.953	3.000
4.	Sonstige betriebliche Aufwendungen	-5.265	-7.159	-5.000
	EBIT*	**9.655**	**28.927**	**31.600**
5.	Finanzergebnis (ohne Ergebnisanteile von Minderheitsgesellschaftern)	-25.728	-34.606	-19.000
	EBT*	**-16.073**	**-5.679**	**12.600**
6.	Ertragsteuern	-4.139	-12.303	-3.528
	Jahresüberschuss*	**-20.212**	**-17.982**	**9.072**

* ohne Ergebnis aus der Veräußerung von Immobilien & Immobiliengesellschaften, ohne Fair Value-Effekte oder andere, nicht zahlungswirksame Effekte

Akquisitionsbedingt konnte DEMIRE die Nettomieten vom Jahr 2015 auf das Jahr 2016 kräftig steigern. Es ist dabei aber zu erkennen, dass DEMIRE ohne Fair Value REIT in den beiden Geschäftsjahren aus der reinen Immobilienbewirtschaftung keine positiven Ergebnisse hat erzielen können. Bei der aggressiv betriebenen Akquisitionsstrategie blieb offensichtlich die Schaffung effizienter Struktur auf der Strecke. Mit Blick auf die Zahlen ist es wenig überraschend, dass es zu einem vollständigen Austausch der Führungsmannschaft gekommen ist. Gleichzeitig bieten die teilweise leichtfertigen Versäumnisse der Vergangenheit entsprechende Anknüpfungspunkte für Verbesserungspotential, das teilweise bereits realisiert wurde:

[39] Komplette Überleitungsrechnung => siehe Bewertungssheet, Reiter „GuV“

Zu 1. Betriebliche Aufwendungen zur Erzielung von Mieterträgen. Dieser Posten beinhaltet zum einen umlagefähige Aufwendungen, denen spiegelbildlich die Erträge aus Nebenkostenumlagen gegenüberstehen. Ein Teil dieser Aufwendungen konnte in beiden Geschäftsjahren in Höhe von rund 2,2 Mio. Euro allerdings leerstandbedingt faktisch nicht umgelegt werden. Gelingt es – wie geplant – den Leerstand über die kommenden vier Jahr zu halbieren, dürften sich auch die leerstandbedingt nicht weiter belasteten Aufwendungen entsprechend reduzieren (siehe oben). Hier ergibt sich ein Einsparpotential, das wir mit jeweils 0,25 Mio. Euro über die nächsten vier Jahre in der Planung berücksichtigen.

Zum anderen enthält der Posten betriebliche Aufwendungen zur Erzielung von Mieterträgen nicht umlagefähige Aufwendungen. Diese lagen im Jahr 2016 immerhin bei 13,9 Mio. Euro. Ein kleinerer Teil entfällt hiervon auf personalbezogene Aufwendungen für das interne Property Management (ca. 2 Mio. Euro). Der größte Einzelposten mit rund 4 Mio. Euro (DEMIRE-Gesamtkonzern 7 Mio. Euro) im Geschäftsjahr 2016 waren jedoch Aufwendungen zum Abschluss neuer Mietverträge. Hierbei handelt es sich um Instandhaltungs- / Modernisierung- / Einbaumaßnahmen, die für den Abschluss neuer Mietverträge Voraussetzung sind. Dieser Posten hat natürlich eine gewisse Variabilität, die sich natürlich voll auf das jeweilige Jahresergebnis durchschlägt. Das neue Management scheint anzustreben, diese Beträge künftig – soweit möglich – zu aktivieren.

Zu 2. Allgemeine Verwaltungsaufwendungen. Die hohen Verwaltungsaufwendungen wurden u.a. als Grund für das drastische Verfehlen der 2016er Guidance angegeben. Und in der Tat ist dieser Posten unverhältnismäßig hoch. In 2016 sind dabei zumindest in dieser Größenordnung einmalig Rechts- und Beratungskosten zu Buche geschlagen. Diese lagen (ex Fair Value REIT) bei rund 3,5 Mio. Euro und „resultieren überwiegend aus einmaligen Aufwendungen im Zusammenhang mit Kapitalmarktmaßnahmen".[40] In einem normalen Jahr sollte die Gesellschaft mit deutlich weniger Beratungsaufwand auskommen. Wir unterstellen hier in einem Normaljahr ein Einsparpotential von 1,5 bis 2 Mio. Euro.

Weiterer Maßgeblicher Posten innerhalb der allgemeinen Verwaltungsaufwendungen sind Personalkosten. Hier sind im Geschäftsjahr 2016 Aufwendungen für aktienbasierte Vergütungsbestandteile in Höhe von 0,6 Mio. Euro enthalten.[41] Derartige Posten sollten künftig nur bei positiver Aktienkursentwicklung zum Tragen kommen.

Zu 3. Sonstige betriebliche Erträge. Im Jahr 2016 sind diese Erträge durch periodenfremde Erträge – u.a. nachträgliche Entschädigungen für Nutzung von Gehwegen und Parkplätzen in Ulm – nach oben verzerrt. Dieser nicht nachhaltige Effekt wird geschätzt rund 2,5 Mio. Euro ausgemacht haben.

Zu 4. Sonstige betriebliche Aufwendungen. In diesem Posten sind im Jahr 2016 periodenfremde Aufwendungen aus Betriebskostenabrechnungen der Vorjahre in Höhe von 1,9 Mio. Euro enthalten. Diese Belastung sollte einmalig sein.

Zu 5. Finanzergebnis. DEMIRE hat im Sommer 2017 eine neu unbesicherte Unternehmensanleihe platziert und hiermit alte Verbindlichkeiten abgelöst. Die Gesellschaft hat dadurch den durchschnittlichen Refinanzierungszinssatz von 4,4% zum Jahresende 2016 auf 3% reduziert.[42] Hierdurch sollte sich das Zinsergebnis im Jahr 2018 um mindestens 9 Mio. Euro verbessern.

Zu 6. Ertragsteuern. Die oben ausgewiesenen Ertragsteuern sind durch latente Steuern verzerrt, die insbesondere durch Fair Value-Anpassungen entstanden sind. Allein die laufenden, cashwirksamen Ertragsteuern betrugen im Jahr 2016 allerdings 2,8 Mio. Euro.[43] Da Fair Value als REIT ertragssteuerbefreit ist,

[40] GB 2016, S. 119
[41] GB 2016, S. 119
[42] Präsentation zum Q3 2017, S. 12
[43] GB 2016, S. 121

entfallen diese Steuern vollständig auf DEMIRE ex Fair Value REIT. Hier wird offensichtlich, warum auch eine unerwartet hohe Steuerquote ein Grund für das Verfehlen der 2016er Guidance gewesen ist: Das Unternehmen hat Steuern bezahlt, obwohl eigentlich kein Geld verdient wurde. Grund hierfür waren insbesondere fehlende Unternehmensverträge zwischen operativ positiven bestandshaltenden Tochtergesellschaften und der Holding, die rote Zahlen geschrieben hat. Im November 2017 hat die Gesellschaft diese offene Flanke behoben, indem entsprechende Verträge mit diversen Tochtergesellschaften abgeschlossen worden sind. Der positive Steuereffekt lässt sich nur schwer quantifizieren. Auch das Unternehmen ist hier mit konkreten Angaben zurückhalten, spricht aber von einer „siebenstelligen Zahl".

Angesichts von Verlustvorträgen von >40 Mio. Euro sollte der Gewinn über die nächsten Jahre in einer dann steuerlich optimierten Struktur weitgehend steuerfrei sein. Da heute schwer greifbar ist, ob und wann tatsächlich eine 100%ig steueroptimierte Struktur erreicht werden kann, rechnen wir im Modell durchgehend mit einer Steuerquote von 30% und setzen den Verlustvortrag als Sonderwert an. Aus Vorsichtsgründen fließt dieser mit lediglich 75% in den Wert ein.

3. FAIR VALUE REIT AG

Auch auf Ebene der Fair Value REIT AG wird der Ergebnisausweis regelmäßig durch Fair Value-Anpassungen und Erlöse aus der Veräußerung von Immobilien verzerrt. Diese Effekte werden – wie bei der obigen DEMIRE-Betrachtung ex Fair Value REIT – an dieser Stelle ausgeblendet. Zusätzlich werden im unten ausgewiesenen (von uns) bereinigten EBIT Erträge und Aufwendungen aus dem Jahr 2015 bereinigt, die offensichtlich nicht wiederkehrend sind (siehe Erläuterungen in den blauen Kästen). Unter dem Strich ergibt sich ein EBIT-Rückgang in Höhe von 1,7 Mio. Euro. Dieser Rückgang ergibt sich durch rückläufige Nettomieterträge in eben dieser Höhe, die sich vollständig durch die Gewinn- und Verlustrechnung bis zum EBIT durchziehen:

Fair Value REIT	2015	2016
Mieterträge	24.291	22.542
Erträge aus Betriebs- & Nebenkosten	5.556	5.080
Erbbauzinsen	-9	-6
Betriebs- und Nebenkosten	-7.920	-8.079
Sonstige immo-spezifische Aufwendungen	-4.192	-3.449
Nettomieterträge	**17.726**	**16.088**
Allgemeine Verwaltungskosten	**-5.230**	**-3.162**
Sonstige betriebliche Erträge	4.246	597
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1.639	-208
Erlöse aus Veräußerung von Immobilien	*17.022*	*19.780*
Aufwand i.Z.m. Veräußerung von Immobilien	*-17.051*	*-19.328*
Ergebnis aus Veräußerung von Immobilien	*-29*	*452*
Bewertungsgewinne aus Immobilien	*9.655*	*4.293*
Bewertungsverluste aus Immobilien	*-12.447*	*-2.540*
Bewertungsergebnis	*-2.792*	*1.753*
EBIT	*12.282*	*15.520*
EBIT (bereinigt)	**15.003**	**13.315**

1,9 Mio. Euro für Rechts- & Beratungskosten enthalten, FVR GB 2016, S. 77

1,3 Mio. Euro Ertrag aus Auflösung von Verbindlichk. 2,3 Mio. Euro Ertrag aus günstigem Unternehmenserwerb BBV 08

1,0 Mio. Euro Zufürung für Einzelwertberichtigungen 0,6 Mio. Euro Ausbuchung von Forderungen

Die rückläufigen Mieterträge ergeben sich zum einen aus dem Verkauf von Immobilien. So wurden Ende 2015 Immobilien als zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte ausgewiesen, die im Geschäftsjahr 2015 Mieterträge in Höhe von 1,1 Mio. Euro erzielt haben.[44] Zum anderen resultiert der Rückgang aus „vorübergehenden Leerständen“.[45] Rückläufige Mieterträge wurden insbesondere für die Tochtergesellschaften IC13 (-0,9 Mio. Euro), IC15 (-0,4 Mio. Euro) und BBV10 (-1,3 Mio. Euro) verbucht.[46] Details hierzu werden unten bei der Betrachtung der Segmente erläutert.

Die Segmentberichterstattung gliedert sich in den Direktbesitz (FV AG) und in die einzelnen Fonds.

Die **FV AG** weist im laufenden Geschäftsjahr eine recht stabile Entwicklung auf, wobei signifikante Ertragssprünge aufgrund des bereits sehr guten Vermietungsgrades (vgl. Ausführungen zum Immobilienportfolio) hier nicht zu erwarten sind. Somit wird für das GJ 2017 mit einem Nettovermietungsergebnis von 3,915 Mio. € (Vorjahr: 4,093) gerechnet.

Bei der Entwicklung der Fonds ergibt sich ein differenzierteres Bild. Die Reduzierung der Minderheitenanteile an den Fonds (und anschließende Liquidation nach der Veräußerung der Immobilien) gehört zur erklärten Strategie des Unternehmens.[47] Werden Objekte hier deutlich über dem in der Bilanz ausgewiesenen Wert veräußert, ist eine Mehrwertgenerierung für die Aktionäre (auch ad-hoc) möglich. An dieser Stelle muss erwähnt werden, dass je nach Fonds bei Transkationen im Rahmen der Objektveräußerung auf eine qualifizierte 66%- oder 75%-Mehrheit abgestellt wird. Des Weiteren zeigt die historische Entwicklung der Fonds, dass Zuflüsse aus Objektverkäufen in erster Linie zur Rückzahlung der Finanzverbindlichkeiten genutzt werden. Somit gilt: Je höher die Beteiligungsquote an einer Fonds und je kleiner die Finanzverbindlichkeiten eines Fonds, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit einer möglichen Wertgenerierung aus Objektveräußerung und anschließender Liquidation des Fonds.

Ein Paradebeispiel ist der **IC 07**[48]. So konnte hier im September 2017, das letzte im Fonds befindliche Objekt deutlich über dem Buchwert von 9,240 Mio. € für 11,789 Mio. € veräußert werden. Die Finanzverbindlichkeiten sind gleich Null und die Beteiligungsquote liegt bei 78,16%.[49] Jedoch sollte hier erwähnt werden, dass mit dem Zahlungsmittelzufluss (11,789 Mio. € * 78,16% = 9,214 Mio. €) erst nach der Liquidation des Fonds (ca. 12 Monate) gerechnet werden sollte.

Ein weiterer für Transaktionen interessanter Fonds ist der **IC 12**[50]. Der Fonds beinhaltet nur ein Objekt, dessen Buchwert (7,540 Mio. €) deutlich über den Finanzverbindlichkeiten (1,781 Mio. €) liegt. Jedoch liegt die Beteiligungsquote bei nur 53,95% und da das Objekt (anscheinend) schon seit Fondsauflage, dass einzige im Fonds befindliche Objekt darstellt, kann aus der Historie nicht abgeleitet werden, ob hier die restlichen Gesellschafter bei einem guten Preis dem Verkauf zustimmen würden. Das Nettovermietungsergebnis war in den vergangen zwei Geschäftsjahren stabil (ca.440 TEUR p.a.) und wird für das laufende Geschäftsjahr mit 464 TEUR geplant.

[44] FVR GB 2016, S. 76
[45] FVR GB 2016, S. 24
[46] FVR GB 2016, S. 86 bis 90
[47] GB 2016, S. 16
[48] https://www.ic-group.de/anlegerinformation/immobilien-fonds-deutschland/ic-fonds-deutschland/ic-fonds-co-bueropark-teltow-kg/
[49] http://www.fvreit.de/news-medien/corporate-news/news-2017/corporate-news-2017/fair-value-reit-ag-veraeussert-aus-ihrer-fondsbeteiligung-eine-bueroimmobilie-mit-deutlichem-gewinn.html
[50] https://www.ic-group.de/anlegerinformation/immobilien-fonds-deutschland/ic-fonds-deutschland/ic-fonds-co-schmidtbank-passage-kg/

Der Ergebnisbeitrag (e2017: -24) des **IC 13**[51] ist nicht weiter erwähnenswert, da hier 2015 alle drei Objekte des Fonds in den Direktbesitz übernommen wurden; Finanzverbindlichkeiten sind ebenfalls keine vorhanden.

Der **IC 15**[52] ist einer der größeren Fonds an dem die Gesellschaft beteiligt ist (ca. 48,17%). Das Immobilienvermögen liegt bei 26,220 Mio. €, während die Finanzverbindlichkeiten ca. 7 Mio. € betragen. Aufgrund der niedrigen Beteiligungsquote und der Historie ist der Fonds im Hinblick auf wertgenierende Objektveräußerungen aus aktueller Sicht schwer einzuschätzen. Dies liegt daran, dass die letzte (wirkliche) Objektveräußerung im August 2008 stattgefunden hat. Im Jahr 2015 konnte man jedoch ein Objekt (inklusiver Finanzverbindlichkeiten) in den Direktbesitz übernehmen.[53] Somit verbleiben im Fonds aktuell 3 Objekte, darunter auch das Objekt in Chemnitz (Heinrich-Lorenz-Str. 35), vgl. Ausführungen zum Immobilienportfolio. Aufgrund leicht höherer Mieterträge, niedrigerer Betriebs und Nebenkosten sowie niedrigerer immobilienspezifischer Aufwendungen wird für 2017 ein deutlich höheres Nettovermietungsergebnis (1,897 Mio. €) gegenüber dem Vorjahr (1,009 Mio. €) geplant.

Der **BBV 02**[54] spielt bei der Betrachtung der Segmente keine Rolle, da das letzte Objekt in 2013/14 veräußert wurde.[55] Insgesamt weist der Fonds noch Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 1,081 Mio. € auf, vgl. Ausführungen zu **sonstigen kurzfristigen Forderungen und Vermögenswerten.** Das Nettovermietungsergebnis wird folglich mit Null angesetzt.

Der **BBV 06**[56] ist ebenfalls bezüglich des Nettovermietungsergebnisses (e2017: -4 TEUR) vernachlässigbar. Hier wurden in 2016 zwei Objekte in den Direktbesitz übernommen.[57] Das letzte in im Fonds verbleibende Objekt wurde anschließen im Dezember 2016 veräußert.[58] Mit dem Zufluss der zustehenden Zahlungsmittel (1,502 Mio. € * 62,23% = 935 TEUR) sollte per Ende 2017 oder Anfang 2018 gerechnet werden.

Ein weiterer größerer Fond ist der **BBV 08**.[59] Das Immobilienvermögen verteilt sich auf zwei Objekte und liegt bei 30,5 Mio. €. Die liquiden Mittel betragen zum 30. September 2017 etwa 1,5 Mio. €. Dem gegenüber stehen Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 7,950 Mio. €. Die Historie zeigt, dass Objektveräußerungen durchaus möglich sind. Ferner wurde 2015 eine Mehrheitsbeteiligung eingegangen, sodass die Beteiligungsquote nun bei 58,22% liegt.[60] Gerade aufgrund des stark gesunkener immobilienspezifischer Aufwendungen sowie höherer Erträge aus Betriebs- und Nebenkosten wird für das laufende Geschäftsjahr mit einem deutlich besseren Nettovermietungsergebnis (e2017: 1,923 Mio. €) gerechnet. Dier entspricht einem Plus von 345 TEUR gegenüber dem Vorjahr (1,578 Mio. €).

Bezogen auf das Immobilienvermögen von 83,074 Mio. € ist der **BBV 10**[61] der größte Fond im Beteiligungsportfolio der Gesellschaft. Hinzu kommen 1,219 Mio. € an liquiden Mitteln sowie

---

[51] https://www.ic-group.de/anlegerinformation/immobilien-fonds-deutschland/ic-fonds-deutschland/ic-fonds-co-gewerbeportfolio-deutschland-13-kg/
[52] https://www.ic-group.de/anlegerinformation/immobilien-fonds-deutschland/ic-fonds-deutschland/ic-fonds-co-gewerbeobjekte-deutschland-15-kg/
[53] GB 2015, S. 124
[54] https://www.ic-group.de/anlegerinformation/immobilien-fonds-deutschland/bbv-fonds-deutschland/gbr-bbv-immobilien-fonds-erlangen/
[55] GB 2013, S.31
[56] https://www.ic-group.de/anlegerinformation/immobilien-fonds-deutschland/bbv-fonds-deutschland/bbv-immobilien-fonds-nr-6-gmbh-co-kg/
[57] GB 2016, S. 14
[58] GB 2016, S. 66
[59] https://www.ic-group.de/anlegerinformation/immobilien-fonds-deutschland/bbv-fonds-deutschland/bbv-immobilien-fonds-nr-8-gmbh-co-kg/
[60] GB 2015, S. 59
[61] https://www.ic-group.de/anlegerinformation/immobilien-fonds-deutschland/bbv-fonds-deutschland/bbv-immobilien-fonds-nr-10-gmbh-co-kg/

Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 55.249 Mio. €. Obwohl Objektveräußerungen in der Vergangenheit möglich waren, scheint eine Liquidation des Fonds in naher Zukunft unwahrscheinlich zu sein. Dies liegt daran, dass die Beteiligungsquote von 45,95% zu niedrig ist und sich insgesamt noch 7 Objekte im Fonds befinden. Zu den Objekten gehören auch die angesprochenen Immobilien in Eisenhüttenstadt und Langen. Für das laufende Geschäftsjahr 2017 wird mit einem gegenüber dem Vorjahr höheren Nettovermietungsergebnis in Höhe von 4,309 Mio. € gerechnet (2016: 3,789 Mio. €), was überwiegend auf höhere Mieterträge zurückzuführen ist.

Der wohl wertvollste Fonds ist der **BBV 14**[62]. Das Immobilienvermögen liegt bei 74,6 Mio. € und verteilt sich auf 2 Objekte. Das kleinere Objekt ist die im Abschnitt zum Immobilienportfolio erwähnte Immobilien in Dresden (Nossener Brücke 8-12). Das zweite und wertvollste Objekt ist das Einkaufszentrum und Hotel in Rostock (Kröperliner Str. 26-28). Der Marktwert wird mit 64,9 Mio. € beziffert.[63] Zwar liegt das Immobilienvermögen deutlich über den Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 30.742 Mio. €, jedoch scheint eine Objekteveräußerung aus diesem Fonds eher unwahrscheinlich, da der letzte und bisher einzige Objektverkauf aus dem Jahr 2013 datiert. Zudem beträgt die Beteiligungsquote lediglich 51,01%. Die Mieterträge sind seit 2014 stabil, sodass auch das Nettovermietungsergebnis mit 3,907 Mio. € ungefähr auf Höhe des Vorjahres geplant wird.

Ausgehend von der Segmentplanung wurde für das Jahr 2017 ein Konzernüberschuss nach Minderheiten von ca. 9,9 Mio. € errechnet. Die entspricht einem EPRA-Ergebnis (FFO) von ca. 6,5 Mio. €. Damit wurde die Prognose des Unternehmens für das laufende Geschäftsjahr nachvollzogen.[64]

Die Überleitung vom EBIT zum Jahresüberschuss ist bei der Fair Value REIT AG durch eine Besonderheit erschwert. So wird ein Teil des Immobilienportfolios über Beteiligungen an Immobilienfonds gehalten, bei denen es außenstehende Investoren gibt. Die Fair Value REIT AG beherrscht diese Fonds zwar durch eine Mehrheit in der Gesellschafterversammlung. Die Ergebnisse aus diesen üblicherweise GmbH & Co. KG-Strukturen sind der Gesellschaft aber entsprechend nicht vollständig zuzurechnen (=> siehe Ausführungen zu Minderheiten im Abschnitt Bilanz).

Da die Minderheiten auch an Ergebnisbeiträgen aus Veräußerungen oder Fair Value-Anpassungen partizipieren, ist eine um diese Effekte bereinigte Überleitung des EBIT zum Ergebnis nach Minderheiten faktisch ausgeschlossen.

Im Geschäftsjahr 2016 haben die Minderheiten mit 5,2 Mio. Euro immerhin ein Drittel vom unbereinigten EBIT ausgemacht. Ein strategisches Ziel von DEMIRE für den Gesamtkonzern ist es, den Anteil der Minderheiten zu reduzieren. Auf Ebene der Fair Value REIT AG funktioniert dies a) durch Aufkaufen von Minderheitsanteilen der jeweiligen Fonds oder b) Liquidation der Fonds. Beide Maßnahmen lassen sich im Zeitverlauf in kleinen Schritten umsetzen.

[62] https://www.ic-group.de/anlegerinformation/immobilien-fonds-deutschland/bbv-fonds-deutschland/bbv-immobilien-fonds-nr-14-gmbh-co-kg/
[63] GB 2014, S. 114
[64] 9M 2017, S. 2

4. ERGEBNISEFFEKTE 2018

Für das Jahr 2018 sind insofern folgende Ergebnis- und FFO-Effekte (=> Einmalposten wurden hier im Jahr 2016 ohnehin bereinigt, insofern dürfen diese an dieser Stelle nicht nochmals hinzugerechnet werden) gegenüber dem Jahr 2016 greifbar:

	Ergebnis-wirksam	FFO-wirksam	Kommentar
Erträge aus Vermietung	+1.000	+1.000	
Betriebliche Aufwendungen zur Erzielung von Mieterträgen	+250	+250	Wichtige Prämisse: Aufwand zur Reduzierung des Leerstands bleib halbwegs stabil
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen	+2.000		Steigt einmalig um ca. 2 Mio. Euro, sofern es zu einer Kapitalmaßnahme kommt
Sonstige betriebliche Erträge	-2.500		
Sonstige betriebliche Aufwendungen	+1.900		
Finanzergebnis	+9.000	+9.000	
Effekt vor Steuern	11.650	10.250	
Steuern auf Effekt vor Steuern (30%)	-3.495	-3.075	
Steuerersparnis durch Gruppen-optimierung (geschätzt)	+2.500	+2.500	
Reduktion der Minderheiten bei FVR-Beteiligung	+1.500	+1.500	Nach Rücksprache mit dem Unternehmen steuerneutral durch Verlustvorträge, auch wenn REIT-Status verloren geht
Gesamteffekt	**12.155**	**11.175**	

Durch die skizzierten Effekte besteht für das Jahr 2018 somit das greifbare Potential, dass sich das DEMIRE-Ergebnis um 12,1 Mio. Euro bzw. der FFO um 11,2 Mio. Euro verbessern – dies ceteris paribus, was insbesondere unterstellt, dass die Aufwendungen zur Reduzierung des Leerstands halbwegs stabil bleiben.

5. ZUSÄTZLICHE ERGEBNISPOTENTIALE 2019FF

Zusätzlich zu den bereits gut greifbaren Effekten, die im Jahr 2018 wirksam werden, bestehen Ansatzpunkte für eine weitere Ergebnis- und FFO-Verbesserung:

Weitere Reduktion des Leerstands. Wie oben ausgeführt, besteht aus diesem Effekt das Potential, die Mieteinahmen pro Jahr um 1 Mio. Euro und die abgerechneten Nebenkosten um 0,25 Mio. Euro über die Jahre 2018 bis 2021 zu erhöhen.

Die aktuelle operative Struktur zu ist zu groß. Insbesondere die personellen Ressourcen haben bei DEMIRE einen Umfang, der durch das derzeitige Portfolio nicht gerechtfertigt wird. Der neue Vorstand überprüft vor diesem Hintergrund genau, welche Aufgaben intern verbleiben müssen und was ggf. günstiger / effizienter von externen Dienstleistern erledigt werden könnte.

In diesem Kontext steht auch das erklärte Ziel, das Immobilienportfolio von derzeit 1 Mrd. Euro auf 2 Mrd. Euro vergrößern zu wollen. Dies wird allerdings nicht ohne eine Erhöhung der Eigenkapitalbasis möglich sein. Ohne Kenntnis der Konditionen einer Kapitalerhöhung und von Details möglicher Immobilienakquisition lässt sich dies aktuell nicht modellieren. Erklärtes Ziel ist es aber, durch Wachstum und entsprechende Kostendegressionseffekte einen positiven FFO-Effekt pro Aktie zu erreichen.

(Gelingt dies nicht, müsste entsprechend Einsparpotential durch Anpassung der Strukturen an das bestehende Portfolio bestehen. Dieses dürfte geschätzt bei 1 Mio. Euro liegen – womit DEMIRE immer noch eine schwächere Margenpositionierung hätte als der Wettbewerb.)

Die aktuelle Struktur ist zu ineffizient. Dies insbesondere mit Blick auf die diversen Konzerngesellschaften. Zum Ausdruck kommt dies auch in einer Steuerquote, die überproportional hoch ist – und dies bei bestehenden Verlustvorträgen von >40 Mio. Euro.[65] In einer steuerlich effizienten Struktur dürften für die nächsten Jahre keine Ertragsteuern anfallen. Da heute schwer greifbar ist, ob und wann tatsächlich eine 100%ig steueroptimierte Struktur erreicht werden kann, rechnen wir im Modell durchgehend mit einer Steuerquote von 30% und setzen den Verlustvortrag als Sonderwert an. Aus Vorsichtsgründen fließt dieser mit lediglich 75% in den Wert ein.

Insourcing von Management-Leistungen. DEMIRE zeigt im sonstigen betrieblichen Aufwand Fondsverwaltungskosten in Höhe von 0,5 Mio. Durch die Verlagerung des Managements von externen Managern auf Inhouse-Kapazitäten sollte sich der Fondsverwaltungsaufwand im Zeitverlauf (!) sukzessive reduzieren. Unser Modell gesteht dem Unternehmen zu, dieses Potential über die nächsten vier Jahre zu 50% auszuschöpfen.

Reduzierung von Minderheiten. DEMIRE wird im Jahr 2018 eine Lösung für die Minderheiten finden, die heute noch an der Fair Value REIT AG beteiligt sind. Darüber hinaus bestehen noch weitreichende Minderheiten bei Fonds, an denen die Fair Value REIT AG beteiligt ist. Auch hier plant die Gesellschaft, die Minderheiten zu reduzieren. Dies kann erfolgen durch a) Aufkauf von Minderheitenanteilen, b) Übernahme von Objekten aus Fonds in den Direktbestand (was bereits teilweise geschehen ist) und c) Liquidation von Fonds.

Die Fair Value REIT hat 2016 ein EBT in Höhe von 12,1 Mio. Euro erzielt. Hiervon sind immerhin 5,2 Mio. Euro auf Minderheitsgesellschafter entfallen. Diese Minderheiten sind aktuell mit 61,7 Mio. Euro als Verbindlichkeit verbucht. Hier wird deutlich, dass eine Reduktion der Minderheiten auf dieser Basis wertgenerierend ist – insbesondere dann, wenn ein Kauf von Minderheitsanteilen zumindest teilweise auch über Fremdkapital finanziert wird. Größte Herausforderung ist an dieser Stelle, dass die Fair Value REIT auf die Mitwirkung der Minderheitsgesellschafter angewiesen ist. Vor allen Dingen bei Vorzeigeobjekten wie dem Rostocker Hof wird es vermutlich auf absehbare Zeit schwierig, sich mit Minderheiten auf eine wie oben skizzierte Transaktion zu einigen. Unterstellt, dass die Fair Value REIT über die kommenden Jahre in der Lage ist, die Minderheiten bei den Fondsbeteiligung um ein Drittel zu reduzieren, ergäbe sich hieraus ein zusätzlicher FFO-Beitrag von rund 1,5 Mio. Euro.

Erwerb neuer Objekte. Ein deutlicher Ausbau des Immobilienportfolios kann an dieser Stelle nicht modelliert werden, nicht zuletzt aufgrund der Unsicherheit bezüglich einer Verwässerung durch eine etwaige Kapitalerhöhung. Aber auch ohne Kapitalerhöhung hat DEMIRE für Neuakquisitionen derzeit einen Spielraum von geschätzt 50 Mio. Euro.

Die Reduktion von Minderheiten und der Erwerb neuer Objekte stehen bei einem derzeitigen finanziellen Spielraum von 50 Mio. Euro natürlich im Wettbewerb. Unabhängig von der letztlichen Mittelverwendung sollte der Einsatz von 50 Mio. Euro bei geschätzt 50%igem FK-Anteil aber zu einem FFO-Beitrag von rund 1,5 Mio. Euro führen.

Portfolio-Optimierungen. Wie das Beispiel Logistikpark Leipzig zeigt, besteht die Möglichkeit, das Vermietungspotential und damit die Objektwerte durch Einzelmaßnahmen zu erhöhen. So ist aus heutiger Sicht kaum damit zu rechnen, dass der Logistikparkt dauerhaft im Bestand verbleibt. Positive Effekte aus derartigen Optimierungen bleiben in unserer Modellierung unberücksichtigt.

[65] GB 2016, S. 138

Die skizzierten Effekte lassen sich wie folgt zusammenfassen:

	2019	2020	2021
Erhöhung der Mieterlöse	1.000	1.000	1.000
Erhöhung der abgerechneten Nebenkosten	250	250	250
Insourcing-Effekt	50	50	100
Beitrag von Minderheiten / neuen Objekten	750	350	350
Summe	2.050	1.650	1.650
Ertragsteuern (30%)	-615	-495	-495
Effekt nach Steuern	**1.435**	**1.155**	**1.155**
Kumulierter FFO-Beitrag	**1.435**	**2.590**	**3.745**

VI. BEWERTUNG

Die folgende Übersicht leitet auf Basis der oben skizzierten Prämissen die Bewertung ab:

WACC	8%
Wachstumsabschlag	2%

	2018	2019	2020	2021	ewige Rente
FFO	14.000 €	15.435 €	16.590 €	17.745 €	18.000 €
Barwert	12.963 €	13.233 €	13.170 €	13.043 €	204.175 €
Aktien*	52.247	65.884	65.884	65.884	65.884
Barwert / Aktie	0,25 €	0,20 €	0,20 €	0,20 €	3,10 €
Verlustvortrag / Aktie**	0,46 €				
Summe	4,40 €				
Upside	**15,8%**				

* Erhöhte Aktienzahl durch Wandlung der beiden Anleihen berücksichtigt. Absehbare Kapitalmaßnahmen 2018 unberücksichtigt

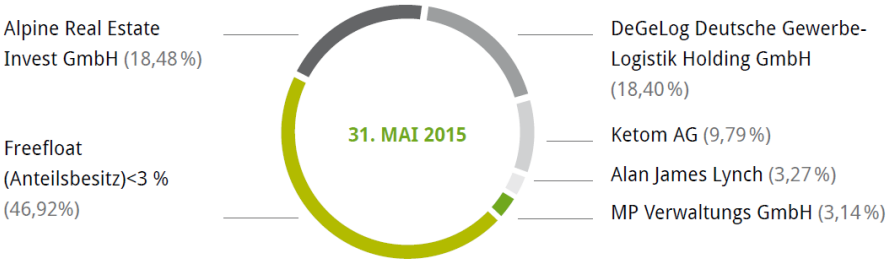
** Nur 75% des Verlustvortrags berücksichtigt, bezogen auf die voll verwässerte Aktienzahl von 65 Mio.

Der verwässerte EPRA-NAV wird durch die Gesellschaft mit 4,72 Euro angegeben (unverwässert: 5,69 Euro).[66] Auch wenn eine NAV-Betrachtung für unsere Bewertungszwecke nicht ausschlaggebend ist, ist unser Bewertungsergebnis mit der NAV-Betrachtung durch die Gesellschaft konsistent.

[66] Q3-Bericht 2017, S. 3

VII. ENTWICKLUNG DER AKTIONÄRSSTRUKTUR

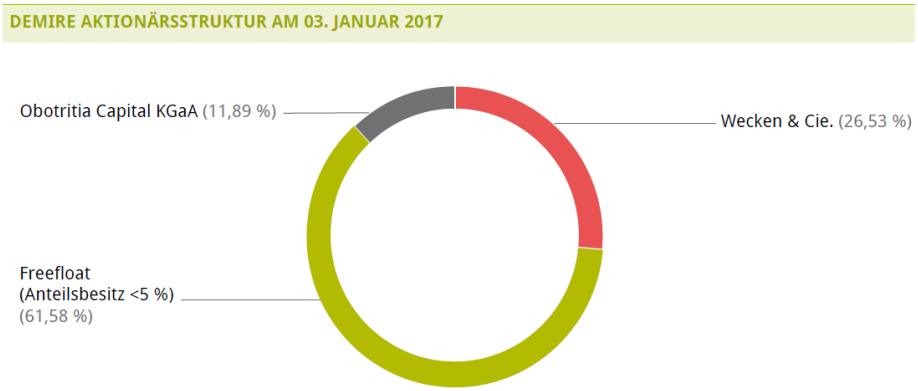
Die Aktionärsstruktur von DEMIRE hat sich in den vergangenen Jahren stark verschoben. So wurde die Gesellschaft noch im Mai 2015 von folgenden Aktionären dominiert:[67]



Die DeGeLog Dt. Gewerbe-Logistik Holding GmbH war zum damaligen Zeitpunkt bereits langjährig investiert. Formal wurde diese Gesellschaft von keiner anderen natürlichen oder juristischen Person beherrscht, so dass nicht klar ist, wem die Aktien tatsächlich zuzurechnen waren.[68] Bekannt ist lediglich, dass Herr Günther Walcher eine Minderheitsbeteiligung an der DeGeLog GmbH hält.[69]

Die Alpine Real Estate Invest GmbH ist durch Sacheinlage von jeweils 94,9% der Anteile an der hanse-Center Objektgesellschaft mbH und der Glockenhofcenter Objektgesellschaft mbH und zugehöriger Forderungen Ende 2014 DEMIRE-Aktionärin geworden. Die DEMIRE-Aktien wurden bei der Einbringung mit 1,75 Euro bewertet.[70] Die Ketom AG ist im April 2015 DEMIRE-Aktionärin durch Sacheinlage von 94% der Anteile an der Objektgesellschaft Sihlegg Investments Holding GmbH und zugehöriger Darlehen geworden. Die DEMIRE-Aktien wurden bei der Einbringung mit 4,028 Euro bewertet.[71]

Bis zum Januar 2017 hat sich die obige Aktionärsstruktur zu folgendem Bild weiterentwickelt:



Wecken & Cie. ist erstmals im Juli 2015 im Aktionariat aufgetaucht. Damals hat Wecken & Cie. 2,47 Mio. neue DEMIRE-Aktien im Rahmen einer Barkapitalerhöhung für 4,51 Euro gezeichnet. Weitere DEMIRE-Aktien hat Wecken & Cie. als Aktionär der Fair Value REIT AG über das Umtauschangebot erhalten, so dass Ende 2015 eine Beteiligung in Höhe von 12,9% an DEMIRE bestand.[72]

[67] GB 2014, S. 20
[68] Stimmrechtsmitteilung vom 08.01.2016
[69] Corporate News vom 20. Januar 2017
[70] GB 2014, S. 46
[71] GB 2014, S. 47
[72] GB 2015, S. 28

Ebenfalls durch den Tausch von Fair Value REIT-Aktien in DEMIRE-Aktien ist zum Jahresende 2015 die Obotritia Capital KGaA mit 12,9% Großaktionärin der DEMIRE AG geworden. Diese Gesellschaft ist Rolf Elgeti zuzurechnen.[73] Rolf Elgeti wurde durch eine Barkapitalerhöhung (siehe unten) später leicht auf 11,89% verwässert.[74]

Durch die Barkapitalerhöhung und die Sachkapitalerhöhung (=> Fair Value REIT-Übernahme) hat sich die Anzahl der ausstehenden DEMIRE-Aktien von 14,3 Mio. auf über 49 Mio. erhöht. hierdurch wurden die bestehenden Aktionäre entsprechend stark verwässert.

Im August 2016 hat Klaus Wecken seine Beteiligung von 12,9% auf 16,96% erhöht.[75] Dies erfolgte offensichtlich durch Übernahme maßgeblicher Teile einer 10%-Barkapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts. Der Ausgabepreis der neuen Aktien lag bei 3,44 Euro.[76] Bis zum 31. Dezember 2016 hat Wecken die Beteiligung auf 26,53% aufgestockt.[77] Dies nicht zuletzt auch durch den Kauf der Aktien der DeGeLog GmbH.[78]

Im April 2017 hat Sigrid Wecken eine Beteiligung von 5,002% an der DEMIRE AG gemeldet.[79] Stichtag der Schwellenberührung war der 13. April 2017. Dies war exakt der Tag, an dem DEMIRE rückwirkend für 2016 die Prognose drastisch hat korrigieren müssen. Der DEMIRE-Kurs ist an diesem Tag nach einer Eröffnung bei 3,80 Euro bis auf 3,35 Euro abgestürzt, hat letztlich dann aber bei 3,79 Euro geschlossen. Mit Blick auf das Handelsvolumen auf XETRA hat Sigrid Wecken an diesem Tag einen maßgeblichen Teil des Umsatzes auf der Käuferseite ausgemacht. Klaus Wecken bzw. die Wecken & Cie. hätten diese Aktien nicht erwerben können, weil bei einer Überschreitung der 30%-Schwelle ein Übernahmeangebot fällig geworden wäre.

Spannend ist eine Stimmrechtsmitteilung von Klaus Wecken September 2017. Aus dieser Mitteilung geht hervor, dass er den zuvor gemeldeten Anteil von 26,53% auf 28,98% erhöht hat und sich weitere 10,23% der Stimmrechte über Instrumente gesichert hat. Inklusive dieser Stimmrechte ergeben sich Stimmrechte von bis zu 39,21%. Bei den Instrumenten handelt es sich um eine Umtauschanleihe mit Fälligkeit 30. Dezember 2021, über die 5,5 Mio. Stimmrechte erworben werden können.[80] Das Unternehmen hat kein Instrument mit einer derartigen Fälligkeit ausstehen. Insofern hat Klaus Wecken hier offensichtlich mit einem / mehreren bestehenden DEMIRE-Aktionären eine aufgeschobene Transaktion in DEMIRE-Aktien vereinbart.

Tatsächlich verfügen Klaus und Sigrid Wecken damit aktuell zusammen über (mindestens) 33,98% an DEMIRE und haben über die Umtauschanleihe die Möglichkeit, diesen Anteil auf bis zu 44,21% zu erhöhen.

Während zwischenzeitlich stark verwässerte Altaktionäre ihre Restbeteiligung praktisch vollständig abgebaut haben, hat die M1 Beteiligungs GmbH im August 2017 ihre Beteiligung auf 5,56% wieder ausgebaut. Hinter dieser Gesellschaft stehen Herr Günther Walcher und Herr Dr. Martin Zuffer.[81] Günther Walcher war als Minderheitsgesellschafter auch langjährig über die DeGeLog GmbH an DEMIRE beteiligt.[82] Die M1 Beteiligungs GmbH hat ihre initiale Beteiligung an DEMIRE über die Einlage des Logistikpark Leipzig erhalten.[83] Die DEMIRE-Aktie wurde bei der Einbringung mit 5,84 Euro bewertet.[84]

[73] GB 2015, S. 28
[74] Stimmrechtsmitteilung vom 05. September 2016
[75] Stimmrechtsmitteilung vom 02. September 2016
[76] Adhoc-Mitteilung vom 31. August 2016
[77] Stimmrechtsmitteilung vom 30. Dezember 2016
[78] Stimmrechtsmitteilung vom 03. Januar 2017
[79] Stimmrechtsmitteilung vom 26. April 2017
[80] Stimmrechtsmitteilung vom 06. September 2017
[81] Stimmrechtsmitteilung vom 24. August 2017
[82] Corporate News vom 20. Januar 2017
[83] Anleiheprospekt, S. 257
[84] GB 2016, S. 111

VIII. VERÄNDERUNG IN DEN ORGANEN

Die Verschiebungen in der Aktionärsstruktur haben auch weitreichende Veränderungen in den Organen nach sich gezogen. So hat im Januar 2017 Günther Walcher sein Aufsichtsratsmandat niedergelegt, nachdem die teilweise ihm gehörende DeGeLog GmbH ihre Beteiligung von 8,32% an Klaus Wecken verkauft hatte. Gleichzeitig hat Herr Dr. Maser den Aufsichtsrat verlassen.[85]

Als Nachfolger wurden im Februar 2017 Herr Frank Hölzle und Herr Dr. Thomas Wetzel gerichtlich in den Aufsichtsrat bestellt.

Frank Hölzle ist Vorstand der Care4 AG, Basel, die u.a. als Managementgesellschaft für Wecken & Cie. agiert. Er ist damit ein direkt entsandter Wecken-Vertreter.[86] Die Vermutung liegt nahe, dass auch Herr Dr. Wetzel Wecken-nah ist.

Lediglich einen Tag später hat der neu firmierte Aufsichtsrat Herrn Ralf Kind zum neuen CFO der Gesellschaft berufen.[87] Zwei Monate später wurde der CEO Prof. Andreas Steyer mit Wirkung zum 30. Juni 2017 als Vorstand abberufen. Gleichzeitig wurde der bisherige COO Markus Drews zum neuen CEO.[88]

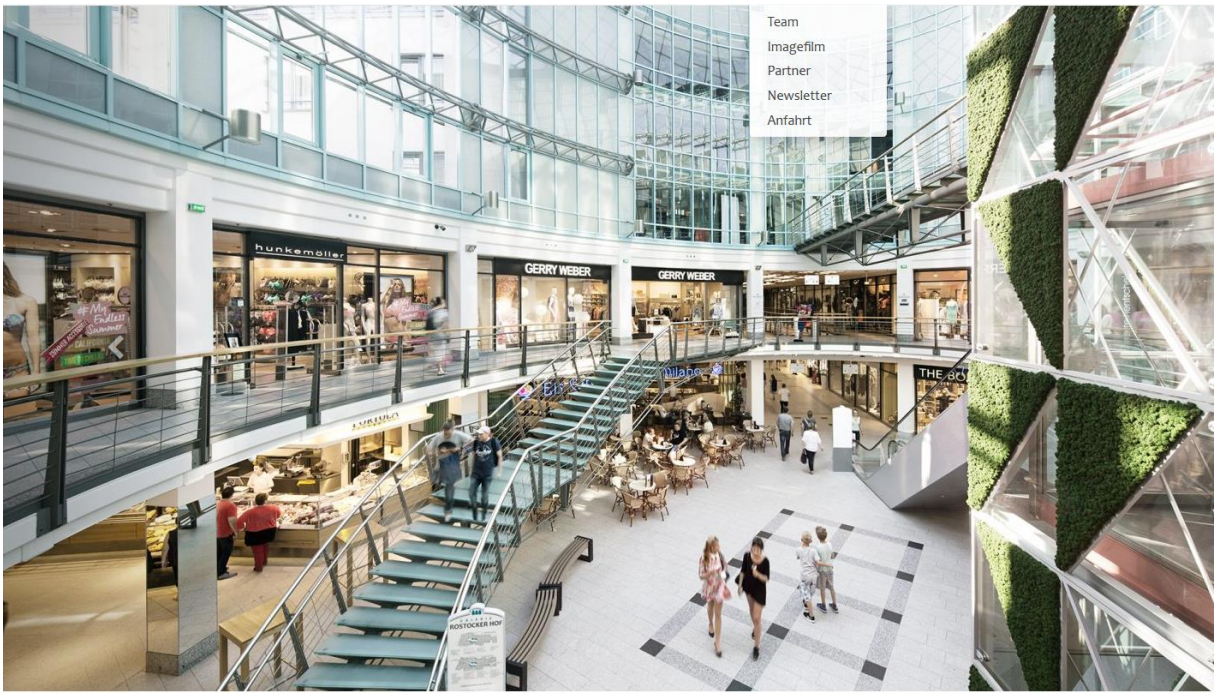
Im November 2017 wurde schließlich auch Markus Drews mit Wirkung zum Jahresende 2017 aus dem Vorstand abberufen. Ralf Kind hat mit sofortiger Wirkung die CEO-Position übernommen.[89]

Binnen Jahresfrist hat – offensichtlich auf Initiative des neuen Großaktionärs Wecken – ein weitreichender Umbruch in den Organen stattgefunden. Zwei von drei Aufsichtsräten sind neu, der alte Vorstand ist abbestellt und durch einen neuen Alleinvorstand ersetzt worden.

[85] Corporate News vom 20. Januar 2017
[86] Corporate News vom 16. Februar 2017
[87] Adhoc vom 17. Februar 2017
[88] Adhoc vom 12. April 2017
[89] Adhoc vom 16. November 2017

ANHANG

ROSTOCKER HOF



Quelle: www.rostocker-hof.de

FAIR VALUE REIT: DIREKTINVESTITIONEN

Bestandsportfolio zum 31. Dezember 2016

Adresse	Kurzname Fonds	Haupt-nutzungsart	Baujahr	letzte Sanierung/ Moder-nisierung	Grundstücks-fläche [m²]	Marktwert 31.12.2015 [T€]	Marktwert 31.12.2016 [T€]	Veränderung [T€]	Veränderung [%]	Diskontie-rungszins 31.12.2016 [%]	Kapitalisie-rungszins 31.12.2016 [%]	Vermietbare Gebäude-fläche [m²]	Leerstand [m²]	gesicherte Restlaufzeit der Mietverträge [Jahre]	Vermietungs-grad nach Mietertrag [%]	Annualisierte Vertrags-miete [T€]	Annualisierte Potenzial-miete [T€]	Vertrags-mieten-rendite vor Kosten [%]	Potenzial-mieten-rendite vor Kosten [%]	Durch-gerechnete Beteiligungs-quote [%]
Direktinvestitionen																				
Appen Hauptstraße 56e/56 d	n/a	Büro	1975	1995	4.320	170	140	−30	−17,6	6,70	6,20	212	–	1,0	100,0	21	21	15,2	15,2	100,00
Bad Bramstedt Bleeck 1	n/a	Büro	1973	2006	3.873	1.120	1.070	−50	−4,5	6,50	6,00	997	40	8,9	99,3	80	81	7,5	7,6	100,00
Bad Segeberg Oldesloer Straße 24	n/a	Büro	1982	2007	5.152	8.800	8.450	−350	−4,0	6,50	6,00	9.184	358	7,5	96,2	644	670	7,6	7,9	100,00
Barmstedt Königstr. 19–21	n/a	Büro	1911	laufend	2.842	1.410	1.390	−20	−1,4	6,60	6,10	1.257	–	7,9	100,0	102	102	7,3	7,3	100,00
Geschendorf Dorfstraße 29	n/a	Büro	1985	2006	1.154	210	210	–	–	6,65	6,15	316	–	0,8	100,0	22	22	10,3	10,3	100,00
Neumünster Kuhberg 17–19	n/a	Büro	1989	2005	5.286	15.200	15.200	–	–	6,90	6,30	11.808	–	8,6	100,0	1.046	1.046	6,9	6,9	100,00
Trappenkamp Am Markt 1	n/a	Büro	1985	2005	1.190	610	570	−40	−6,6	6,90	6,40	787	–	0,8	100,0	59	59	10,3	10,3	100,00
Wahlstedt Markt 1	n/a	Büro	1975	2005	1.848	890	830	−60	−6,7	6,70	6,20	1.346	198	0,9	84,5	78	92	9,4	11,1	100,00
Chemnitz Hartmannstraße 1	n/a	Sonstiges	2000	–	3.520	1.690	1.690	–	–	–	–	300	–	0,7	100,0	41	41	2,4	2,4	100,00
Dresden Königsbrücker Str. 121 a	n/a	Sonstiges	1997	–	8.574	9.710	9.730	20	0,2	7,80	7,30	11.554	–	12,5	100,0	761	761	7,8	7,8	100,00
Köln Marconistr. 4–8	n/a	Sonstiges	1990	–	13.924	3.750	3.710	−40	−1,1	7,90	7,50	9.640	–	6,1	100,0	334	334	9,0	9,0	100,00
Langenfeld Max-Planck-Ring 26/28	n/a	Sonstiges	1996	–	14.727	7.570	7.460	−110	−1,5	8,30	7,80	10.940	–	3,2	100,0	776	776	10,4	10,4	100,00
Neubrandenburg Friedrich-Engels-Ring 52	n/a	Büro	1996	–	4.705	7.190	7.060	−130	−1,8	7,55	7,10	7.228	1.371	3,3	83,0	600	723	8,5	10,2	100,00
Potsdam Großbeerenstr. 231	n/a	Büro	1995	–	2.925	3.730	4.180	450	12,1	6,75	6,25	3.828	120	5,4	94,9	314	330	7,5	7,9	100,00
Meschede Zeughausstr. 13	n/a	Handel	1989	–	1.673	431	430	−1	−0,2	7,70	7,00	1.095	–	2,5	100,0	42	42	9,8	9,8	100,00
Waltrop Bahnhofstraße 20 a-e	n/a	Handel	1989	–	1.742	2.550	2.530	−20	−0,8	7,75	7,25	2.124	250	3,7	92,7	225	242	8,9	9,6	100,00
Zwischensumme Direktinvestitionen					**77.455**	**65.031**	**64.650**	**−381**	**−0,6**			**72.615**	**2.337**	**6,7**	**96,3**	**5.143**	**5.341**	**8,0**	**8,3**	

FAIR VALUE REIT: OBJEKTE IN IMMOBILIENFONDS

Bestandsportfolio zum 31. Dezember 2016

Adresse	Kurzname Fonds	Haupt-nutzungsart	Baujahr	letzte Sanierung/ Moder-nisierung	Grundstücks-fläche [m²]	Marktwert 31.12.2015 [T€]	Marktwert 31.12.2016 [T€]	Veränderung [T€]	Veränderung [%]	Diskontie-rungszins 31.12.2016 [%]	Kapitalisie-rungszins 31.12.2016 [%]	Vermietbare Gebäude-fläche [m²]	Leerstand [m²]	gesicherte Restlaufzeit der Mietverträge [Jahre]	Vermietungs-grad nach Mietertrag [%]	Annualisierte Vertrags-miete [T€]	Annualisierte Potenzial-miete [T€]	Vertrags-mieten-rendite vor Kosten [%]	Potenzial-mieten-rendite vor Kosten [%]	Durch-gerechnete Beteiligungs-quote [%]
Tochterunternehmen																				
Teltow Rheinstr. 8	IC 07	Büro	1995	–	5.324	9.100	9.140	40	0,4	6,60	6,10	9.913	209	2,4	95,9	756	789	8,3	8,6	78,16
Krefeld Gutenbergstr. 152/ St.Töniser Str. 12	BBV 06	Handel	1990	–	8.417	3.670	3.600	−70	−1,9	7,60	7,10	4.575	723	5,3	86,5	285	329	7,9	9,1	62,23
Chemnitz Hartmannstr. 3 a–7	IC 12	Büro	1997	–	4.226	7.880	7.480	−400	−5,1	7,00	6,30	8.380	601	2,6	94,6	613	648	8,2	8,7	53,95
Dresden Nossener Brücke 8–12	BBV 14	Büro	1997	–	4.134	6.100	6.370	270	4,4	8,10	7,50	8.791	1.484	1,6	72,2	547	758	8,6	11,9	51,01
Rostock Kröpeliner Str. 26–28	BBV 14	Handel	1995	–	7.479	65.000	64.900	−100	−0,2	6,10	5,60	19.307	679	5,0	97,9	4.380	4.473	6,7	6,9	51,01
Querfurt Nebraer Tor 5	BBV 08	Handel	1992	–	32.020	11.100	11.400	300	2,7	7,70	7,00	9.331	–	5,7	100,0	981	981	8,6	8,6	58,22
Zittau Hochwaldstraße/Mittelweg	BBV 08	Handel	1992	–	48.840	14.800	18.600	3.800	25,7	6,60	6,10	17.447	484	11,6	95,1	1.297	1.364	7,0	7,3	58,22
Celle Vor den Fuhren 2	BBV 10	Handel	1992	–	21.076	7.200	6.930	−270	−3,8	7,50	7,00	10.611	–	6,0	100,0	595	595	8,6	8,6	45,17
Eisenhüttenstadt Nordpassage 1	BBV 10	Handel	1993	–	96.822	20.900	25.100	4.200	20,1	8,50	7,75	30.543	18.553	3,7	62,5	1.536	2.457	6,1	9,8	45,17
Genthin Altmärker Str. 5	BBV 10	Handel	1998	–	3.153	473	462	−11	−2,3	8,50	7,70	1.275	320	1,8	95,4	62	65	13,3	14,0	45,17
Langen Robert-Bosch-Str. 11	BBV 10	Büro	1994	–	6.003	13.800	14.200	400	2,9	7,70	7,10	13.681	4.808	2,4	64,1	894	1.395	6,3	9,8	45,17
Münster Hammer Str. 455–459	BBV 10	Handel	1991	–	15.854	7.310	7.340	30	0,4	7,60	6,90	7.353	–	2,1	100,0	716	716	9,8	9,8	45,17
Osnabrück Hannoversche Str. 39	BBV 10	Handel	1989	–	7.502	3.140	3.170	30	1,0	8,40	7,90	4.207	–	2,3	100,0	302	302	9,5	9,5	45,17
Lutherstadt Wittenberg Lerchenberg-str.112/113, Annendorfer Str. 15/16	BBV 10	Handel	1994	–	20.482	21.700	21.600	−100	−0,5	6,60	6,10	14.710	854	6,2	94,9	1.664	1.754	7,7	8,1	45,17
Chemnitz Heinrich-Lorenz-Str. 35	IC 15	Büro	1998	–	4.718	3.960	4.010	50	1,3	7,60	7,10	5.845	–	0,9	100,0	462	462	11,5	11,5	48,17
Chemnitz Am alten Bad 1–7, Theaterstr. 34a	IC 15	Büro	1997	–	3.246	5.890	5.990	100	1,7	6,60	6,10	5.110	396	2,3	89,2	417	467	7,0	7,8	48,17
Quickborn Pascalkehre 15/15a	IC 15	Büro	1997	–	33.255	13.500	15.600	2.100	15,6	6,70	6,20	10.570	–	5,2	99,3	1.143	1.151	7,3	7,4	48,17
Zwischensumme Tochterunternehmen					**322.551**	**215.523**	**225.892**	**10.369**	**4,8**			**181.651**	**29.111**	**4,8**	**89,0**	**16.651**	**18.707**	**7,4**	**8,3**	
Konzern, gesamt					**400.006**	**280.554**	**290.542**	**9.988**	**3,6**			**254.266**	**31.447**	**5,2**	**90,6**	**21.794**	**24.047**	**7,5**	**8,3**	