

18. Juni 2021

## ERWE Immobilien AG

ISIN: DE000A1X3WX6

Ticker: ERWE

### CASE SUMMARY

» Nachhaltiger Strukturwandel in den Innenstädten schafft Platz für innovative Mischnutzungskonzepte

» Mittelabflüsse und Umschichtungen bei traditionellen Immobilieninvestoren eröffnen aussichtsreiche Wachstumspotenziale für Projektentwickler

» Proof-of-Concept belegt ausgeprägte Nischenkompetenz und Know-how von ERWE in der Revitalisierung

» Expansionsphase von wachstumsbedingten Kostensteigerungen (u.a. Personal, Zinsen) und bislang noch moderaten Cashflows gekennzeichnet

» Massive Cashflow-Verbesserung nach Abschluss der Revitalisierung visibel

» Positionierung von ERWE in einem strukturellen Wachstumsmarkt aussichtsreich, um die avisierte Verdopplung des Portfolios zu erreichen

### KEY FACTS

Sektor: Immobilien

Kurs: 3,54 Euro

Marktkap.: 58,6 Mio. Euro

Streubesitz: 21,2 %

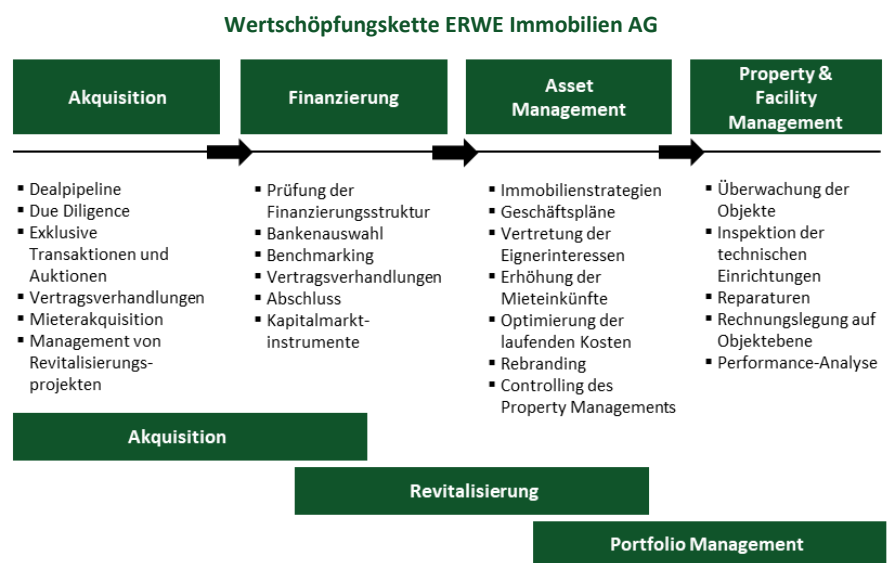
### ANALYST

Charlotte Meese  
+49 40 41111 37 67  
c.meese@montega.de

### Mix it, Baby – Mischnutzung und Revitalisierungskonzepte mischen die Karten strukturschwacher Innenstädte neu

In Deutschlands Innenstädten vollzieht sich aktuell ein struktureller Wandel. Großflächen- und Monokonzepte werden sukzessive durch Mischnutzungen ersetzt. Die ERWE Immobilien AG adressiert mit ihrer Ausrichtung auf die Revitalisierung von Gewerbeimmobilien genau dieses Marktsegment. Das Unternehmen befindet sich damit in einer wachstumsstarken Nische, die in den nächsten Jahren vom massiven Bedeutungsgewinn neuer Nutzungskonzepte profitieren dürfte.

Den Kern der Geschäftstätigkeit bildet der Erwerb von typischerweise monogenutzten Büro-, Hotel- und Einzelhandelsimmobilien in guten Lagen, die aufgrund von hohen Leerständen preislich attraktiv sind und ein nachhaltiges Wertsteigerungspotenzial aufweisen (sog. Value-Add-Objekte). Durch die Implementierung neuer Nutzungskonzepte und die Neupositionierung der Objekte am Markt wird dieser Leerstand reduziert und das Wertsteigerungspotenzial gehoben. Strategisch verfolgt ERWE eine Buy/Develop/Hold-Strategie und deckt vielfältige Leistungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette ab. Angesichts des eingeschlagenen Wachstumskurses und des vorteilhaften Marktumfelds liegen die aktuellen Schwerpunkte der Geschäftstätigkeit in der Entwicklung bzw. Repositionierung sowie dem Erwerb aussichtsreicher Objekte.



Quelle: Unternehmen

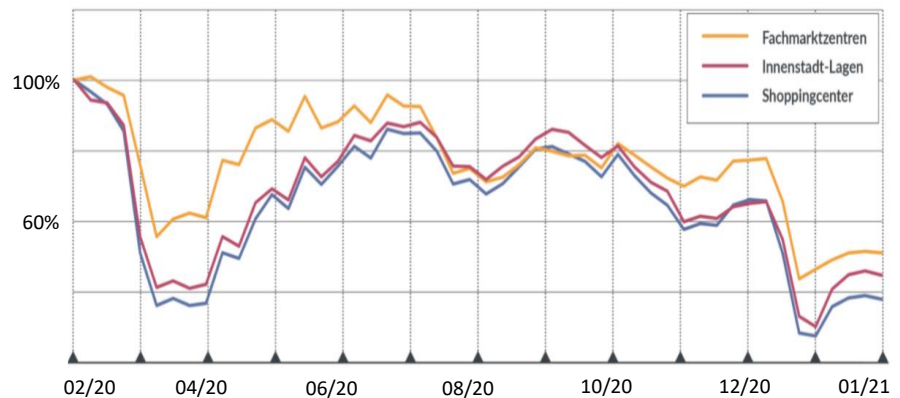
In der Regel erzielt ERWE nach erfolgreicher Neupositionierung dank eines attraktiven Mietermix' und langfristig visibler Cashflows eine Wertsteigerung der Immobilien von mehr als 25%. Regional fokussiert sich das Unternehmen auf innerstädtische Gewerbeimmobilien in hoch frequentierten Zonen (A-Lagen) von Klein- und Mittelstädten (>10.000 Einwohner) in Deutschland und hat bislang erfolgreich einen Immobilienbestand von 9 Objekten mit einem diversifizierten Mischnutzungskonzept (u.a. Wohnen, Gewerbe, Parkflächen) und einem Buchwert von 194 Mio. Euro (Stand: 31.03.) aufgebaut.

### Strukturwandel der Innenstädte schafft Platz für neue Nutzungskonzepte

Der Immobilienentwickler trifft u.E. mit dem Fokus auf alternative Nutzungskonzepte den Nerv der Zeit. Denn die historisch durch Stadtplaner eingeführte strikte Trennung von Wohnen, Arbeiten und Freizeit sowie der Vormarsch großer Fachmarktzentren und ein geändertes Nutzungsverhalten haben in den vergangenen Jahren zu einem starken Verfall

vieler Fußgängerzonen geführt. Nicht zuletzt die Corona-Krise sowie die Lockdown-Monate legten die Probleme der Monokultur und die starke Abhängigkeit der Innenstädte vom Einzelhandel offen. Zahlreiche traditionelle Einzelhändler mussten bereits Insolvenz anmelden (u.a. Tom Tailor, Esprit, Galeria Karstadt Kaufhof). Die direkten Folgen wie eine abnehmende Besucherfrequenz, eine hohe Leerstandsquote, eine schwierige Neuvermietung sowie ein unattraktiver Mietermix sind unmittelbar spürbar.

#### Frequenzentwicklung im Einzelhandel



Quelle: GfK

Der Wandel in den Städten ist dabei keine kurzfristige Erscheinung. Auch mittelfristig wird sich u.E. das Stadtbild in den Innenstädten angesichts des Strukturwandels nachhaltig verändern. Das führen wir insbesondere auf folgende Faktoren zurück:

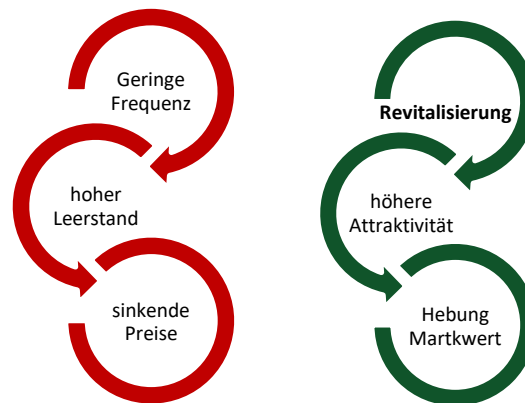
- **E-Commerce:** Die stark wachsende Konkurrenz des Online-Handels hat den Druck auf den stationären Einzelhandel deutlich verstärkt. Der HDE geht in einer aktuellen Studie von 120.000 Geschäften in Existenzgefahr aus. Auch künftig dürfte der Umsatzanteil im E-Commerce überproportional zunehmen. Laut einer Analyse von Euromonitor lag die Online-Penetrationsrate vor Ausbruch der Pandemie bei rund 17%. Da die Corona-Krise dem Handel einen Digitalisierungsschub gegeben hat, soll die Online-Penetrationsrate in 2020 bereits auf mehr als 23% gestiegen sein und auch in den kommenden Jahren sukzessive zu Lasten des stationären Handels auf rund 30% anwachsen.
- **Home-Office:** Wenngleich die Auswirkungen derzeit noch nicht umfassend bestimmbar sind, wird sich der pandemiebedingte Vormarsch flexibler Arbeitszeitmodelle nach einer aktuellen EY-Umfrage in einem nachhaltig geänderten Büroalltag niederschlagen. Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass rund 80% der Arbeitnehmer beabsichtigen, zumindest teilweise ihren Arbeitsplatz ins Home-Office zu verlegen. Große Unternehmen wie die DWS planen daher eine Reduktion der Büroflächen pro Mitarbeiter um knapp 30%.
- **Kleine Gewerbeflächen:** Während bislang meist große Textilketten das Stadtbild prägen, werden laut Studienergebnissen von PwC künftig vermehrt kleinere Flächen nachgefragt. Zudem führt die fortschreitende Rückbesinnung auf regionale Produkte und qualitativ hochwertige Handwerksartikel zu einer zunehmenden Bedeutung lokaler Waren (u.a. „supportyourlocals“). Auch die intelligente Verknüpfung von Online- und Offlinehandel nach Vorbild der sogenannten Cross-Channel-Integration dürfte in einer erhöhten Nachfrage nach flächenmäßig kleineren Läden wie Pop-Up Stores oder Showrooms resultieren.
- **Wohnungsnot:** Während Gewerbeobjekte hohe Leerstandsquoten verzeichnen, existiert weiterhin eine hohe Nachfrage nach Wohnraum. Die Wohnungsnot dürfte sich durch den demographischen Wandel weiter zuspitzen (u.a. Seniorenheime,

Mikro-Appartements). Die Differenz zwischen genehmigten und fertiggestellten Wohnungen (sog. Bauüberhang), vor allem in attraktiven Innenstadtlagen, steigt seit Jahren sukzessive an und belief sich zuletzt auf 779.432 Wohnungen.

### Mischnutzung als Antwort auf den Strukturwandel

Um die Attraktivität von Innenstädten zu bewahren und Bestandsimmobilien in effizienter Weise zu nutzen, sind daher neue und flexible Konzepte erforderlich. Die Mischnutzung von Gewerbeobjekten, d.h. die optimale Allokation verschiedener Mietergruppen und die bedarfsgerechte Nutzung von freistehenden Flächen, ist u.E. daher eine Lösung, die das sich zuspitzende Problem vieler Kommunen adressiert und nachhaltig in einer Belebung der Innenstädte resultieren dürfte. Der Handlungsbedarf und die zwingend notwendige Revitalisierung der Innenstädte mittels Mischnutzungskonzepten ist bei Städteplanern, Kommunen und der Politik in den vergangenen Jahren spürbar in den Mittelpunkt gerückt und wird nunmehr angesichts zahlreicher Investitionsprojekte stark forciert. Vorgeschlagene Mix-Use-Gebäudekonzepte umfassen beispielsweise die Verbindung von Büro- und Wohnnutzung in den oberen Geschossen mit Einzelhandel, Gastronomie oder Kultur im Erdgeschoss (gem. Entwurf Deutscher Städtetag). Denkbar wären nach Vorschlag des Fraunhofer Instituts auch die Etablierung von urbanen Manufakturen und Produktionsstätten im Zentrum (sog. Urban Manufacturing). Darüber hinaus stellt die Umnutzung von großen Kaufhausflächen für Seniorenheime oder Kitas für die Experten von PwC eine effiziente Lösung für großflächige Warenhausimmobilien dar.

### Steigerung des Immobilienwerts durch Revitalisierung



Quelle: Montega

Viele Kommunen und die Politik sind daher bestrebt, die historisch gewachsene Trennung zu beenden und die Fußgängerzonen durch innovative Konzepte attraktiver zu gestalten. Dafür wurden bereits eine Reihe parteispezifischer Nutzungsvorschläge erarbeitet (u.a. SPD, Die Grünen, CDU) und kommunale Förderprogramme lanciert. So hat beispielsweise das Land NRW für 129 Kommunen jüngst ein Innenstadtprogramm mit einem Fördervolumen von insgesamt 70 Mio. Euro aufgelegt, mit dessen Mitteln leerstehende Läden aufgekauft und Innenstädte belebt werden sollen. Auch die DEHOGA (Deutscher Hotel- und Gaststättenverband) fordert zusammen mit dem HDE (Handelsverband Deutschland) ein fünf Jahre laufendes Sonderprogramm „Innenstadtstabilisierung“ mit einem jährlichen Fördervolumen von mind. 500 Mio. Euro. Im Fokus der Wiederbelebungskonzepte steht übergreifend die Vision, Innenstädte wieder mit Funktionen auszustatten, die diese ursprünglich hatten, und dadurch zu einem zentralen Anlaufpunkt der klassisch städtischen Angebote zu formen. Dafür notwendige politische Rahmenbedingungen, die insbesondere auf die Umwidmung von Flächen und die Reduzierung des bürokratischen Aufwands abzielen, werden nunmehr verstärkt vereinfacht.

## Mit fundierter Nischenexpertise die Zukunft der Innenstädte mitgestalten

Der Strukturwandel in den Innenstädten führte zuletzt auch zu einem geänderten Investitionsverhalten großer Immobilieninvestoren. Die unsichere Nachfragesituation für monogenutzte Assetklassen (u.a. Hotels) resultierte spürbar in einer Zurückhaltung in einzelnen Subsegmenten.

Insgesamt wurden in 2020 am deutschen Immobilienmarkt nach Angaben der Immobiliengesellschaft JLL knapp 59,2 Mrd. Euro umgesetzt. Insbesondere die Nachfrage nach Wohnimmobilien blieb nach Ergebnissen des ZIA Frühjahrsgutachten ungebrochen hoch (+11,5% yoy), wohingegen das Ankaufverhalten in der Assetklasse Büroimmobilien im vergangenen Jahr von einem Rückgang geprägt war (-37,0% yoy). Auslöser dürften die Unsicherheiten hinsichtlich der langfristigen Folgen des strukturellen Wandels für den Büromarkt sowie der moderate Umfang großvolumiger Transaktionen gewesen sein. Die stark von der Pandemie betroffenen Bereiche wie der non-food Einzelhandel und Hotels verloren noch deutlicher (-60,6% yoy). Das folgende Schaubild zeigt die unterschiedliche Preisentwicklung in ausgewählten Subsegmenten der Immobilienbranche.

### Prognose der Preisentwicklung ausgewählter Assetklassen

Assetklasse	Preisniveau	Trigger
Büro		<ul style="list-style-type: none"> <li>(teilweise) Rückkehr ins Büro</li> <li>Neue Beschäftigungsgewohnheiten (Home-Office)</li> <li>Flexible Nutzungskonzepte</li> </ul>
Einzelhandel Bereiche Lebensmittel, Heimwerkerbedarf		<ul style="list-style-type: none"> <li>Konjunkturunabhängige Nachfrage</li> <li>Steigende Filialzahl</li> <li>Flächenoptimierung</li> </ul>
Einzelhandel Bereiche Schmuck, Bekleidung, Elektroartikel		<ul style="list-style-type: none"> <li>Rückläufige Filialzahl</li> <li>Struktureller Umbruch durch Online-Handel</li> </ul>
Hotel MICE (Meetings, Incentives, Conventions, Events)		<ul style="list-style-type: none"> <li>Schleppende Rückkehr großer Veranstaltungen</li> <li>Weniger Geschäftsreisen durch nachhaltig geändertes Reiseverhalten</li> </ul>
Hotel Touristik		<ul style="list-style-type: none"> <li>Deutschland als Urlaubsziel beliebt</li> <li>Städte mit hohem Freizeitwert profitieren stärker</li> <li>Rasche Rückkehr zur Normalität</li> </ul>
Logistik		<ul style="list-style-type: none"> <li>Ausgeprägte Globalität der Lieferketten</li> <li>Stark expandierender Online-Handel</li> <li>Angebotslücke bei Lagerkapazitäten</li> </ul>

Quelle: ZIA Frühjahrsgutachten, Montega

Die jahrelang von steigenden Preisen geprägte Branche hat damit in einzelnen Bereichen einen starken Dämpfer erfahren. Gleichzeitig stellt diese Situation fokussierte Immobilienfonds vor große Herausforderungen. Um Leerstände zu reduzieren, sind teilweise Investitionen und/oder Umnutzungen notwendig, da strukturelle Marktveränderungen die Nachfrageentwicklung auch zukünftig bremsen dürften. Vermeintlich unrentable Gewerbeimmobilien (u.a. unattraktiver Mietermix, hohe Leerstände) und monogenutzte Einzelhandelsobjekte werden daher zunehmend unattraktiv für institutionelle Investoren.

Für Projektentwickler wie ERWE, die mittels Revitalisierung und Mischnutzungskonzepten das Wertsteigerungspotenzial von Standorten ausschöpfen wollen, ergeben sich jedoch zahlreiche Wachstumsmöglichkeiten. Auch führt der Investitionsfokus in der Nische zu einem überschaubaren Wettbewerb und hohen Ankaufrenditen. Ausgestattet mit einem attraktiven Mietermix können nach erfolgreicher Neupositionierung dieser Value-Add-Objekte in der Regel Wertsteigerungen von durchschnittlich mehr als 25% erreicht und höhere Margen erzielt werden. Insgesamt hat sich ERWE somit in einer attraktiven Marktnische positioniert, welche ausgehend von einem vielschichtigen strukturellen Wandel aussichtsreiche Potenziale und Wachstumschancen bietet.

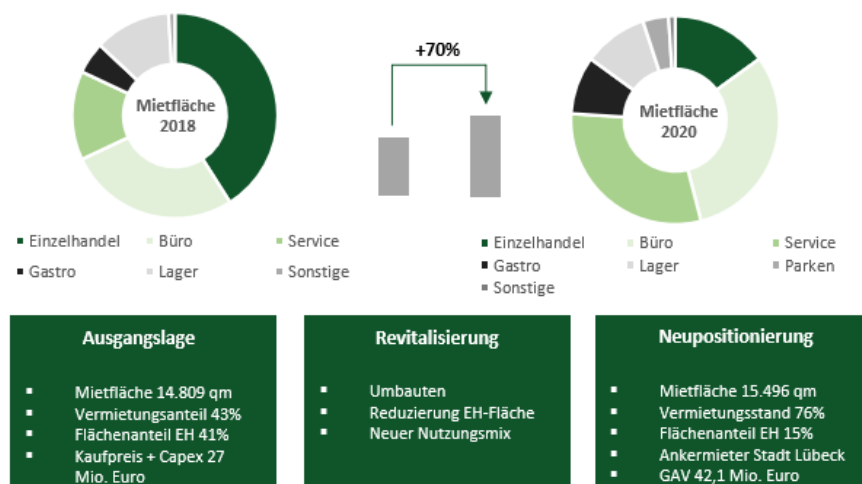
### Erfolgreich umgesetzte Referenzobjekte belegen Proof-of-Concept von ERWE

Dank der Nischenkompetenz von ERWE und bereits erfolgreich umgesetzter Referenzobjekte verfügt das Unternehmen über eine nachgewiesene Expertise in der Revitalisierung von Einzelhandelsimmobilien. ERWE konzentriert sich im Zuge der

Projektentwicklung dabei vornehmlich auf monogenutzte Objekte mit hohen Leerständen, Untervermietung oder nicht mehr zeitgemäßen Konzepten, die bspw. angesichts der Lage oder Bausubstanz hohe Wertsteigerungspotenziale aufweisen. Oftmals ist die Revitalisierung mit einer Umwidmung von Mietflächen und einer deutlichen Reduzierung der Einzelhandelsfläche zugunsten alternativer Nutzungskonzepte verbunden, was eine ausgeglichene Mieterstruktur begünstigt.

Die aus der Umnutzung gewonnene erhöhte Flexibilität der Flächennutzung ermöglicht eine nach aktuellem Marktbedarf individuell auf den Mieter zugeschnittene Fläche, sodass auch Cross-Selling-Potenziale zwischen den einzelnen Mietern denkbar sind. Dadurch lassen sich angesichts eines Mietpreisanstiegs auch deutlich höhere FFO-Margen als bei einer Standardfläche erzielen. Das Ergebnis sind neu positionierte Immobilien mit attraktivem Mietermix, signifikant verbessertem Vermietungsstand und damit nachhaltig höheren Cashflows. Die daraus resultierenden Wertsteigerungspotenziale der Objekte werden bilanziell in Form einer liquiditätsneutralen Zuschreibung erfasst. Eine erfolgreich durchgeführte Revitalisierung von ERWE lässt sich eindrucksvoll durch das Objekt LICHTHOF Lübeck belegen, wo eine Wertsteigerung von knapp 70% erzielt wurde. Vor dem Hintergrund der Buy/Develop/Hold-Strategie befindet sich das Objekt nunmehr im Bestandsportfolio des Unternehmens.

### Revitalisierungsprozess LICHTHOF Lübeck



Quelle: Unternehmen

### Vielversprechender Management Track-Record

Wir bewerten nicht nur das Konzept der Mischnutzung als nachhaltig aussichtsreich, sondern sehen die Wachstumsperspektiven von ERWE vor allem in der starken operativen Aufstellung und den vorhandenen Kompetenzen hinsichtlich der Revitalisierung von Gewerbeobjekten begründet. So waren beide Vorstände zuvor im Vorstand von DIC Asset bzw. ADLER Real Estate tätig und haben diese beiden Gesellschaften maßgeblich zum Erfolg geleitet. So gehört DIC Asset heute mit knapp 225 verwalteten Objekten und einem betreuten Immobilienvermögen von 10,3 Mrd. Euro dem SDAX an. Auch ADLER Real Estate ist inzwischen nach einer erfolgreichen Restrukturierung mit einem Börsenwert von 1,4 Mrd. Euro bewertet. Insgesamt blickt das Managementteam auf erfolgreich umgesetzte Immobilienakquisitionen in Höhe von 1,5 Mrd. Euro und abgeschlossenen Entwicklungsprojekten in einem Umfang von über 2 Mrd. Euro zurück. Im Zuge der Entwicklung von ERWE konnte das Management seine langjährige Erfahrung nicht nur in vorteilhaften Akquisitionen, sondern auch in bereits erzielten Wertsteigerungen des Portfolios unter Beweis stellen.

### Eingeschlagener Expansionskurs mit bereits kurzfristig sichtbaren Effekten

Mit fortschreitender Projektentwicklung und dem sukzessiven Bestandsaufbau dürfte ERWE daher nicht nur seine Marktposition weiter ausbauen, sondern auch das

Erlöspotenzial des gesamten Immobilienportfolios steigern. Für das laufende Jahr erwartet das Management einen erneuten Anstieg der Mieterlöse (Bruttomieten zwischen 7,8 und 8,5 Mio. Euro) und eine überproportionale Ergebnisverbesserung. Darüber hinaus dürften sich die Fortschritte der Revitalisierungsprojekte und die zunehmende Neupositionierung der Objekte u.E. in einer Verbesserung weiterer KPIs (u.a. Net Asset Value/NAV, Weighted Average Lease Term/WALT) niederschlagen.

#### Wesentliche Portfoliokennziffern (per 31.03.)

Objekt	Kaufdatum	Projektvolumen	Mietfläche	Vermietungsquote
<b>Bestandsportfolio</b>				
Postgalerie Speyer	06/2017	48 Mio. Euro	17.315 qm	87%
LICHTHOF Lübeck	05/2018	28 Mio. Euro	15.827 qm	77%
City Colonnaden Krefeld	05/2018	19 Mio. Euro	23.427 qm	100%
Kupferpassage Coesfeld	04/2020	20 Mio. Euro	14.943 qm	92%
<b>Projektentwicklung</b>				
TAUNUS LAB Friedrichsdorf	03/2019	169 Mio. Euro	57.979 qm	0
Ziellenbachquartier Krefeld	03/2020	22 Mio. Euro	k.A.	0
Gewerbeobjekt Darmstadt	08/2020	24 Mio. Euro	k.A.	100%
<b>Beteiligung</b>				
FAC1	10/2018	205 Mio. Euro	48.000 qm	92%*

\*per 31.12.2020

Quelle: Unternehmen

#### NAV-Potenzial durch Wertaufholung der Bestandsimmobilien

In den nächsten Monaten wird das Unternehmen u.E. sukzessive Wertsteigerungen bei den in der Entwicklung befindlichen Objekten sowie steigende Mieterlöse angesichts erfolgreicher Neuvermietungen zeigen. Zuletzt stieg die vermietbare Fläche der Bestandsimmobilien dank fortschreitender Projektentwicklung und der Implementierung neuer Nutzungskonzepte von 71.907 m<sup>2</sup> auf 72.581 m<sup>2</sup>. Weiterhin resultierte die erfolgreiche Neuvermietung nennenswerter Flächen an die öffentliche Hand (Krefeld, Lübeck) in einer Reduzierung der Leerstandsquote auf 10,5%. Diese liegt für gewöhnlich über der Quote relevanter Wettbewerber, da ERWE gerade Objekte mit einem hohen Leerstand, Untervermietungen oder einem unattraktiven Mietermix akquiriert.

Im Jahr 2020 erzielte ERWE dank spürbarer Fortschritte in der Revitalisierung zunächst deutliche Wertzuwächse. Zu Ende des Q3/20 belief sich der NAV auf 4,32 Euro pro Aktie. Im Zuge eines Corona-bedingt vorsichtigen Bewertungsansatzes der Gutachter bei Hotel- und Einzelhandelsobjekten musste ERWE in Q4/20 jedoch Wertberichtigungen vornehmen, die sich insgesamt auf knapp 6,7 Mio. Euro aufaddierten. Diese Korrekturen des Fair Values dürften u.E. allerdings nur temporär sein. Infolgedessen sank der NAV nach Q1/21 auf 4,06 Euro je Aktie. Der EPRA NRV, d.h. der aktuelle Wiederbeschaffungswert des Portfolios, belief sich auf 4,82 Euro.

Darüber hinaus weist der aktuelle Immobilienbestand nach Angaben des Managements bis 2022 aussichtsreiches Wertsteigerungspotenzial auf. Zunehmende Erfolge in der Projektrealisierung und in der Umsetzung neuer Entwicklungsprojekte dürften bereits

dieses Jahr zu einem erhöhten NAV führen. Vor allem die Fortschritte der Vorvermietung in Krefeld II (Ziellenbachquartier) ergeben u.E. ein aussichtsreiches Hochschreibungspotenzial für die Immobilie von knapp 30%. Darüber hinaus verfügen der Standort Krefeld II sowie das Geschäftshaus in Darmstadt über massive Baureserven, die mit der zeitnahen Erteilung der Baugenehmigung gehoben werden können. Auch die ab 15.04. eingesetzten Mietzahlungen des Hotels in Speyer dürften u.E. zu einer Wertaufholung des Objekts führen. Insgesamt rechnet ERWE mit einer positiven Wertentwicklung von knapp 12,9 Mio. Euro in den kommenden zwei Jahren, was einem zusätzlichen NAV-Effekt von 0,78 Euro pro Aktie entspricht.


#### Wertentwicklung ausgewählter Projekte nach Revitalisierung


Objekt	GAV (per 31.12.2020)	GAV (nach Revitalisierung)	Bewertungsergebnis	Wertsteigerung
Postgalerie Speyer	56.900.000	63.060.000	6.160.000	10,8%
LICHTHOF Lübeck	42.100.000	46.140.000	4.040.000	9,5%
City Colonnaden Krefeld	26.600.000	26.672.000	72.000	0,2%
Kupferpassage Coesfeld	21.400.000	22.300.000	900.000	4,2%
Geschäftshaus Darmstadt	4.900.000	6.600.000	1.700.000	34,7%
<b>Total</b>	<b>151.900.000</b>	<b>164.772.000</b>	<b>12.872.000</b>	<b>11,9%</b>


Quelle: Unternehmen


#### Mittelfristige Verdopplung des Portfolios durch Zukäufe in Aussicht gestellt

Erweitert wird das Wachstumspotenzial des Bestandsportfolios durch die eingeschlagene Akquisitionsstrategie. Vor dem Hintergrund der derzeit vorteilhaften Marktumgebung und der Vielzahl an attraktiven Ankaufobjekten erscheint es sinnvoll, dass ERWE kurzfristig bewusst auf Profitabilität zugunsten einer angestrebten langfristigen Wertschöpfung verzichtet und sich weiterhin auf den Ausbau des Immobilienportfolios fokussiert. Insgesamt strebt das Unternehmen an, das Bestandsportfolio durch gezielte Akquisitionen und weitere Projektentwicklungen auszubauen und in den kommenden zwei bis drei Jahren den Wert von derzeit 194 Mio. Euro zu verdoppeln. Trotz einer vermeintlich hohen Verschuldung (Net Debt/EBITDA: 32,4 x) ist das Unternehmen dank einer branchentypisch ausreichenden Eigenkapitalausstattung (EK-Quote: 27,1% per 31.12.) u.E. dennoch solide für das künftige Wachstum aufgestellt. Im Zuge des eingeschlagenen Wachstumskurses verfolgt ERWE eine selektive Investitionsstrategie nach nachfolgenden vier Anlagekriterien:

 **Objektart:** Reine Akquisition von Gewerbeimmobilien wie Büro- und Geschäftshäusern, Hotelobjekten und innerstädtischem Einzelhandel. Bevorzugt werden Nischenstandorte in A- und B-Lagen deutscher Mittelzentren mit mehr als 10.000 Einwohnern, die eine hohe Besucherfrequenz, hohe Ladendichte und eine exzellente Verkehrsanbindung aufweisen.

 **Investitionsvolumen:** Zur Reduktion des Verwaltungsaufwandes und zur optimalen Nutzung bestehender Ressourcen wird in einem Sweet-Spot von 10 bis 20 Mio. Euro investiert. Bei einem ausgeglichenen Finanzierungsmix beträgt der langfristig angestrebte Loan to Value (LTV) rund 60%.

 **Renditeaussichten:** Hohe Einstandsrenditen durch den Erwerb von Entwicklungsprojekten im wettbewerbsschwachen Nischenmarkt. Dadurch erzielt ERWE zweistellige Anfangsrenditen.

 **Entwicklungspotenzial:** Konzeptionell steht die Revitalisierung von Bestandsobjekten durch Implementierung neuer Nutzungskonzepte und ein Rebranding im Vordergrund, sodass die vorhandenen Strukturen (Makrolage, Mikrolage) über ausreichend Entwicklungspotenziale verfügen müssen.



### Massive Cashflow-Verbesserung dank Abschluss der Revitalisierung visibel

Insgesamt ist die derzeitige Expansionsphase des Unternehmens von wachstumsbedingten Kostensteigerungen (u.a. Personal, Zinsen) und bislang noch moderaten Cashflows gekennzeichnet, da die Revitalisierungsphase eines Projektes grundsätzlich durch eine hohe Kapitalintensität bei gleichzeitig überschaubaren Mieteinnahmen gekennzeichnet ist. So decken die erzielbaren Cashflows in der Anlaufphase trotz einer vergleichsweise attraktiven Fremdfinanzierungsmöglichkeit die Kapitalkosten nicht. Jedoch sollten sich der zunehmende Bestandsaufbau sowie die Realisierung von Wertsteigerungspotenzialen mittelfristig in sukzessiv steigenden Ergebnissen widerspiegeln. Insbesondere in Bezug auf Entwicklungsgewinne kann ERWE durch eine deutliche Verringerung der Leerstandsquoten sowie der Akquisition bonitätsstarker Mieter (v.a. öffentliche Hand) einen eindrucksvollen Track-Record vorweisen. Darüber hinaus stellen wir insbesondere folgende Treiber für die vom Unternehmen prognostizierte überproportionale Ergebnisverbesserung heraus:

- **Aufbau Bestandsportfolio:** Derzeit befinden sich der Großteil der Objekte in einer laufenden Revitalisierung, die in den kommenden 14 Monaten abgeschlossen sein wird. Im Anschluss werden die Objekte in das Bestandsportfolio eingegliedert. Dank eines verringerten Leerstands führen die visiblen Projektabschlüsse nach Angaben des Managements zu einem Portfoliowert von knapp 350 Mio. Euro. Die gemischte Nutzung der Objekte führt darüber hinaus zu konjunkturunabhängigen Erlösen und dadurch langfristig planbaren Cashflows. Mit zunehmendem Bestandsaufbau dürften sich die bislang noch spürbaren, expansionsbedingten Kostenstrukturen skalieren und in operativen Leverage-Effekten münden. Auch die effiziente Nutzung der vorhandenen Kostenstrukturen und die Öffnung der Asset-Management-Plattform für Dritte (ERWE Invest) sollte mittelfristig umfassendes Skalierungspotenzial eröffnen.
- **Wertsteigerungspotenzial Revitalisierungsobjekte:** Darüber hinaus stellt das Unternehmen kurzfristige Entwicklungsgewinne von rund 12,9 Mio. Euro in Aussicht. Basierend auf der jahrelangen Erfahrung und dem ausgeprägten Know-how hinsichtlich großflächiger Revitalisierungsprojekte erzielt ERWE bei der Neupositionierung von Value-Add-Objekten in der Regel Wertsteigerungen von mehr als 25%. Dies dürfte auch auf künftige Entwicklungsprojekte zutreffen, was zu einer bilanziellen Hochschreibung des Immobilienvermögens führt (cash-neutral). Zudem resultieren die durchgeführten Umbaumaßnahmen in flexiblen Nutzungsformen, sodass erfahrungsgemäß höhere FFO-Margen erzielt werden können.
- **Optimierung der Finanzierungsstruktur:** Die für das weitere Wachstum notwendigen Akquisitionen kann ERWE u.a. aufgrund der soliden bilanziellen Aufstellung und der langfristig visiblen Wachstumsaussichten zu attraktiven Konditionen am Kapitalmarkt durchführen (LTV Zielgröße: knapp 60%). Mit der Nutzung sowohl von Eigenkapitaltransaktionen (u.a. Kapitalerhöhungen) als auch Fremdkapitalinstrumenten (u.a. Anleihe 20/23) verfügt das Unternehmen über einen branchentypischen Finanzierungsmix. Der durchschnittliche FK-Zins liegt dabei mit rund 4,8% derzeit jedoch noch deutlich über den Finanzierungskonditionen wesentlicher Wettbewerber und beinhaltet u.E. noch weiteres Optimierungspotenzial, was wir beispielsweise im Zuge der Refinanzierung der Anleihe für umsetzbar halten. Auch Nachverhandlungen mit Banken sind bei zunehmender Portfoliogröße denkbar. Das Unternehmen strebt an, die Finanzierungskosten mittelfristig um mindestens 100 BP zu senken. Zudem erscheint eine transaktionsbezogene Kapitalerhöhung vor dem Hintergrund derzeit beschränkt verfügbarer liquider Mittel (Q1/21: 5,4 Mio. Euro) ratsam.

### Zusätzliche Erlösströme durch fondsbasierte Immobilieninvestments

Um das derzeit vorteilhafte Marktumfeld zu nutzen und die vorhandenen Personalressourcen optimal einzusetzen, wurde zuletzt die ERWE Invest gegründet. Dieses Vehikel soll fondsbasierte Direktinvestments in gewerbliche Immobilien für institutionelle Investoren (u.a. Pensionskassen, Versicherungen) ermöglichen. Ziel ist es, einen Immobilienfonds zur Finanzierung großer Objektkäufe aufzulegen und damit den Sweet-Spot der ERWE Immobilien AG (Ø 10-20 Mio. Euro Ankaufsvolumen) um großvolumige



Ankäufe (>30 Mio. Euro) sinnvoll zu erweitern. Durch die Nutzung der bestehenden Plattformen und vorhandenen personellen Kapazitäten könnten nicht nur starke Kostenvorteile und Synergieeffekte realisiert werden. Auch die in Aussicht gestellte Fokussierung auf die Bestandshaltung und damit verbundene planbare, wiederkehrende Cashflows in Form von Dienstleistungserträgen und Gewinnbeteiligungen dürften bei der ERWE Immobilien AG die Ergebnissituation verstetigen.

Darüber hinaus wäre es denkbar, dass zum Launch des Fonds ein Bestandsobjekt der ERWE Immobilien AG eingebracht wird. Der daraus resultierende Liquiditätszufluss sollte u.E. weitere Akquisitionen von Entwicklungsprojekten auf Konzernebene ermöglichen und gleichzeitig den bilanziellen Wertansatz stützen.

Nach Angaben des Managements wird beabsichtigt, den Fonds Ende des Jahres aufzulegen. Da der Fonds sich jedoch erst in der Aufbauphase befindet, erwarten wir nennenswerte Umsatz- und Ergebnisbeiträge erst ab 2022.

### **Fazit**

Mit der strategischen Ausrichtung auf die Revitalisierung von Gewerbeimmobilien in deutschen Innenstädten hat sich die ERWE Immobilien AG in einem strukturell wachsenden Marktumfeld positioniert. Der Investitionsfokus in der Nische führt zu überschaubarem Wettbewerb und zahlreichen Ankaufsoportunitäten, was in Kombination mit einer Vielzahl vermeintlich unrentabler Potenzialobjekte (u.a. unattraktiver Mietermix, hohe Leerstände) und günstigen Finanzierungsbedingungen in hohen Ankaufsrenditen resultiert.

Vor dem Hintergrund der derzeit vorteilhaften Marktumgebung erscheint es uns sinnvoll, dass ERWE kurzfristig bewusst auf Profitabilität zugunsten eines dynamischen Bestandsaufbaus verzichtet. Dennoch sehen wir in den kommenden Jahren zahlreiche Ergebnistreiber. Insbesondere der zunehmende Immobilienbestand sollte dank einsetzender operativer Leverage-Effekte und einer Optimierung der Finanzierungsstruktur zu sukzessiv steigenden Ergebnissen führen. Darüber hinaus bildet die Realisierung von Wertsteigerungspotenzialen einen zusätzlichen Ergebnistreiber.

Der aktuelle Abschlag zum NRV (3,50 Euro vs. 4,82 Euro) ist u.E. nicht gerechtfertigt. Vielmehr bietet er in Anbetracht der erwarteten kurzfristigen Wertaufholungen und der mittelfristigen Wachstumsperspektiven eine attraktive Kaufgelegenheit.

## DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

**Erklärung gemäß § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 18.06.2021):** Montega hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten. Montega oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten bzw. Erbringung von Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die vorliegende Publikation spiegelt die aktuelle Einschätzung des Analysten wider. Eine Aktualisierung oder fortlaufende, regelmäßige Kommentierung kursrelevanter Ereignisse findet nicht statt.

**Informationsquellen:** Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

**Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 18.06.2021):** Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

**Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:** Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

### Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108 und Marie-Curie-Str. 24-28  
53117 Bonn 60439 Frankfurt

### Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10  
20095 Hamburg  
www.montega.de  
Tel: +49 40 4 1111 37 80