Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger







NEBENWERTE
Des Mogazin für ektive Aktionire

In Kooperation mit:

















Mit Analysen zu: Colonia Real Estate – Deutsche EuroShop – Deutsche Grundstücksauktionen – Deutsche Wohnen – DIC Asset – Franconofurt – IVG – PATRIZIA Immobilien – POLIS – TAG Tegernsee – Vivacon



In Germany and across Europe, real estate clients put their trust in us.

Platform. People. Innovation. Solutions tailored to our clients' objectives and the ability to execute—that's what has made Morgan Stanley a leader in European real estate capital market transactions for 10 years running. From one seamless platform, we have been instrumental in shaping REIT structures across Europe and led the way in re-opening the German IPO market. Meeting your needs with on-the-ground resources in Germany and across Europe—this is how we have become your trusted adviser.

Morgan Stanley

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

die Immobilien-Beilage des Smart Investor Magazins erscheint nunmehr bereits im dritten Jahrgang und ich freue mich, allen Lesern und Leserinnen in diesem Jahr eine nochmals erweiterte Ausgabe mit insgesamt 40 Seiten präsentieren zu können. Dies ist nicht allein auf die Erweiterung der an der Fachkonferenz "Initiative Immobilien-Aktie"* am 12. Oktober 2006 teilnehmenden Immobilien-Gesellschaften zurückzuführen. Auch haben wir unserem diesjährigen Interviewpartner André Remke, Analyst der HypoVereinsbank im Bereich Real Estate Equity Research, mehr Platz eingeräumt. Das Interview führte Carsten Stern, Chefredakteur unseres Kooperationspartners Nebenwerte-Journal, der im Übrigen auch die Veranstaltung moderiert/e.

Schließlich haben wir Dr. Hans Volkert Volckens, Rechtsanwalt und Steuerberater der Beiten Burkhardt Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, einen - um nicht zu sagen: DEN - renommierten Kenner für alle Belange, die das Thema Einführung, Chancen und Schwierigkeiten von REIT-Strukturen hier zu Lande betreffen, für einen umfangreichen Gastbeitrag gewinnen können. Wohl kaum ein anderer versteht es, einen solch komplizierten Sachverhalt verständlich darzustellen. Und last but not least: Never change a winning team. Mit dem Bankhaus Lampe, das wie bereits im Vorjahr sämtliche Einzelaktienanalysen beisteuerte, arbeitet Smart Investor einmal mehr als Kooperationspartner in bewährter Manier zusammen. Ich bin überdas Gesamtwerk kann sich erneut sehen las-

Viel Spaß bei der Lektüre neue Erkenntnisse wünscht Ihnen



6. Fachkonferenz der "Initiative Immobilien-Aktie". Diese fand am 12. Oktober 2006 an gewohnter Stelle im ArabellaSheraton Grand Hotel in Frankfurt statt (siehe auch Veranstaltungsprogramm auf Seite 8). Dazu wurde das Erscheinen dieser Beilage zeitlich vorverlegt, so dass sie auf der Veranstaltung ausliegen kann bzw. konnte. Smart Investor und Nebenwerte-Journal gehören zu den Medienpartnern der Veranstaltung. Die Leser beider Magazine erhalten die Beilage als Bestandteil der am 28. Oktober bzw. 2. November erscheinenden Ausgaben 11/2006.



Falko Bozicevic Stellv. Chefredakteur Smart Investor

Sehr geehrte Damen und Herren,

bei dem Vergleich der Börsenlandschaft für Immobilienaktien vor fünf oder sechs Jahren, also dem Zeitpunkt der ersten Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie, sind gegenüber heute doch deutliche Unterschiede erkennbar. Abgesehen davon, dass zu Anfang des 21. Jahrhunderts die Immobiliengesellschaften aufgrund des Internetbooms nicht gerade im Anlegerfokus gestanden haben, hat sich in der Zwischenzeit auch die Anzahl der börsennotierten Immobilienunternehmen deutlich vergrößert. Alleine 2006 konnte der Anleger zwischen knapp 20 Neuemissionen wählen. Weitere, zum Teil auch große Emissionen stehen darüber hinaus auf der Agenda. Auffällig ist dabei jedoch die hohe Anzahl an Gesellschaften, die es nur auf eine Marktkapitalisierung von unter 50 Mio. Euro bringen. Für den Investor ergibt sich aus der Vielfalt aber auch die Möglichkeit, zwischen verschiedensten Geschäftsmodellen und Fokussierungen, je nach Anlageneigung, zu wählen.

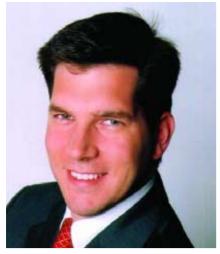
Neben einem sich tendenziell stetig verbessernden allgemeinen Börsenumfeld seit Anfang 2003 hat zumindest bei den Immobilienaktien auch die geplante Einführung des "G-REITs" für Phantasie und Anlegerinteresse, vor allem auch aus dem Ausland, gesorgt. Vor einem Jahr an selber Stelle wurde darüber spekuliert, dass hoffentlich zum letzten Mal über die Einführung des G-REITs diskutiert werden müsse. Wie leider nahezu täglich der Presse zu entnehmen ist, hat sich diese Hoffnung jedoch nicht erfüllt. Trotz einiger immer wiederkehrender Störfeuer scheint jetzt aber tatsächlich die Einführung kurz bevor zu stehen, so dass in einem Jahr dann eventuell über die ersten "Gehversuche" des G-REITs gefachsimpelt werden kann.

Immer eine glückliche Hand bei der Aktienwahl wünscht Ihnen



Roland Könen, Bankhaus Lampe





Gastbeitrag von Dr. Hans Volkert Volckens

Wie im Vorjahr befürchtet, entwickelt sich die Einführung deutscher REIT-Strukturen zur Hängepartie. Ein weiterer Imageschaden für den Finanzplatz Deutschland? - der Gastbeitrag von Dr. Hans Volkert Volckens ab Seite 10.

- 3 **Editorial**
- Inhalt/Impressum

Einführung/Hintergrund

- Fill-or-Kill -Warten auf Grünes Licht für G-REITs strapaziert die Nerven
- Referentenentwurf zum "G-REIT" 10 Eine erste Einschätzung

Aktienanalysen

- Colonia Real Estate AG: Unverändert auf Wachstumskurs
- **Deutsche EuroShop AG:** Attraktives Langfristinvestment



Analyse: 11 Aktien im Fokus

Die Analysen der an der Fachkonferenz "Initiative Immobilien-Aktie" teilnehmenden Gesellschaften lieferte wieder unser Researchpartner, das Bankhaus Lampe. Die Werte von A-Z auf den Seiten 14 bis 35.

- Deutsche Grundstücks-18 auktionen AG: Renditestarke Depotbeimischung
- **Deutsche Wohnen AG:** 20 Auf der Suche nach dem fairen NAV
- DIC Asset AG: 22 Starkes Wachstum, attraktive Ausschüttungen
- 24 Franconofurt AG: Beeindruckendes Wachstum
- 26 IVG Immobilien AG: ' Das Standardinvestment unter den deutschen Immobilien-Aktien



Interview mit André Remke

Smart Investor blickt mit André Remke, Immobilienanalyst der HypoVereinsbank, über den Tellerrand regionaler Immobilienmärkte hinaus und durchleuchtet den globalen "Investment Case" für Immobilien – ab Seite 36.

- **PATRIZIA Immobilien AG:** 28 Steigerungspotenzial erkennbar
- 30 POLIS AG: Chancen auf Börsengang gewachsen
- 32 TAG Tegernsee Immobilienund Beteiligungs-AG: Strategische Neuausrichtung soll greifen
- 34 Vivacon AG: Konzentration auf institutionelle Kunden

Interview

36 Interview mit André Remke, Analyst der HypoVereinsbank im Bereich Real Estate Equity Research

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

"Immobilienaktien 2006 – im Windschatten der REITs!", Beilage des Smart Investor 11/2006

Verlag:

Verlag: Smart Investor Media GmbH Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen Tel.: 08171-419650, Fax: 08171-419656 eMail: info@smartinvestor.de Internet: www.smartinvestor.de

Redaktion Smart Investor:

Ralf Flierl (Chefredakteur), Falko Bozicevic (stellv.), Tobias Karow

Redaktionsanschrift:

sh. Verlag, Fax: 08171-419641. eMail: redaktion@smartinvestor.de

Projektleitung:

Falko Bozicevic

Einzelwertanalysen:

Roland Könen, Research-Team Bankhaus Lampe

Bilderquellen:

Unternehmensarchive bzw. www.bilderbox.de

Mitarbeit an dieser Ausgabe:

Magdalena Lammel, Carsten Stern, Dr. Hans Volkert Volckens

Gesamtgestaltung:

Robert Berger

Bildredaktion:

Tobias Karow

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

Vertrieb:

Kostenlos für Abonnenten des Smart Investor, Einzelverkaufspreis 5 Euro (inkl. 7% MwSt.)

In Kooperation mit:

Initiative Immobilien-Aktie, Nebenwerte-Journal, Bankhaus Lampe

ZKZ 61978 ISSN 1612-5479 Sal. Oppenheim

SAL. OPPENHEIM – ERFAHRENER PARTNER FÜR REAL ESTATE-TRANSAKTIONEN _____

Ausgewählte Transaktionen



Verkauf eines Immobilien-Portfolios der Freien und Hansestadt Hamburg (FHH)

Sal. Oppenheim fungiert als Berater des Landes

laufend



Verkauf der Anteile des Bundes an der Vivico Real Estate GmbH

Sal. Oppenheim fungiert als Berater des Bundes

laufend



Verkauf der Nileg Holding durch die Nord/LB

Sal. Oppenheim fungierte als Berater auf Käuferseite

Juli 2005



Verkauf der Rechte des Bundes an der Spezialimmobilie Bundeskavernenanlage in Etzel

Sal. Oppenheim fungierte als Berater auf Verkäuferseite

April 2005



Privatisierung der GAGFAH im Auftrag der Bundesversicherungsanstalt für Angestellte

Sal. Oppenheim fungierte als Berater auf Verkäuferseite

September 2004



Privatisierung der GSW im Auftrag des Landes Berlin

Sal. Oppenheim fungierte als Berater auf Verkäuferseite

Mai 2004



Verkauf von Anteilen an der IVG Immobilien AG

Sal. Oppenheim fungierte als Berater auf Käuferseite

Februar 2004



Verkauf eines Wohnungsportfolios mit rd. 27.000 Wohneinheiten

Sal. Oppenheim fungierte als Berater auf Käuferseite

Dezember 2003

Sal. Oppenheim ist eine der führenden Adressen für das Real Estate Investment Banking. Wir haben eine langjährige Expertise im Bereich der Immobilientransaktionen und verfügen über umfassendes Produkt- und Industrie-Knowhow. Besonderen Wert legen wir auf unser ausgedehntes Relationship-Netzwerk im deutschsprachigen Raum.

Ihre persönlichen Ansprechpartner:

Dr. Wolfgang Schäfers, Telefon: +49 (69) 71 34-50 60, E-Mail: wolfgang.schaefers@oppenheim.de

Georg Schüttken, Telefon: +49 (2 21) 145-1631, E-Mail: georg.schuettken@oppenheim.de

Dr. Sven Helmer, Telefon: +49 (69) 71 34-56 74

E-Mail: sven.helmer@oppenheim.de

Sal. Oppenheim ist spezialisiert auf:

- die Privatisierung von Immobilienbeteiligungen und -forderungen der öffentlichen Hand;
- die Entwicklung von Verwertungskonzepten für Gesellschaften mit umfassenden Bestandsportfolios;
- die Beratung bei Konzeption, Kauf und Verkauf von Immobilien(aktien)gesellschaften;
- die Beratung und Begleitung von Kapitalmarktmaßnahmen im Immobilienbereich;
- die Entwicklung und Plazierung von innovativen Immobilien-Beteiligungsangeboten.

	_ www.oppenheim.de
--	--------------------



Fill-or-Kill

Warten auf Grünes Licht für G-REITs strapaziert die Nerven

Im letzten Jahr hatten wir es zwar befürchtet, allerdings war die Hoffnung allerorten noch groß: 'Eigentlich' müsse die Bundesregierung doch einsehen, dass die Einführung von REIT-Strukturen hier zu Lande absolute Priorität haben sollte, um den Finanz- und Investitionsstandort Deutschland nicht nur vor einem Imageschaden zu bewahren. Denn am 1. Januar startet in Großbritannien ein Konkurrenzprojekt mit der Einführung des UK-REITs, also der britischen Variante von Real Estate Investment Trusts (REITs). Und wie wir alle wissen, ist Kapital wie ein flüchtiges Reh, mithin schlechte Karten also, wenn sich die deutsche Regierung, die ja de facto ohne jegliche Opposition regieren kann (wenn sie dies täte), weiterhin so zögerlich verhält. Genau so sieht es derzeit aus, mit der Folge, dass der mögliche Starttermin für G-REITs (German REITs) nunmehr kaum noch der 1. Januar 2007 sein kann. Über das Ausmaß der Verschleppung sieht man allerorten lange Gesichter, so zuletzt bei diversen Fachreferenten auf der überaus gelungenen Veranstaltung "Reiz der REITs" der Börse München Mitte September.

Ruhige Hand wird noch schlaffer

Dabei hatte man es Schwarz-Rot bereits so leicht wie möglich gemacht, wohl wissend, dass andernfalls sicherlich rein gar

nichts aus den Startrampen gekommen wäre - die berühmt-berüchtigte "Ruhige Hand" von Ex-Kanzler Schröder ist unter Frau Merkel leider noch eine Spur schlaffer geworden. Die Initiative Finanzplatz Deutschland, kurz IFD, hat unter Federführung der wichtigsten Branchenkenner daher der deutschen Regierung einen praktisch komplett ausgefertigten G-REIT-Entwurf vorgelegt. Das war zwar gut, aber nicht gut genug. Bis zur Stunde wird nunmehr über die Schließung von Steuerschlupflöchern debattiert, und das kann bekanntlich dauern, wie jeder Steueranwalt bestätigen kann. Eine gangbare Lösung wäre noch die so genannte vinkulierte Namensaktie (siehe auch GoingPublic Magazin 10/2006 Seite 62 ff.). Kompliziert? - in der Tat. Für alles Wei-

Börsennotierte dt. In	MMOBILIE	NAKTIEN AU:	S DER BEILA	age 11/2005 und Neuz	UGÄNGE
Unternehmen	Kurs	Marktkap.	Perfor-	Vотим	Kurs/
	AKTUELL	(M10.)	MANCE*	IA 2005	NAV***
Colonia Real Estate	31,49	494,4	+293,6%	spekulat. Kauf	N.A.
IVG IMMOBILIEN	28,60	3.317,6	+67,3%	10% Potenzial	1,6
Deutsche Grundst.aukt.	18,80	30,1	+28,2%	Beimischung	N.A.
DEUTSCHE WOHNEN	48,80	976,0	+26,4%	10% Potenzial	1,3
DEUTSCHE EUROSHOP	54,50	937,4	+21,1%	HALTEN	1,2
TAG TEGERNSEE	8,60	280,4	+1,2%	HALTEN	N.A.
Vivacon	18,85	363,8	-34,7%	Halten, Rückschl.pot.	N.A.
DT. BV Іммов.ноldg.	1,32	12,5	-84,4%	MEIDEN	N.A.
DIC Asset	28,85	585,7	NEU	-	1,6
Franconofurt	12,20	80,5	NEU	-	N.A.
Patrizia Immobilien	21,19	1.004,4	NEU	-	N.A.

^{*)} seit Erscheinen der Sonderbeilage 11/2005

⁾ IA 2005: Smart Investor Beilage "Immobilien-Aktien 2005"; Researchpartner: Bankhaus Lampe ***) Bei Nicht-Bestandshaltern kein NAV ausgewiesen bzw. ermittelbar;

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research; Angaben in Euro

EquityStory AG

Online Investor Relations

Einführung



tere sei an dieser Stelle auf den folgenden Gastbeitrag von Dr. Hans Volkert Volckens. Rechtsanwalt und Steuerberater der Beiten Burkhardt Rechtsanwaltsgesellschaft mbH. hingewiesen, der Ihnen die Schwierigkeiten und Fallstricke zweifellos ein gutes Stück detaillierter und verständlicher wird erläutern kön-

Rückblick auf die letztjährigen Beurteilungen

Doch schauen wir kurz zurück und dann nach vorn. Interessant, wie sich im Vergleich zum letzten Jahr unübersehbare Parallelen zu demjenigen Vergleich zwischen 2005 und 2004 auftun. In der Tabelle auf Seite 6 finden Sie eine Auswertung der Performances und Beurteilungsvoten der letztjährigen Smart Investor-Beilage "Immobilien-Aktie 2005". Mit einem Kursplus von fast 300% schoss Colonia Real Estate den Vogel ab – im Vorjahr gab es mit Vivacon ebenfalls einen ähnlichen

Überflieger. Auf Platz 2 mit fast 70% Kursplus die IVG Immobilien AG – auch dies wie schon vor einem Jahr an selber Stelle. Die Deutsche EuroShop legte wie schon 2004/05 mehr als 20% zu, die Dividenden sind hierbei jeweils noch nicht mitgerechnet. Nach AGIV Real Estate im letzten Jahr gibt es auch dieses Mal leider wieder einen Totalausfall zu beklagen: 84% Minus bei der Deutschen Beamtenvorsorge und Immobilienholding. Sieht man sich nun die Beurteilungen unseres Researchpartners Bankhaus Lampe an, so hätte die Tabelle praktisch die gleiche Sortierungsreihenfolge gehabt: Sowohl der Top-Per-

DISCLAIMER

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Gesellschaften und dem Bankhaus Lampe existieren. Der Verfasser oder einer seiner Mitarbeiter halten unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate dieser Gesellschaft: Deutsche EuroShop AG. Diese Studie ist im Auftrag der hier beschriebenen Gesellschaft entgeltlich erstellt worden: Vivacon AG.

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Gesellschaften und der Smart Investor Media GmbH existieren. Der Verfasser oder einer seiner Mitarbeiter halten unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate dieser Gesellschaft: DIC Asset AG.

Anzeige



6. Fachkonferenz Initiative Immobilien-Aktie – Kurzfassung des Veranstaltungsprogramms

Mi, 11.10.2006

19.30 Uhr Get together Main-Tower Restaurant & Bar Neue Mainzer Straße 52–58, 60311 Frankfurt am Main

Do, 12.10.2006

8.30 Uhr Registrierung

9.00 Uhr Veranstaltungsbeginn, Moderation: Carsten Stern, Chefredakteur Nebenwerte-Journal

9.00 – 9.30 *Uhr* Key Note Dr. Matthijs van den Adel, Mitglied des Vorstands, WestLB AG

9.30 – 10.00 Uhr Martin Praum, Director, Research Analyst Real Estate, Deutsche Bank AG, "Aktuelle Situation der deutschen Immobilien-AG"

10.00 – 10.45 Uhr Podiumsdiskussion REITs mit Dieter W. Hitzel, Issuer Relations Deutsche Börse AG, Oliver Puhl, Executive Director Morgan Stanley Bank AG, Prof. Dr. Wolfgang Schäfers, Managing Director Real Estate Investment Banking Sal. Oppenheim jr. & Cie. KGaA, und Dr. Hans Volkert Volckens, Rechtsanwalt und Steuerberater BEITEN BURKHARDT Rechtsanwaltsgesellschaft mbH; Moderation: Dr.

Dirk Matthey, Finanzvorstand IVG Immobilien AG

10.45 - 11.00 Uhr Kaffeepause

11.00 – 11.45 Uhr Präsentationsblock 1, Ballsaal: Deutsche EuroShop AG, Raum Goethe: DIC Asset AG

11:45 – 12.30 Uhr Präsentationsblock 2; Ballsaal: IVG Immobilien AG, Raum Goethe: TAG Tegernsee Immobilien- und Beteiligungs-AG

12.30 - 13.30 Uhr Mittagspause

13.30 – 14.30 Uhr Vorträge: Peter Wallner, Innova AG/Deloitte, "Deutscher Wohnungsmarkt – Status quo und Ausblick"; Raimund Ellrott, Geschäftsführender Gesellschafter GfK Prisma Institut, "Einzelhandelsstandort Deutschland – Situation 2006 und Ausblick 2007"; Dr. Martin Braun, Head of Corporate Finance Cushman & Wakefield Inc., "Die deutschen Büromärkte im Überblick"

14.30 – 15.15 Uhr Präsentationsblock 3, Ballsaal: Deutsche Wohnen AG; Raum Goethe: Franconofurt AG

15.15 – 16.00 Uhr Präsentationsblock 4, Ballsaal:PATRIZIA Immobilien AG; Raum Goethe:Deutsche Grundstücksauktionen AG

16.00 – 16.15 Uhr Kaffeepause

16.15 – 17.00 Uhr Präsentationsblock 5, Ballsaal: Colonia Real Estate AG; Raum Goethe: POLIS AG

17.00 – 17.45 Uhr Präsentationsblock 6, Ballsaal: Vivacon AG

ca. 17.45 Uhr Ende der Veranstaltung

former, der größte Wertvernichter als auch die Zwischenstufen (obgleich hier und da etwas zu konservativ) wurden klar identifiziert: Respekt.

Die Zeit ist überreif

Einen signifikanten Unterschied gibt es allerdings, und zwar in der Bewertung der börsennotierten deut-Immobiliengesellschen schaften. Das Verhältnis von Kurs zu Net Asset Value (Nettosubstanzwert, also Gegenwartswert des Immobilienportfolios abzüglich Schulden sofern vorhanden) liegt mittlerweile durchweg über 1, während es im Vorjahr noch mehrheitlich bei ziemlich exakt 1 gelegen hatte. Dies kann zweierlei bedeuten: Entweder müssen sich die Gesellschaften als ,überbewertet' bezeichnen lassen, oder aber der NAV spiegelt noch nicht den wahren Wert des Immobilienportfolios wider, weil beispielsweise eine kommende Bewertungserhöhung antizipiert wird. Die Wahrheit dürfte irgendwo in der Mitte liegen. In Antizipation auf die Einführung des G-REITs ist die gesamte deutsche Immobilienbranche auch 2006 wie schon im Vorjahr kursmäßig mehrheitlich sehr gut gelaufen, jetzt muss diese wohl weit reichendste Veränderung der Rahmendaten innerhalb der letzten Jahrzehnte auch tatsächlich erfolgen, ansonsten wären wohl (Bewertungs-)Probleme zu erwarten. Wenn Deutschland weiter schläft, macht als nächstes Großbritannien das Rennen um die Anlegergunst innerhalb der Branche. Oder, um es etwas griffiger und im Börsenjargon auszudrücken: FOK - Fill-or-Kill, was frei interpretiert gleichbedeutend ist mit "Jetzt oder gar nicht (mehr)".

Falko Bozicevic

RENDITE & MEHR

MIC Rohstoffe Plus Depot

Profitieren Sie von den positiven Entwicklungen des Rohstoffsektors und investieren Sie jetzt in das MIC Rohstoffe Plus Depot. Ab einer Anlagesumme von 2.500 Euro können Sie am Aufwärtstrend partizipieren.







MÜNCHNER INVESTMENT CLUB

HIER IST MEHR FÜR SIE DRIN!

Mit ihren flexiblen Anlagestrategien erschließen die MIC-Gemeinschaftsdepots die Chancen der internationalen Kapitalpapiermärkte.

- MIC Aktien Plus Depot
- MIC Anleihen Plus Depot
- MIC Rohstoffe Plus Depot

Ihre Vorteile im MÜNCHNER INVESTMENT CLUB (MIC)

- Erfolgreiche Anlagestrategie
- Völlige Unabhängigkeit
- Kein Ausgabeaufschlag
- Kostenfreier MIC-Depotwechsel
- Niedrige Mindestanlagesumme
- Flexibilität und Transparenz
- Sicherheits- und Kontrollkonzept

Fordern Sie unsere Infobroschüre an oder besuchen Sie als Gast eine unserer Veranstaltungen.

MÜNCHNER INVESTMENT CLUB

Herterichstraße 101 81477 München

Telefon 089-790863-50 E-Mail info@mic-online.de Internet www.mic-online.de



Referentenentwurf zum "G-REIT"

Eine erste Einschätzung

Gastbeitrag von Dr. Hans Volkert Volckens, Rechtsanwalt und Steuerberater bei der Beiten Burkhardt Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

Am Abend des 25. September 2006 hat das Bundesfinanzministerium ("BMF") den "Entwurf eines Gesetzes zur Schaffung deutscher Immobilienaktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (Real Estate Investment Trust-Gesetz)" veröffentlicht. Mit diesem Referentenentwurf wird die Diskussion um die Schaffung einer deutschen REIT-Struktur seitens des Bundesfinanzministeriums offiziell dem parlamentarischen Verfahren überantwortet.

Bei dem deutschen REIT handelt es sich nach dem vorliegenden Referentenentwurf um eine Aktiengesellschaft mit Sitz und Geschäftsleitung in Deutschland. Zudem hat die Aktiengesellschaft ihre Anteile im organisierten Markt eines Mitgliedstaates der Europäischen Union oder eines Vertragsstaates des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zu notieren, wobei ein Streubesitz im Zeitpunkt der Börsenzulassung von mindestens 25% existieren muss. War ursprünglich vom BMF noch vorgesehen, dass es sich bei den Anteilen des G-REIT um vinkulierte Namensaktien handeln müsse, ist dieses Erfordernis im Referentenentwurf nicht mehr erforderlich.

Problem: das Verschachtelungsprinzip

Aktionäre dürfen unmittelbar nur weniger als 10% am Grundkapital des REIT halten. Diese Begrenzung des unmittelbaren individuellen Anteilsbesitzes ist erforderlich, um bei internationaler Anlegerbasis das deutsche Recht zur Besteuerung der Ausschüttungen des REIT zu sichern und weiße, d. h. nahezu unbesteuerte Einkünfte zu vermeiden. Im Gegensatz zum englischen REIT-Modell, das ebenfalls eine solche Restriktion vorsieht, ist der Aktionär eines deutschen REITs allerdings auf der mittelbaren Ebene nicht begrenzt. Das bedeutet, er darf mittelbar eine höhere Beteiligung am REIT halten und so seinen Einfluss sichern.

	Struktur / Börsencotlerung	Einkommens- (Anlageschweilen	Mindestaus- schüttung	Leverage
US-REIT USA	Corporation	75% / 75% Max. 20% TRS	90% des laufanden Ertrags / CG -	unbegrenzt
ALPT Australien	Unit Trust	/ nur passive Immobilienaniage	100% des laufenden Erfrags / CG 100%	Thin Cap Rules
J-REIT Japan	Unit Trust. Corporation	/ nur Immobilien. Wertpapwere	90% des ausschüttbaren Einkommens	unbegrenzt
SHC Frankreich	S.A. (AG), SCA (KGoA)	/ 80 % Inmobilienquote	85%/100% des taufenden Ertrags / CG 50%	unbegrerat
SICAPI Belgen	U.C (GneH), U.P (KGaA)	/ max 20 % pro Einzel- Immobilierinvestment	80% des laufenden Erträgs / CG //	Max, 50% der

Ouelle: Börse München; Beiten Burkhardt

Der G-REIT darf nach dem Gesetzentwurf Immobilien sowohl direkt als auch indirekt über Personengesellschaften halten. Eine Mindestgröße der Beteiligung an einer Personengesellschaft ist dabei nicht vorgeschrieben. Ausländische Immobilien dürfen zudem über Auslandsobjektgesellschaften gehalten werden, die in der Rechtsform der Kapitalgesellschaft gegründet dürfen.



Dr. Hans Volkert Volckens

Anscheinend nicht gestattet ist dagegen der Erwerb von inländischen Immobilien

über eine Tochterkapitalgesellschaft, wie es allerdings noch die Eckpunkte vom 1. August vorsahen. Dies scheint in dem Umstand begründet zu sein, dass die in den Eckpunkten vom 1. August vorgesehene Möglichkeit, steuerfreie REIT-Tochterkapitalgesellschaften zu gründen, auf europarechtliche Bedenken stieß. Denn die Steuerfreiheit der Tochtergesellschaft sollte nach den Plänen des Gesetzgebers zur Sicherung des deutschen Steueraufkommens nur bei einem deutschen Mutter-REIT, nicht aber einem ausländischen Mutter-REIT gewährt werden. Mit der nun zwingenden Steuerpflichtigkeit der Tochterkapitalgesellschaft ist aber deren Attraktivität im steuerfreien REIT-Modell hinfällig, weshalb der Gesetzgeber verkennend ganz auf sie verzichten will.

Hinsichtlich der Vorgaben zur Strukturierung des Betriebsvermögens des REIT bleibt es bei den hinlänglichen bekannten Vorgaben: So hat der REIT mindestens 75% seines Vermögens in unbewegliches Vermögen zu investieren und ebenso 75% seiner Bruttoerträge aus der Vermietung und Verpachtung von Grundbesitz zu beziehen. Bis zu 20% des Vermögens bzw. der Bruttoerträge dürfen in Dienstleistungsgesellschaften investiert sein, die immobiliennahe Dienstleistungen an Dritte erbringen. Die restlichen 5% dürften dann seitens des REIT wohl für das Cash-Management verwendet werden.

Hier und da Nachbesserungsbedarf

Wahrscheinlich ist nach dem derzeitigen Entwurf, dass Auslandsobjektgesellschaften nicht in die 75%-Quote fallen sollen,

	Besteuerung Geseltschaftsebene	Quellensteuerbelastung bei auständischen Privatanlegern
US-REIT USA	Gras. (+), aber Ausschütungen von Ertrag abziehber	Neu: 30% Quellensteuer auf Ausschläftungen, sofern Anleger nicht mehr als 5% der REIT-Aktien hült. DBA- Privleglerungen (+)
ALPT Australien	Grds (): Ausnahme: bestimmte Enträge, die ausl Anlegem zugenechnet werden	Ouetensteuer auf Ausschuftungen von Einkünften aus Dividenden / Zirsen an ausländeche Anleger entsprechend DBA-Regelungen
J-REIT Japan	Grds. (*), aber Ausschüttungen von Ertrag abzeitbar	Quebersteuer bei börsennstierten J.REITe 7% zugt. 3% örtliche Steuern, bei CG keine Quefernsteuer, aber Erklänungspflicht
SIIC Frankreich	Immobilienerträge () Sonelige Einkünfte (+) Ausgeschüttete CG ()	Quefensteuer von 25% auf Assochüttungen, DBA- Privilegierungen (+)
SICAFI Belgien	Gras. (+), aber: immobilienerträge (-) CG (-)	Quellansteuer von 15% auf Ausschüttungen, DBA- Privilegenungen (+)

Ouelle: Börse München; Beiten Burkhardt

so dass das indirekte Halten ausländischer Immobilien zu den prinzipiell "schädlichen Aktivitäten" des REIT gehören würde. Dieses Ergebnis wäre jedoch nicht sachdienlich, weshalb an diesem Punkt nachgearbeitet werden sollte.

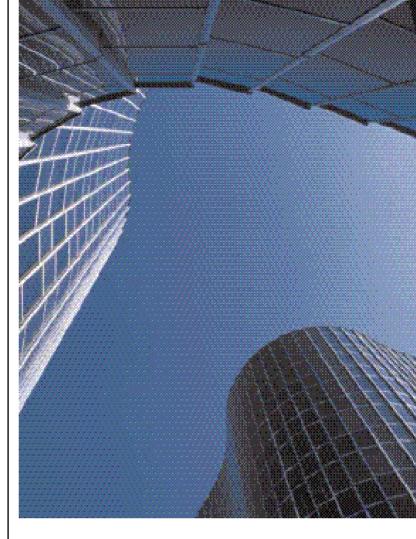
Die Ausschüttungsbasis soll sich nach handelsrechtlichen Grundsätzen und nicht nach IFRS berechnen. Dabei soll eine lineare Ausschüttung von der Ausschüttungsbemessungsgrundlage abziehbar sein. Fraglich bleibt allerdings weiterhin in diesem Zusammenhang, wie der REIT mit Erträgen umgehen soll, die seine Liquidität (noch) nicht erhöht haben. So können Forderungen gegenüber dem Mieter denklogisch erst dann ausgeschüttet werden, wenn sie seitens des REIT auch realisiert worden sind. Was macht aber ein REIT mit vorübergehend säumigen Mietern? Diesbezüglich wird auf den Gesetzgeber noch ein gutes Stück Arbeit zukommen, hat er in dieser Frage doch den Spagat zwischen Vermeidung von Illiquidität des REIT einerseits und der Vermeidung von Missbräuchen zur Manipulation des Ausschüttungsvolumens andererseits zu meistern.



Der Gesetzgeber begrenzt die Möglichkeit des REIT, sich fremd zu finanzieren, auf insgesamt 60% des Marktwertes seines Betriebsvermögens. So unnötig diese gesetzliche Vorgabe ist, so wenig schadet sie, da der REIT ohnehin keine hohe Fremdfinanzierung am Aktienmarkt durchsetzen kann. Dies haben internationale Erfahrungen hinlänglich bewiesen.

Verbesserungen auf der steuerrechtlichen Seite

Auf der steuerrechtlichen Seite sieht der Gesetzentwurf einige Verbesserungen gegenüber den Eckpunkten vom 1. Au-



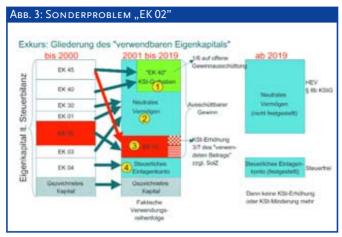
GRUNDLEGEND.BEWEGLICH.

Flexibel bauen. Intelligent finanzieren.

Welche Form Sie Ihrer Immobilie geben sollten, sagt Ihnen Ihr Architekt oder Ihr Geschmack. Wir sagen Ihnen, wie man sie flexibel finanziert. Denn die HSH Nordbank bietet nicht nur durchdachte klassische Finanzierungen – unsere strukturierten Produkte und neuartigen Finanzierungslösungen schaffen Raum für mehr Beweglichkeit. Auf dem deutschen Heimatmarkt und immer mehr auch im Ausland. Denn wir wachsen besonders auf dem internationalen Markt. Und bleiben flexibel.

Nähere Informationen zu unseren Immobilienfinanzierungen unter www.hsh-nordbank.com





Wer versteht diese Grafik? Kein Wunder daher, wenn beim Bundesfinanzministerium derzeit die "Köpfe rauchen"... - und nicht nur dort!; Quelle: Börse München; HypoVereinsbank

gust vor. So bleibt für private Kleinanleger beispielsweise die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen bei Mindesthaltefrist von einem Jahr bestehen. Die ursprüngliche Versagung der Anwendung des § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG auf die Veräußerung von REIT-Beteiligungen war auch nicht zu rechtfertigen.

Auch die Möglichkeit, bei bestimmten vom REIT nicht selbst verschuldeten Verstößen grundsätzlich gesetzlich vorgesehene Sanktionen (Strafzahlungen) durch Billigkeitserlass seitens der Finanzverwaltung zu vermeiden, ist sicher richtig (z. B. Verstoß

gegen die Bestandsquote von 75% durch höhere Gewalt). Die nun klare Regelung für den steuerprivilegierten Umgang mit den EK 02-Beständen der ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen ist akzeptabel. Die nun erfolgte Zulassung von Sale & Lease Back-Konstruktionen im Rahmen der Exit Tax war ebenfalls zwingend, um die werthalti-Immobilienbestände

der deutschen Unternehmen zu mobilisieren und nicht nur "Industriebranchen" REIT-fähig auszugestalten.

Offene Problemfelder

Gleichwohl bleiben aber steuerpolitische Themen, die unbedingt bis zur Formulierung des Kabinettsentwurfes geklärt wer-

Авв. 4: Die neuen Anforderungen eines G-REITs ergeben sich AUS DEN KAPITALMARKTORIENTIERTEN INVESTITIONSSTRATEGIEN Attraktives Risk/Return-Profil des Wertpapiers "Immobilienunternehmen" im globalen Umfeld Transparenz und Vergleichbarkeit schaffen Mehrwert Fokussierung auf das Kerngeschäft Markfliquidität und Exit sind wertbestimmend (free float / Immobilienunternehmens-Bewertung und fair value)

Quelle: Börse München; BayernLB

den müssen. Zwei wichtige Beispiele seien an dieser Stelle genannt:

So ist die Versagung des Halbeinkünfteverfahrens bzw. der Steuerfreistellung nach § 8b Abs. 1 KStG im Rahmen der Ausschüttung des REIT grundsätzlich nachvollziehbar. Dennoch ist zu beachten, dass der REIT neben steuerfreien auch ertragsteuerlich vorbelastete Erträge an die Anleger ausschüttet (z. B. ausländische Mieteinkünfte oder Gewinne der steuerpflichtigen Dienstleistungsgesellschaften). Sind diese beispielsweise mit 40% steuerlich vorbelastet, würde es bei angenommenem Steuersatz des REIT-Aktionärs von ebenfalls 40% zu einer kumulativen steuerlichen Belastung dieser Erträge in Höhe von 64% kommen. Diese Überbelastung wäre der Todesstoß jeder Immobilieninvestition im Ausland oder der Erbringung immobiliennaher Dienstleistungen an Dritte. Dies kann nicht sein und ist zu korrigieren.



Quelle: Börse München; BayernLB

Auch der Umstand, dass im Rahmen der Exit Tax nur Immobilien steuerprivilegiert übertragen werden können, die mindestens seit bereits zehn Jahren Bestandteil eines deutschen Betriebsvermögens sind, ist kontraproduktiv. Durch diese zeitliche Vorgabe werden jüngere Immobilienbestände ausgeschlossen, die im Hinblick

auf die langfristige Anlageperspektive des REIT als Investitionsgegenstand gerade erforderlich und immobilienwirtschaftlich sinnvoll wären. Auch diesbezüglich sollte der Gesetzgeber noch einmal korrigieren und die Frist zumindest auf fünf Jahre reduzieren.

Ausblick

Alles in allem macht der Referentenentwurf Mut und gibt Grund zur Hoffnung, dass das nunmehr seit Jahren diskutierte Vorhaben doch noch pünktlich zum 1. Januar 2007 umgesetzt wird. Allerdings bleibt nun abzuwarten, wie sich die Große Koalition bezüglich dieses Vorhabens positionieren wird. Sollte die Gesetzgebung aufgrund ideologischer Vorbehalte scheitern und sich massiv verzögern, wäre dies für den deutschen Kapitalmarkt äußerst nachteilig. Deutschland würde endgültig im Wettbewerb um die Ausgestaltung international attraktiver indirekter Immobilieninvestitionen verlieren.





Colonia Real Estate AG

Unverändert auf Wachstumskurs





Unternehmensprofil

Die Geschichte der Gesellschaft in ihrer heutigen Form geht auf die im März 2003 erfolgte Übernahme von 85% des Aktienkapitals der bereits 1875 gegründeten Küppersbusch AG durch die Schweizer SwissReal Estate AG zurück. Im November 2003 erfolgte schließlich mit der Umfirmierung in die Colonia Real Estate AG eine gleichzeitige Neuausrichtung der Geschäftstätigkeiten als Immobilien- und Beteiligungsgesellschaft. Das Immobilienportfolio, welches sich unverändert im Aufbau befindet, besteht insbesondere aus Wohn-, aber auch aus Hotelund Gewerbeimmobilien in Deutschland.

Unternehmensstrategie

Colonia Real Estate strebt die Marktführerschaft in Deutschland für opportunistische Immobilieninvestments und Asset Management-Dienstleistungen an. Die Gesellschaft investiert dabei in Cashflow-positive Immobilien und Immobilienunternehmen mit dem Ziel, ein breit diversifiziertes, hochrentierliches Portfolio in den Bereichen Wohn- und Gewerbeimmobilien (insbesondere Einzelhandelsobjekte) aufzubauen. Die Diversifikation in die verschiedenen Immobilienkategorien soll zu einem ausgewogenen Immobilienbestand führen und das Gesamtrisiko vermindern. Der entscheidende Faktor ist dabei vor allem die Renditeerwartung und weniger die Art der Immobilie.

Die Kernkompetenz der Gesellschaft liegt angabegemäß auf der Identifikation von unterbewerteten Immobilien, wobei der Fokus auf einem antizyklischen Investitionsverhalten bzw. auf Erwerbschancen bei so genannten "distressed" Situationen (in Notlage



befindlich) liegt. In der Vergangenheit konnte Colonia Real Estate dabei nach eigenen Angaben im Durchschnitt zu einem 8,5-fachen Faktor bezogen auf die Nettomiete einkaufen, während der Branchendurchschnitt hier bei 12 bis 14 liegt. Die bevorzugte Investitionsgröße liegt zwischen 10 und 50 Mio. Euro. Mit dieser Grenze will die Gesellschaft bewusst unterhalb der herkömmlichen Investitionsgröße institutioneller Investoren liegen.

Priorität hat in den kommenden Monaten nach Managementangaben der Ausbau des Portfolios auf eine kritische Masse bei Wohnimmobilien, die für die Gesellschaft bei 12.000 bis 15.000 Einheiten liegt. Ab dieser Größe besteht aus Sicht des Unternehmens dann die Option, die Tochter CRE Wohnen als REIT separat an der Börse zu platzieren.

Internetadresse	www.cre.ag	nach IAS	2005	2006e	2007e	2008e	Kennzahlen	
ISIN	DE0006338007	Umsatz	7,7	35,0	50,0	70,0	KGV 2006e	19,4
Wertpapierkennnummer (WKN)	633 800	- Veränderung ggü. Vorjahr	951,6%	355,9%	42,9%	40,0%	KGV 2007e	17,0
Bloombergkürzel	KBU	EBIT	12,9	40,0	60,0	65,0	KGV 2008e	15,1
Kurs (29.9.2006) in Euro	30,3	- Veränderung ggü. Vorjahr	-2972,9%	209,4%	50,0%	8,3%		
Aktienanzahl in Mio.	15,7	- EBIT-Marge	168,4%	114,3%	120,0%	92,9%	Dividendenrendite 2006e	0,0%
Marktkapitalisierung in Mio. Euro	476,0	EBT	9,2	35,0	40,0	45,0	Dividendenrendite 2007e	0,0%
52-Wochen-Hoch (in Euro)	49,88	- Veränderung ggü. Vorjahr	-1125,7%	279,2%	14,3%	12,5%	Dividendenrendite 2008e	1,6%
52-Wochen-Tief in (Euro)	8	- EBT-Marge	120,2%	100,0%	80,0%	64,3%		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	67.390	Jahresüberschuss	6,8	24,5	28,0	31,5	Buchwert je Aktie 30.06.06 (in Euro)	4,77
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	96,7%	- Veränderung ggü. Vorjahr	-1235,0%	259,8%	14,3%	12,5%	NAV je Aktie 2005 (in Euro)	
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	10684,2%	- Nettomarge	88,7%	70,0%	56,0%	45,0%		
CDAX-Gewichtung	0,03%	Ergebnis je Aktie	0,43	1,56	1,78	2,01	Anzahl der Objekte (30.6.2006)	8.300
EPRA*-Gewichtung	0,37%	- Veränderung ggü. Vorjahr	-260,6%	259,8%	14,3%	12,5%	Vermietete Fläche (in qm) (30.6.2006)	532.000
Geschäftsjahr	31.12.	Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,50	Leerstandsquote (in 2005)	5,0%
Nächster Termin	15.11.06 (QIII)	- Veränderung ggü. Vorjahr					Mitarbeiter	38
Aktionärsstruktur (17.08.06)		eter May 5,7%; Fortman Cline					+	

Neben dem weiteren Ausbau des Investmentportfolios will das Unternehmen in den kommenden Perioden auch das Asset Management-Geschäft für Dritte weiter ausbauen. Mit der mehrheitlichen Beteiligung an der Resolution GmbH Anfang 2006 konnte die Gesellschaft hier entscheidendes Know-how aufbauen und kann aktuell bereits rund 700 Mio. Euro Assets under Management aufweisen. Mit der Gründung der Tochtergesellschaft CRE Fonds Management GmbH soll der Bereich Asset Management mit geschlossenen Fondsprodukten

sinnvoll ergänzt werden. Mit den letztgenannten Bereichen will Colonia Real Estate den Anteil der wiederkehrenden Erträge stärken, ohne größere Investitionen vornehmen zu müssen. Insgesamt will das Management so zu einem führenden integrierten Immobilieninvestmentkonzern werden.

Operative Entwicklung

Das zweite Quartal 2006 stand unter dem Zeichen der deutlichen Ausweitung des Immobilienportfolios sowie der Integration der Resolution GmbH. Im ersten Halbjahr 2006 konnte der Konzern insgesamt ein

Neuinvestitionsvolumen von rund 200 Mio. Euro tätigen. Die operative Entwicklung der ersten sechs Monate zeigt dementsprechend auch Umsatzerlöse in Höhe von 6,5 Mio. Euro

(2005: 1,2 Mio. Euro), wobei 1,7 Mio. Euro auf Gewerbeimmobilien und 4,6 Mio. Euro auf das Segment Wohnen entfielen. Die Gesamtleistung betrug 19,6 Mio. Euro (2005: 1,3 Mio. Euro), die jedoch rund 13 Mio. Euro Cash-unwirksame Zuschreibungen auf das im Jahr 2006 erworbene Immobilienvermögen beinhaltet haben. Dementsprechend lag auch das Periodenergebnis mit 8,9 Mio. Euro (2005: -0,1 Mio. Euro) auf einem Rekordniveau.

Ausblick

Inklusive des Investitionsvolumens von 200 Mio. Euro im ersten Halbjahr 2006 avisiert das Management für das Gesamtjahr ein Volumen von insgesamt 500 Mio. Euro. Neben dem Ausbau des Wohnungsbestands auf ca. 10.000 bis 15.000 Einheiten in den nächsten zwölf Monaten plant Colonia Real Estate substanzielle Investitionen im Gewerbeimmobilienbereich, insbesondere in Fachmarktzentren. Die jährlichen Nettomieten sollen so von derzeit annualisiert 26 Mio. Euro auf über 40

Mio. Euro steigern.

Für den Bereich Asset Management erhofft sich der Konzern größere Abschlüsse in der zweiten Jahrshälfte. Das Ziel ist ein betreutes Volumen von 2 Mrd. Euro bis 2008, wobei die entsprechenden Managementkapazitäten durch die Akquisition der Resolution GmbH bereits vorhanden sind.

Die neu gegründete CRE Fonds Management hat zwischenzeitlich ihre Tätigkeit aufgenommen

> und konzipiert derzeit ihren ersten geschlossenen Fonds mit einem Zielvolumen von 55 Mio. Euro. Die Platzierung ist für das vierte Quartal 2006 geplant. Insgesamt erwartet das Management angesichts des positiven Marktumfeldes sowie den in Anbahnung befindlichen Investitionen einen Konzerngewinn für das Gesamtjahr 2006 in Höhe von 25 Mio. Euro.



Mehrfamilienhaus in Brake (bei Bremen) und Portfolioimmobilie in Itzehoe (rechts)



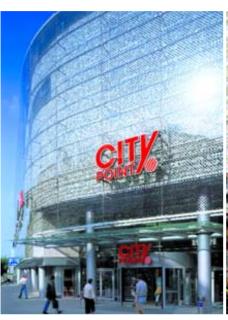
Fazit

Die Gesellschaft legt derzeit ein beeindruckendes Wachstumstempo vor, das sich angesichts einer Vervierfachung des Aktienkurses auch in der Performance an der Börse widerspiegelt. Letztendlich muss sich in den kommenden Perioden zeigen, dass die aktuell in dem Börsenkurs eingepreiste Bewertung auch gerechtfertigt ist.

Deutsche EuroShop AG



Attraktives Langfristinvestment







Unternehmensprofil

Die 1997 gegründete Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Immobilienaktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Der Konzern verfügt über ein ausgewogenes diversifiziertes Portfolio aus derzeit 16 Shoppingcentern in Innenstadtlagen sowie an etablierten Standorten im In- und europäischen Ausland.

Strategie

Die Gesellschaft beteiligt sich an erstklassigen Shoppingcentern, die aufgrund des Standortes, der Größe des Einzugsgebietes, des Konzepts und der baulichen Qualität eine kalkulierbare und kontinuierliche positive Ertragsentwicklung und eine lang-



fristig stabile Wertsteigerung erwarten lassen. Die durchschnittliche Gesamtinvestition in ein Shoppingcenter beläuft sich auf 80 bis 100 Mio. Euro, wobei die Gesellschaft ein anteiliges Volumen von mindestens 50% anstrebt. Im Rahmen der Buy- & Hold-Strategie legt das Management angabegemäß stets mehr Wert auf die Qualität der Center als auf die Wachstumsgeschwindigkeit des Portfolios. Um die Center in einem vergleichbar neuwertigem Zustand zu erhalten und damit auch eine langfristige Wertsteigerung zu erzielen, werden die einzelnen Immobilien mit hochwertigen Baumaterialien errichtet bzw. modernisiert.

Eine besondere Bedeutung für den Erfolg der Shoppingcenter und damit auch für die Deutsche EuroShop insgesamt kommt dem Management der einzelnen Objekte, wie z. B. der Verantwortung für einen besucherorientierten Auftritt der Center, der Einhaltung der einheitlichen Öffnungszeiten, der kundenbezogenen Gestaltung der Verkaufsflächen oder der ansprechenden Dekoration zu. Die Gesellschaft bedient sich hierfür erfahrener externer Dienstleister, die ca. 8% der Mieteinnahmen als Bezahlung für das Center-Management erhalten. Für alle deutschen Objekte arbeitet das Unternehmen mit der zur Otto-Gruppe gehörenden ECE zusammen, die seit über 40 Jahren als Entwickler und Manager von Einkaufscentern tätig und dabei führend in Europa ist. Bereits seit Jahren bestehen enge Geschäftsbeziehungen zwischen den beiden Gesellschaften.

Das Ziel ist es, einen möglichst hohen Gesamtertrag zu generieren, der dann durch jährliche Dividendenzahlungen mit einer

Internetadresse	www.deutsche-euroshop.de	nach IFRS	2005	2006e	2007e	2008e	Kennzahlen	
ISIN	DE0007480204	Umsatz	72,1	92,0	100,0	104,0	KGV 2006e	17,5
Wertpapierkennnummer (WKN)	748 020	- Veränderung ggü. Vorjahr	17,4%	27,6%	8,7%	4,0%	KGV 2007e	20,4
Bloombergkürzel	DEQ	EBIT	57,5	75,8	80,8	84,8	KGV 2008e	16,7
Kurs (29.9.2006) in Euro	54,00	- Veränderung ggü. Vorjahr	15,6%	31,8%	6,6%	5,0%		
Aktienanzahl in Mio.	17,2	- EBIT-Marge	79,7%	82,4%	80,8%	81,5%	Dividendenrendite 2006e	3,7%
Marktkapitalisierung in Mio. Euro	928,1	EBT	81,1	87,1	75,2	89,2	Dividendenrendite 2007e	3,9%
52-Wochen-Hoch (in Euro)	58,35	- Veränderung ggü. Vorjahr	117,6%	7,4%	-13,7%	18,6%	Dividendenrendite 2008e	4,1%
52-Wochen-Tief in (Euro)	42,77	- EBT-Marge	112,4%	94,7%	75,2%	85,8%		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	46.758	Jahresüberschuss	61,0	63,1	54,5	64,7	Buchwert je Aktie 30.06.06 (in Euro)	41,44
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	14,7%	- Veränderung ggü. Vorjahr	130,9%	3,5%	-13,7%	18,6%	NAV je Aktie 2005 (in Euro)	46,22
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	78,5%	- Nettomarge	84,6%	68,6%	54,5%	62,2%		
CDAX-Gewichtung	0,10%	Ergebnis je Aktie	2,83	3,09	2,65	3,24	Anzahl der Objekte (in 2005)	16
EPRA*-Gewichtung	0,74%	- Veränderung ggü. Vorjahr	59,4%	9,3%	-14,4%	22,3%	Vermietete Fläche (in qm) (in 2005)	587.169
Geschäftsjahr	31.12.	Dividende je Aktie	2,00	2,00	2,10	2,20	Leerstandsquote (in 2005)	< 1%
Nächster Termin	14.11.06 (Q III)	- Veränderung ggü. Vorjahr	4,2%	0,0%	5,0%	4,8%	Mitarbeiter (in 2005)	5
Aktionärsstruktur (17.08.06)	Familie Otto 19,3%, Freefloat	rund 81%					•	•

Mindestausschüttung von 2,00 Euro je Aktie an die Aktionäre weitergegeben wird. Auf aktuellem Kursniveau entspricht dies einer Dividendenrendite von knapp 4%. Zumindest bis zum Jahr 2012 dürfte unseres Erachtens die Ausschüttung darüber hinaus für den Aktionär steuerfrei bleiben.

Operative Entwicklung

Ebenso wie die letzten Geschäftsjahre haben auch die Daten für die ersten sechs Monate 2006 unverändert eine grundsolide Entwicklung der einzelnen Shoppingcenter aufgezeigt. Insgesamt verbuchte der Konzern im Rahmen der Halbjahreszahlen einen deutlichen Umsatzzuwachs um 30% auf 46 Mio. Euro. Dieser Anstieg ist zu einem großen Teil jedoch konsolidierungsbedingt (Dessau, Main-Taunus-Zentrum). Darüber hinaus wurde im ersten Quartal das Center in Klagenfurt eröffnet. Die Mieterlöse aus den Bestandsobjekten sind angabegemäß um 1% gestiegen.

Das EBIT verbesserte sich zeitgleich um 38% auf 39 Mio. Euro, wohingegen der Periodenüberschuss deutlich überproportional um 165% auf 24 Mio. Euro zulegen konnte. Die Ergebnisseite profi-

tierte dabei von Veräußerungsgewinnen aus dem Verkauf des französischen Shoppingcenters (3,5 Mio. Euro nach Steuern) sowie von Bewertungsergebnissen, wobei diese etwa 0,36 Euro Ergebnis je Aktie der ausgewiesenen 1,39 Euro ausmachten.

Im Rahmen der Halbjahreszahlen hatte die Gesellschaft darüber hinaus den Kauf eines weiteren Shoppingcenters bekannt gegeben. Hierbei handelt es sich um eine 74%ige Beteiligung an der Galeria Baltycka im polnischen Danzig. Das anteilige Investitionsvolumen beträgt angabegemäß rund 123 Mio. Euro, so dass der Konzern mit diesem Erwerb auch das für 2006 avisierte Ziel eines Akquisitionsvolumens von 100 bis 150 Mio. Euro erreicht hat. Die Anfangsrendite des neuen Centers liegt nach Unternehmensangaben bei 6,8%. Mit dem Bau wurde bereits im Mai 2006 begonnen. Die Eröffnung des Centers ist für Herbst 2007 geplant, wobei bereits jetzt 90% der rund 190 Geschäftseinheiten angabegemäß vorvermietet sind.

Ausblick

Angesichts der vorgelegten Daten für das erste Halbjahr 2006 hatte das Management seine Planungen für das laufende

> Geschäftsjahr erwartungsgemäß bestätigt. Trotz des Verkaufs des französischen Shoppingcenters plant die Gesellschaft aufgrund der zu-

vor konservativen Guidance unverändert mit Umsatzerlösen zwischen 91 und 94

Mio. Euro. Diese sollen in einem EBIT-Anstieg um mindestens 23% auf 72 bis 75 Mio. Euro resultieren. Ohne das Bewertungsergebnis liegen die Erwartungen für das Vorsteuerergebnis unverändert bei 37 bis 40 Mio. Euro. In unseren Planungen haben wir ein Bewertungsergebnis von 20 Mio. Euro unterstellt, das sich aus dem bereits vereinnahmten Ergebnis zum 30.6.2006 sowie den regulär erst am jeweiligen Geschäftsjahresende

> vorgenommenen Bewertungen ergibt. Zu beachten ist dabei, dass das Shoppingcenter in Klagenfurt Ende 2006 erstmals bewertet wird. Das nach dem

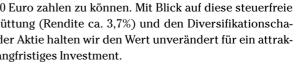
Verkauf von Udine verbliebene italienische Center in Viterbo soll nach Angaben des Managements bis Ende 2006 verkauft werden.

Fazit

In der Treppenhalle der City-Galerie von Wolfsburg

herrscht jeden Tag rege Betriebsamkeit

Nach der grundsoliden Geschäftsentwicklung der letzen Monate gehen wir davon aus, dass dieser Trend auch in den kommenden Quartalen anhalten wird. Neben dem bestätigten Ausblick für den Umsatz und das Ergebnis 2006 zeigte sich die Gesellschaft darüber hinaus unverändert zuversichtlich, auch für das laufende Geschäftsjahr eine steuerfreie Dividende in Höhe von 2,00 Euro zahlen zu können. Mit Blick auf diese steuerfreie Ausschüttung (Rendite ca. 3,7%) und den Diversifikationscharakter der Aktie halten wir den Wert unverändert für ein attraktives, langfristiges Investment.



Deutsche Grundstücksauktionen AG



Renditestarke Depotbeimischung



Unternehmensprofil

Bereits 1984 gründete Hans Peter Plettner, damals vom Senator für Wirtschaft in Berlin zum öffentlichen und vereidigten Grundstücksversteigerer ernannt, die Berliner Grundstücksauktionen Organisationsgesellschaft mbH & Co KG. Im Jahr 1998 erfolgte die Umfirmierung in die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) und ein Jahr später der Börsengang.

Unternehmensstrategie

Das Kerngeschäft der Gesellschaft ist die Versteigerung von fremden Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten. Der Konzern gliedert sich heute neben der Stammgesellschaft in die Sächsische Grundstücksauktionen AG, die Norddeutsche Gründstücksauktionen AG und die Brecht-Immobilien (Auktionen) GmbH. Seit 2003 hat der Konzern seine Aktivitäten auch auf das Internet ausgeweitet, wofür 2004 die Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH gegründet worden ist.

Zukünftig will die DGA in den beiden Geschäftsfeldern elektronische sowie traditionelle Versteigerungen aktiv bleiben, wobei der Vorstand dabei aufgrund der persönlichen Note jedoch deutliche Grenzen im elektronischen Handel sieht. Eine komplette Verschiebung der Geschäftstätigkeiten auf die Online-Auktionen soll daher in näherer Zukunft nicht erfolgen. Das Spektrum der zu versteigernden Objekte reicht von Wohn-/Geschäftshäusern über Baugrundstücke, Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen bis zu Luxus-Immobilien, Schlössern, Herrenhäusern



und Höfen. Der Fokus liegt dabei auf dem Inland mit einem Schwerpunkt, der derzeit noch in Ostdeutschland zu finden ist.

Die Auftraggeber des Konzerns, also diejenigen, deren Objekte versteigert werden sollen, sind eine Vielzahl von Personen und Institutionen. Deutlich wird aber, dass die öffentliche Hand aufgrund der angespannten Haushaltssituation und der damit einhergehenden Umstrukturierung des Vermögensmanagements immer stärker als Auftraggeber in den Vordergrund rückt. So zählen die Öffentliche Hand, also Länder, Städte und Gemeinden, aber auch die Bundesrepublik Deutschland und ihre Gesellschaften mit einem Objektanteil von fast zwei Drittel (nur DGA) zu den

Internetadresse	www.immobilien-auktionen.de	nach HGB	2005	2006e	2007e	2008e	<u>Kennzahlen</u>	
ISIN	DE0005533400	Umsatz	6,4	7,1	7,4	7,8	KGV 2006e	17,9
Wertpapierkennnummer (WKN)	553 340	- Veränderung ggü. Vorjahr	7,8%	10,0%	5,0%	5,0%	KGV 2007e	16,1
Bloombergkürzel	DGR	EBIT	2,5	2,8	3,0	3,1	KGV 2008e	15,0
Kurs (29.9.2006) in Euro	18	- Veränderung ggü. Vorjahr	28,6%	12,1%	5,0%	5,0%		
Aktienanzahl in Mio.	1,6	- EBIT-Marge	39,3%	40,0%	40,0%	40,0%	Dividendenrendite 2006e	5,6%
Marktkapitalisierung in Mio. Euro	28,8	EBT	2,4	2,7	3,0	3,2	Dividendenrendite 2007e	6,1%
52-Wochen-Hoch (in Euro)	18,20	- Veränderung ggü. Vorjahr	14,3%	12,1%	12,0%	7,5%	Dividendenrendite 2008e	6,7%
52-Wochen-Tief in (Euro)	14,005	- EBT-Marge	37,1%	37,8%	38,4%	41,3%		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	3.662	Jahresüberschuss	1,4	1,6	1,8	1,9	Buchwert je Aktie 2005 (in Euro)	5,54
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	20,8%	- Veränderung ggü. Vorjahr	15,8%	16,1%	29,0%	19,4%	NAV je Aktie 2005 (in Euro)	
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	285,0%	- Nettomarge	21,6%	22,9%	24,2%	24,8%		
CDAX-Gewichtung		Ergebnis je Aktie	0,87	1,01	1,12	1,20	Anzahl der Objekte (in 2005)	
EPRA*-Gewichtung		- Veränderung ggü. Vorjahr	15,8%	16,1%	11,1%	7,5%	Vermietete Fläche (in qm) (in 2005)	
Geschäftsjahr	31.12.	Dividende je Aktie	0,85	1,00	1,10	1,20	Leerstandsquote (in 2005)	
Nächster Termin		- Veränderung ggü. Vorjahr	13,3%	17,6%	10,0%	9,1%	Mitarbeiter (in 2005)	48
Aktionärsstruktur (30.9.2006)	100% Freefloat			•		•	•	

Hauptauftraggebern. Zugenommen haben auch die Versteigerungsaufträge für Insolvenzverwalter und Nachlasspflegschaften. Für etwa 200 Kanzleien dieser Berufsgruppe arbeitet die DGA bundesweit.

Operative Entwicklung

Im Geschäftsjahr 2005 konnten 2.913 Immobilien im Gegenwert von rund 100 Mio. Euro versteigert werden, was einem leichten Rückgang gegenüber dem Vorjahr entspricht (2.978). Aufgrund von höheren durchschnittlichen Provisionszahlungen konnte aber das Umsatzvolumen in 2005 um knapp 8% steigen. Da die Aufwandspositionen infolge des guten Kostenmanagements sich nur unterproportional erhöht haben, konnte die Ergebnisseite überproportional gesteigert werden. Der Jahresüberschuss des Konzerns betrug 1,4 Mio. Euro und erreichte damit einen neuen Rekordwert. Aus diesem Ergebnis hat die Gesellschaft bei einer nahezu Vollausschüttung eine Dividende von 0,85 Euro je Aktie (nach 1:2-Aktiensplit) für das Geschäftsjahr 2005 zahlen können. Bis zum 30.9.2006 konnte die Deutsche Grundstücksauktionen mit einem Plus von 15% beim Objektumsatz und 10% bei den Courtageeinnahmen einen weiteren Umsatzsprung verzeichnen.

Ausblick

Die zukünftige Auftragslage schätzt der Vorstand insgesamt positiv ein, da durch die weiterhin angespannte Haushaltssituation von Bund, Ländern und Kommunen mit weiteren staatlichen Aufträgen zu rechnen ist. Zunehmend profitiert die Gesellschaft dabei von der Verwertung von kommunalem bzw. staatlichem Eigentum auch in den alten Bundesländern. Auch die Tätigkeit für Kreditinstitute und Hypothekenbanken sowie gemeinnützige Organisationen nimmt zu.

Da die Immobilienpreise in Summe in Deutschland allgemein leicht ansteigen, verändern sich entsprechend auch die Berechnungsgrundlagen der Courtage unverändert zum positiven, so dass wir selbst bei konstanten Versteigerungszahlen mit steigenden Umsätzen bei der Gesellschaft rechnen. Trotz der positiven Aussichten auf dem Versteigerungsmarkt liegt das Augenmerk des Managements nicht auf dem Objektumsatz alleine. Das primäre Ziel ist die Verbesserung der Rentabilität, so dass sich der Vorstand insbesondere auf die Kosten- und Ertragsseite konzentrieren will. Wir gehen daher davon aus, dass bei steigenden Umsätzen die Ertragsseite überproportional zulegen wird. Angesichts der positiven Daten nach den ersten drei Quartalen erwartet das Management selbst für das Gesamtjahr 2006 ein Übertreffen der 2005 erreichten Objekt- und Courtageumsatzmarken sowie eine Verbesserung des Ergebnisses, ohne hier jedoch eine konkrete Bandbreite zu nennen. Allein die Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH wird ihren Umsatz 2006 gegenüber 2005, jedoch von niedriger Basis aus, verdoppeln.



Blick in den Auktionssaal der Deutsche Grundstücksauktionen in Berlin

Fazit

Bei einer Bilanzsumme von unverändert 10 Mio. Euro verfügt die Gesellschaft über eine stattliche Eigenkapitalquote von über 85%. Zum Geschäftsjahresende 2005 betrug die Netto-Cash-Position zudem rund 2 Mio. Euro, so dass nahezu der gesamte Jahresüberschuss als Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet werden konnte. Wir gehen vor allen Dingen auch im Hinblick auf den starken Umsatzzuwachs 2006 auch für die kommenden Perioden von einer Beibehaltung dieser Dividendenpolitik aus, zumal der Konzern zunächst keine größeren Investitionen plant. Bei stetig steigenden Gewinnen rechnen wir entsprechend auch mit höheren Ausschüttungen. Auf Basis unserer Planzahlen liegt die aktuelle Dividendenrendite bei rund 6% und sollte somit ein mögliches Rückschlagspotenzial der Aktie minimieren. Mit einer Marktkapitalisierung von etwa 27,5 Mio. Euro ist die Gesellschaft jedoch relativ klein, so dass wir die Aktie angesichts der leichten Kurssteigerungen der letzten Monate nur als renditestarke Beimischung empfehlen.

Deutsche Wohnen AG



Auf der Suche nach dem fairen NAV



Unternehmensprofil

Die Gesellschaft ist 1998/99 durch den Erwerb der Wohnungsbestände der ehemaligen Hoechst AG und der Heimstätte Rheinland-Pfalz als börsennotiertes Immobilienanlageprodukt der Deutsche Bank-Gruppe entstanden. Die Verbindung zur Deutsche Bank-Gruppe ist aber durch die Aufhebung des 1998 abgeschlossenen Beherrschungsvertrages seit dem 30.6.2006 beendet. Die Tätigkeitsfelder der Deutsche Wohnen AG gliedern sich in die drei Bereiche der Wohnungsbewirtschaftung (Modernisierungen, Instandhaltungen, Betreuung der Mieter etc.), der Wohnungsprivatisierung und dem Portfoliomanagement. Letzteres stellt das Bindeglied zwischen der Wohnungsbewirtschaftung und -privatisierung dar. Die Wohnungsbestän-



de befinden sich größtenteils in Rheinland-Pfalz und im Rhein-Main-Gebiet.

Strategie

Seit 1999 hat sich der Wohnungsbestand aufgrund der vorgenommenen Verkäufe im Rahmen der Wohnungsprivatisierung netto um rund 20% auf 21.780 Einheiten bis Ende 2005 verringert. Das Geschäftsmodell sieht die kontinuierliche Privatisierung des Bestandes, primär über mieternahen Verkauf, vor. Das mittelfristige Ziel des Vorstandes ist es, eine strukturelle wirtschaftliche Optimierung und eine substanzielle Erweiterung des Portfolios vorzunehmen. Das angestrebte Wachstum von jährlich 1.000 bis 2.000 Wohnungen erfolgt mit dem Ziel, diese in einem überschaubaren Zeitraum und unter Ausschöpfung stiller Reserven zu entwickeln und - soweit marktbezogen sinnvoll - auch zu privatisieren. Diese kleineren Investments sollen mindestens dem Substanzerhalt dienen, wohingegen größere Transaktionen mit jeweils über 5.000 Einheiten zu einer substanziellen Portfolioerweiterung führen sollen und zumindest eine Verdoppelung des Wohnungsportfolios realistisch erscheinen lassen. Start größerer Portfoliozukäufe wird angabegemäß voraussichtlich 2007 sein. Langfristig will der Konzern auch anprivatisierte Wohnungsportfolios akquirieren, bei denen die Renditeerwartungen der bisherigen Eigentümer nicht aufgegangen sind. Die Finanzierung dieser Wachstumsstrategie soll zum einen durch Kapitalerhöhungen und die Ausgabe von Wandelanleihen erfolgen und zum anderen durch die Erhöhung der Loan-to-value-Ratio von derzeit knapp 40% auf 60% bis 65%.

Deutsche Wohn	en AG							
Internetadresse	www.deutsche-wohnen.de	nach IFRS	2005	ennzahlen in Er 2006e**	uro bzw. Mio. Eu	2007e	Kennzahlen	
ISIN	DE000A0HN5C6	Umsatz	115,9	48,9	80,6	125,0	KGV 2006e (30.6.2006 - annualsiert)	282,5
Wertpapierkennnummer (WKN)	A0HN5C	- Veränderung ggü. Vorjahr	-0,9%	-57,8%	64,8%	55,1%	KGV 2006e (30.12.2006 - annualsiert)	34,3
Bloombergkürzel	DWNI	EBIT	39,4	23,0	33,0	60,0	KGV 2007e	36,6
Kurs (29.9.2006) in Euro	48,02	- Veränderung ggü. Vorjahr	-25,8%					
Aktienanzahl in Mio.	20,0	- EBIT-Marge	34,0%	47,0%	40,9%	48,0%	KGV 2006e (30.6.2006 - annualsiert)	3,6%
Marktkapitalisierung in Mio. Euro	960,4	EBT	17,0	2,6	20,0	35,0	KGV 2006e (30.12.2006 - annualsiert)	3,6%
52-Wochen-Hoch (in Euro)	58,80	- Veränderung ggü. Vorjahr	-31,3%				Dividendenrendite 2008e	4,2%
52-Wochen-Tief in (Euro)	43,4	- EBT-Marge	14,6%	5,3%	16,0%	28,0%		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	20.909	Jahresüberschuss	16,0	1,7	14,0	26,3	Buchwert je Aktie 2005 (in Euro)	20,84
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	20,8%	- Veränderung ggü. Vorjahr	-4,8%				NAV je Aktie 2005 (in Euro)	37,86
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	63,9%	- Nettomarge	13,8%	3,5%	17,4%	21,0%		
CDAX-Gewichtung	0,12%	Ergebnis je Aktie	0,80	0,09	0,70	1,31	Anzahl der Objekte (30.6.2006)	20.615
EPRA*-Gewichtung	0,72%	- Veränderung ggü. Vorjahr	-4,8%				Vermietete Fläche (in qm) (in 2005)	1.285.355
Geschäftsjahr	31.12.	Dividende je Aktie	1,75	0,88	0,88	2,00	Leerstandsquote (in 2005)	7,4%
Nächster Termin	27.10.06 Rumpf-GJ (30.6.)	- Veränderung ggü. Vorjahr	0,0%				Mitarbeiter	279
Aktionärsstruktur (30.9.06)	Dt. Herold Lebensversicheru	ng 7,1%; Newton Investmer	nt Mgmt 5,9%	Asset Value	Investors 5,2°	%, Julius Bär	5,1%; Freefloat (Def. Dt. Börse) 100%	•

Quelle: Bankhaus Lampe, Deutsche Wohnen AG

Die Deutsche Wohnen AG konzentriert sich aktuell neben ihrem Engagement im Rhein-Main-Gebiet insbesondere auf Nischenmärkte. In diesen Gebieten ist die Gesellschaft aufgrund ihres speziellen Know-hows in der Bewirtschaftung und der Priva-

tisierung ihrer Wohnungen in der Lage, strukturell schwierige Rahmenbedingungen in den Griff zu bekommen.

Anhand einer Portfolioanalyse wird auf Einzelobjektsebene über mögliche Instandhaltungsmaßnahmen für einzelne Immobilien entschieden. Diese werden jedoch nur dann realisiert, wenn die Refinanzierung dieser Maßnahmen über die Mieterlöse in einer Zeitspanne von 10 Jahren zu erzielen ist. Ist dies nicht der Fall, kommt es zum i. d. R. kleinteiligen Verkauf dieser Wohnungen an die derzeitigen Mieter oder kleinere Privatinvestoren. Der Verkauf erfolgt dabei überwiegend (zu 80%) durch den Eigenvertrieb.

geren Ist-Mieten von 38.8 Mio. Euro um rund 8.4% auf 20.6 Mio. Euro. Die Verringerung bei den Mieterlösen lag dabei allein an dem reduzierten Wohnungsbestand infolge der Abverkäufe. Im Konzern belief sich das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäft-

stätigkeit auf 2,6 Mio. Euro und das Nachsteuerergebnis auf 1,7 Mio. Euro, wobei die Ergebnisgrößen durch erhöhte Aufwendungen im Zuge des erfolgreich abgeschlossenen Prozesses der bilanziellen Entflechtung von der Deutschen Bank sowie der Prüfung des Rumpfgeschäftsjahresabschlusses zum 30. Juni 2006 be-

lastet gewesen sind.

Anhand der abgebildeten

Objekte kann man sich einen guten Eindruck über das Portfolio der Deutsche Wohnen verschaffen

Operative Entwicklung

Die vorläufigen Geschäftszahlen des Rumpfgeschäftsjahres zum 30.6.2006, das aufgrund der Aufhebung des Beherrschungsvertrages mit der Deutschen Bank vorgenommen werden musste, zeigen in der Wohnungsprivatisierung bilanzwirksame Wohnungsverkäufe in Höhe von 316 (Vorjahr: 150 Verkäufe). Dementsprechend sind die Verkaufserlöse und -rohergebnis gegenüber dem ersten Halbjahr 2005 deutlich gestiegen (Erlöse: +72%, Rohergebnis: +77%). Zu beachten ist, dass das zweite Kalenderhalbjahr aufgrund der Erfahrungen der vergangenen Geschäftsjahre stets das vertriebsstärkere ist. Das Vertriebsziel für das gesamte Kalenderjahr 2006 wurde aufgrund der guten Ergebnisse des ersten Halbjahres vom Management mit 1.300 Privatisierungen gegenüber den Vorjahren (2005: 1.177 Privatisierungen) angehoben.

In der Wohnungsbewirtschaftung verminderte sich gegenüber der Vergleichsperiode 2005 das Rohergebnis bei um 3,5% gerin-

Bewertung

Ein primäres Investitionskriterium für die Aktie ist die Dividende, die sich an dem erwirtschafteten Cashflow orientiert und derzeit noch steuerfrei ist. Die Steuerfreiheit resultiert dabei aus der Schaffung eines steuerlichen Einlagenkontos vor dem Börsengang im Jahr 1999, das seither über jährliche Entnahmen zurückgeführt wird und noch ca. vier bis fünf Jahre eine steuerfreie Aus-

schüttung ermöglichen sollte. Nach deutlichen Kurssteigerungen bis Mitte August 2006 musste die Aktie zuletzt Gewinnmitnahmen verkraften, notiert aktuell jedoch immer noch knapp 25% über dem Net Asset Value Ende 2005. Angesichts der Geschäftsentwicklung in den ersten Monaten 2006, insbesondere der Portfolioerweiterungen, dürfte der NAV zwar angestiegen sein. Wir halten den Abstand zwischen diesem sowie dem aktuellen Kursniveau trotz des Track Records und der Perspektiven der Gesellschaft für ambitioniert. Den fairen Wert ermitteln wir bei aktuellen Kursen um 48 Euro insgesamt bei knapp 43 Euro, was gegenwärtig also einen rund 15%igen Aufschlag auf den NAV Ende 2005 ausweist.

DIC Asset AG



Starkes Wachstum, attraktive Ausschüttungen



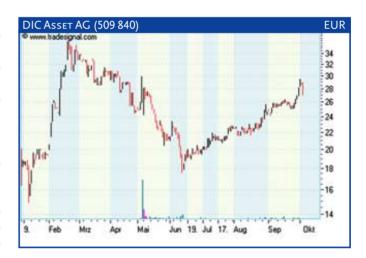
Unternehmensprofil

Die DIC Asset AG ist 2002 als Tochtergesellschaft der DIC Deutsche Immobilien Chancen AG & Co. KGaA gegründet worden. Der Anlagefokus der Gesellschaft liegt auf deutschen Gewerbeimmobilien, wobei sich die Bestände größtenteils im west- und süddeutschen Raum befinden. Heute hält die Muttergesellschaft noch 43% der Anteile der DIC Asset AG.

Das Immobilienportfolio der DIC Asset AG gliedert sich in die drei Segmente Core, Value Added und Opportunistic Co-Investments mit einer überschlägigen Verteilung von 50%, 35% und 15%. Das Core-Segment des Portfolios setzt sich vorwiegend aus Immobilien mit ertragsstarken und lang laufenden Mietverträgen zusammen, die eine niedrige Leerstandsquote aufweisen. Die jeweiligen Objekte sollen vor diesem Hintergrund mittel- bis langfristig im Bestand der Gesellschaft bleiben. Das Segment Value Added ist durch Immobilien gekennzeichnet, bei denen ein kurz- bis mittelfristiges Wertsteigerungspotenzial identifiziert worden ist, das durch geeignete Maßnahmen gehoben werden soll und durch Verkauf realisiert werden kann. Opportunistische Co-Investments sind vor allem Investitionen mit einem höheren Risiko- und Ertragsprofil, die zusammen mit der Mutter sowie Morgan Stanley Real Estate Funds (MSREF) getätigt werden und bei denen sich die Gesellschaft mit Minderheiten beteiligt.



Die DIC Asset AG fokussiert sich klar auf das aktive Management ihrer eigenen, diversifizierten deutschen Gewerbeimmo-



bilien, die derzeit ein Volumen von rund 1,25 Mrd. Euro umfassen. Mit einer aktuellen durchschnittlichen Mietrendite von knapp 7% konzentriert sich das Unternehmen auf hochrentierliche Immobilien in Top-Lagen sowie größeren Mittelstädten mit etabliertem und wachsendem ökonomischen Umfeld. Bei den Gewerbeimmobilien stellen Büroimmobilien mit einem Anteil von 50 bis 60% den Großteil des Portfolios. 20 bis 30% der Assets sind Einzelhandelsobjekte, während beispielsweise Logistikimmobilien nur als Beimischung im Portfolio zu finden sind. DIC Asset ist in den letzten Monaten insbesondere durch die im Rahmen der Kapitalerhöhung im Frühjahr und die zwischenzeitliche partielle Investition der eingeworbenen Mittel sehr stark gewachsen. Das zukünftige Wachstum soll dabei

DIC Asset AG								
DIC ASSEL AG	_		ŀ	ennzahlen in E	uro bzw. Mio. Eu	ro		
Internetadresse	www.dic-asset.de	nach IFRS	<u>2005</u>	2006e	<u>2007e</u>	<u>2008e</u>	<u>Kennzahlen</u>	
ISIN	DE0005098404	Umsatz	18,1	35,0	75,0	85,0	KGV 2006e	30,1
Wertpapierkennnummer (WKN)	509 840	- Veränderung ggü. Vorjahr	60,6%	93,4%	114,3%	13,3%	KGV 2007e	12,9
Bloombergkürzel	DAZ	EBIT	14,7	30,0	70,0	75,0	KGV 2008e	12,2
Kurs (29.9.2006) in Euro	27,76	- Veränderung ggü. Vorjahr	65,0%	103,6%	133,3%	7,1%		
Aktienanzahl in Mio.	20,3	- EBIT-Marge	81,4%	85,7%	93,3%	88,2%	Dividendenrendite 2006e	2,9%
Marktkapitalisierung in Mio. Euro	564,6	EBT	8,1	25,0	60,0	65,0	Dividendenrendite 2007e	6,8%
52-Wochen-Hoch (in Euro)	32,20	- Veränderung ggü. Vorjahr	171,1%	209,4%	140,0%	8,3%	Dividendenrendite 2008e	7,2%
52-Wochen-Tief in (Euro)	9,554	- EBT-Marge	44,7%	71,4%	70,6%	76,5%		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	34.718	Jahresüberschuss	6,4	18,8	43,8	46,2	Buchwert je Aktie 30.6.2006 (in Euro	16,21
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	56,4%	- Veränderung ggü. Vorjahr	93,3%	191,0%	133,6%	5,4%	NAV je Aktie 30.6.2006** (in Euro)	17,94
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	484,4%	- Nettomarge	35,6%	53,6%	58,4%	54,3%		
CDAX-Gewichtung	0,03%	Ergebnis je Aktie	0,65	0,92	2,15	2,27	Anzahl der Objekte (31.8.2006)	213
EPRA*-Gewichtung		- Veränderung ggü. Vorjahr	296,7%	41,8%	133,6%	5,4%	Vermietete Fläche (in qm) (31.8.2006)	750.000
Geschäftsjahr	31.12.	Dividende je Aktie	0,56	0,80	1,90	2,00	Leerstandsquote (31.8.2006)	ca. 8%
Nächster Termin	November 2006 (Q III)	- Veränderung ggü. Vorjahr		42,9%	137,5%	5,3%	Mitarbeiter***	rund 40
Aktionärsstruktur (17.08.06)	DIC AG & KGaA 43%, MSRE	F (Morgan Stanley) 11%; Fo	rum Partners	7%, Freefloat	: 39%			•

Quelle: Bankhaus Lampe, DIC Asset AG

ebenfalls aus dem Kauf von Portfolios sowie von Einzelobjekten erfolgen. Je nach Segment operiert die Gesellschaft mit einem Leverage zwischen 70% und 90%. Trotz des beabsichtigten

Wachstums plant das Management mit einer aktionärsfreundlichen Dividendenpolitik und avisiert eine hohe Ausschüttungsquote von rund 90%.

Operative Entwicklung

Das operative Geschäft der DIC Asset AG zeigt in der ersten Jahreshälfte 2006 eine sehr dynamische Entwicklung. Diese resultiert insbesondere aus höheren Mieteinnahmen, Gewinnen aus Immobilienverkäufen sowie einem höheren Ergebnis aus assoziierten Unternehmen durch Beteiligungen an Co-Investments. Bei um 59% auf 18,1 Mio. Euro gesteigerten Erträgen konnte DIC Asset den Perioden-

überschuss auf 3,8 Mio. Euro verdreifachen. Dabei führte die Ausweitung des Portfolios zu einem kräftigen Anstieg der Mieteinnahmen auf 12,1 Mio. Euro (+36%) sowie der Verkauf zweier Objekte zu Erträgen in Höhe von 4,2 Mio. Euro.

Das gesamte bewegte Transaktionsvolumen betrug im ersten Halbjahr 2006 rund 341 Mio. Euro, wobei 229 Mio. Euro auf direkte An- und Verkäufe von Immobilien durch die DIC Asset AG entfallen. Weitere 112 Mio. Euro wurden mittels Beteiligungen an Co-Investments der Muttergesellschaft Deutsche Immobilien Chancen AG & KGaA getätigt.

Im dritten Quartal konnte DIC Asset über weitere große Transaktionen berichten, so dass bereits Ende September rund 85% der im Rahmen der Kapitalerhöhung eingeworbenen liquiden Mittel in Höhe von 215 Mio. Euro investiert wurden. Für die Gesamtinvestition dieser Gelder hatte das Management eigentlich einen Zeitraum von 18 bis 24 Monaten in Aussicht gestellt. Mitte August 2006 hat DIC in Kooperation mit Morgan Stanley den Erwerb der Immobilien eines FalkFonds mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von rund 160 Mio. Euro (Anteil DIC Asset: 20%) publiziert, wohingegen Ende August der Kauf des gesamten Immobilienportfolios der

> FAY-Gruppe mit einem Volumen von 585 Mio. Euro bekannt gegeben worden ist.



eBay-Campus in Berlin

Ausblick

Angesichts der Ergebnisse des ersten Halbjahres 2006 sowie der zwischenzeitlich getätigten Transaktionen wird die Gesellschaft auch in der zweiten Jahreshälfte deutliche Pluszeichen aufweisen können. Für das Gesamtjahr 2006 geht das Management dementsprechend von einer deutlichen Steigerung von Umsatz und Ergebnis gegenüber dem Vorjahr aus.

Fazit

DIC Asset ist ein klar fokussiertes Immobilienunternehmen, das in seinem relevanten Markt zu den großen Playern gezählt werden kann. Angesichts dessen hat die Gesellschaft einen guten Marktzugang. Wir gehen auch in den kommenden Perioden davon aus, dass der Track Record der Vergangenheit sich auch in Zukunft fortsetzen sollte. Aufgrund der lokalen Expertise dürfte das Unternehmen bei einzelnen Transaktionen gegenüber den zahlreichen ausländischen Investoren auch gewisse Vorteile im Einkauf von Immobilien haben, bei denen der Kaufpreis nicht das allein entscheidende Kriterium ist. Der Blick auf die durchschnittliche Mietrendite der Bestandsobjekte zeigt eine überdurchschnittliche Performance, die unseres Erachtens ein Ergebnis der klaren Fokussierung auf hochrentierliche Anlageobjekte ist. Angesichts der zu erwartenden Ergebnissteigerungen und der damit zusammenhängenden Erhöhung der Ausschüttung ist die Aktie gerade für den Anleger interessant, der unter der Prämisse eines vergleichsweise stabilen Geschäftsmodells fokussiert in den deutschen Gewerbeimmobilienmarkt investieren möchte.

Franconofurt AG

Beeindruckendes Wachstum



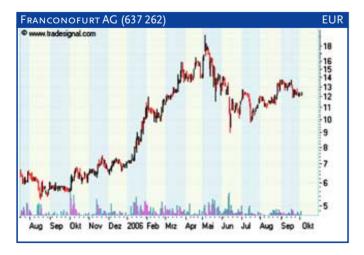


Unternehmensprofil

Die Franconofurt AG (ehemals FRIMAG Frankfurter Immobilien AG) ist seit 2000 als Immobilienhandelshaus tätig und dabei ausschließlich auf Wohnimmobilien fokussiert. Neben dem historisch gewachsenen Aufteilergeschäft wird als zweites Standbein eine Emissionsplattform für regionale Wohnimmobilien-Portfolien aufgebaut. Im Bereich der Aufteilung ist die Franconofurt AG Marktführer von hochwertigen Immobilien in den besten Lagen der Stadt Frankfurt am Main.

Strategie

Das historisch gewachsene klassische Aufteilergeschäft ist darauf ausgerichtet, margenträchtige Wohnungsportfolios, Betei-



ligungen an Immobiliengesellschaften, Mehrfamilienhauspakete, Wohn- und Geschäftshäuser, Bruch- und Erbteile zu erwerben. Franconofurt erwirbt meistens komplette Häuser in Top-Lagen mit dem Ziel, die hochwertigen Immobilien profitabel weiterzuveräußern. Somit spielt im Kerngeschäft nicht der Bestandsaufbau, sondern der zügige Weiterverkauf der Immobilien die Hauptrolle. Die Verweildauer der Immobilie im Bestand der Franconofurt AG ist dabei dementsprechend kurz.

Für Franconofurt selbst sollen nur Immobilien des Frankfurter Immobilienmarktes gekauft werden, da die Gesellschaft hier über detaillierte und umfassende Kenntnisse verfügt. Angabegemäß verfügt die Gesellschaft über ein ausgebautes Netzwerk zu Verkaufsinteressenten wie Privateigentümern, Erbengemeinschaften, Wohnungsverwaltungen und Industrieunternehmen. Basierend auf diesem Know-how wird nur in Häuser und Lagen investiert, die dem Management seit Jahren bekannt sind, die eine stetige Käufernachfrage verzeichnen und auch konjunkturunabhängig eine stabile Preislage bieten. Durch die Beteiligung an der FRIMAG Property Management GmbH (50%) und der Frimag Mainliving AG (50%) wird eine Ergänzung des Dienstleistungsspektrums bei der Verwaltung, der Sanierung und dem Vertrieb von Immobilien geschaffen.

Das Geschäftsmodell sieht als zweites Standbein den bundesweiten Aufbau von regionalen Wohnportfolien vor. Erklärtes Ziel des Konzerns ist es dabei, jedes Jahr ein regionales Portfolio aus Mehrfamilienhäusern aufzubauen und an der Börse zu platzieren. Nach der vor kurzem erfolgten Platzierung der Fran-

Franconofurt AG			۲	Cennzahlen in Eu	ıro bzw. Mio. Eu	ro		
Internetadresse	www.franconofurt.de	nach IFRS	2005	2006e	<u>2007e</u>	2008e	<u>Kennzahlen</u>	
ISIN	DE0006372626	Umsatz	6,9	25,0	28,0	35,0	KGV 2006e	19,1
Wertpapierkennnummer (WKN)	637 262	- Veränderung ggü. Vorjahr	51,3%	262,1%	12,0%	25,0%	KGV 2007e	16,5
Bloombergkürzel	FFN	EBIT	1,0	7,0	8,5	12,0	KGV 2008e	13,8
Kurs (29.9.2006) in Euro	12,21	- Veränderung ggü. Vorjahr	37,2%	571,1%	21,4%	41,2%		
Aktienanzahl in Mio.	6,6	- EBIT-Marge	15,1%	28,0%	30,4%	34,3%	Dividendenrendite 2006e	4,9%
Marktkapitalisierung in Mio. Euro	80,6	EBT	1,5	6,5	7,5	9,0	Dividendenrendite 2007e	5,7%
52-Wochen-Hoch (in Euro)	19,90	- Veränderung ggü. Vorjahr	147,8%	338,6%	15,4%	20,0%	Dividendenrendite 2008e	6,6%
52-Wochen-Tief in (Euro)	4,864	- EBT-Marge	21,5%	26,0%	26,8%	25,7%		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	22.182	Jahresüberschuss	0,5	4,2	4,9	5,9	Buchwert je Aktie 2005 (in Euro)	1,57
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	94,8%	- Veränderung ggü. Vorjahr	3,2%	832,7%	15,4%	20,0%	NAV je Aktie 2005 (in Euro)	**
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	112,8%	- Nettomarge	6,6%	16,9%	17,4%	16,7%		
CDAX-Gewichtung		Ergebnis je Aktie	0,07	0,64	0,74	0,89	Anzahl der Objekte (in 2005)	**
EPRA*-Gewichtung		- Veränderung ggü. Vorjahr	3,2%	832,7%	15,4%	20,0%	Vermietete Fläche (in qm) (in 2005)	**
Geschäftsjahr	31.12.	Dividende je Aktie	0,17	0,60	0,70	0,80	Leerstandsquote (in 2005)	**
Nächster Termin	Ende November 2006 (Q III)	- Veränderung ggü. Vorjahr	-66,0%	252,9%	16,7%	14,3%	Mitarbeiter	31
Aktionärsstruktur (09.08.05)	Lewenhagen Siegert GmbH	21.6%: Christian und Nadia V	Volf GmbH 21	.6%: Freefloa	t: 56.8%	•	•	•

conoRheinMain AG (FRM) plant die Gesellschaft bereits im vierten Quartal 2006 mit dem Aufbau eines Portfolios im Raum

Operative Entwicklung

Köln/Bonn/Düsseldorf zu beginnen.

Die Halbjahreszahlen 2006 verdeutlichen die dynamische Entwicklung der Gesellschaft in den letzten Monaten. So konnten in den ersten sechs Monaten 2006 die Gesamterträge von 2,6 Mio. Euro auf 9,6 Mio. Euro vervielfacht werden. Entsprechend verbesserte sich auch das operative Ergebnis (EBIT) von 0,5 Mio. Euro auf 2,0 Mio. Euro. Der Gewinn je Aktie konnte nach 0,06 Euro auf 0,16 Euro erhöht werden.

Mitte September konnte Franconofurt die Tochter FRM erfolgreich an der Börse einführen. Dabei wurden im Rahmen einer Kapitalerhöhung 7 Mio. Aktien zu einem Preis von 3,10 Euro platziert. Bereits zum Zeitpunkt des Listings hatte FRM einen Großteil des geplanten Investitionsvolumens in Höhe von 105 Mio. Euro zu angabegemäß äußerst attraktiven Konditionen investiert. Mit den zugeflossenen liquiden Mitteln soll das Miethaus-Portfolio bis Ende 2007 auf eine Größenordnung von rund 200 Mio. Euro anwachsen. Im Rahmen dieser Börseneinführung konnte Franconofurt 0,7 Mio. Euro FRM-Aktien aus dem eigenen Bestand umplatzieren, wodurch ihr selbst zum einen liquide Mittel in Höhe von 2,2 Mio. Euro zuflossen und zum anderen ein Buchgewinn von 1,5 Mio. Euro vereinnahmt werden konnte.

Ausblick

Angesichts der Geschäftsentwicklung der ersten sechs Monate 2006 sowie den Perspektiven für die zweite Jahreshälfte erwartet das Management für das Gesamtjahr 2006 eine insgesamt erfreuliche Entwicklung. Nach der Börsennotiz der FRM plant Franconofurt ihren Anteilsbesitz von derzeit 75 auf 50% zu reduzieren. Im Rahmen der dafür notwendigen Platzierung von ca. 6,3 Mio. Aktien avisiert die Gesellschaft, hohe Cash-wirksame Buchgewinne vereinnahmen zu können, die das erwartete Ergebnis je Aktie auf deutlich über 2 Euro steigen lassen würden. Dies würde angabegemäß auch zu einer zusätzlichen Erhöhung der geplanten Dividende von 0,60 Euro führen.



In Frankfurt und Umgebung kennt sich Franconofurt bestens aus

Fazit

Die erst vor wenigen Jahren gegründete Gesellschaft hat in den zurückliegenden Perioden ein beeindruckendes Wachstum vorzeigen können. Die Ergebnisentwicklung der Vergangenheit zeigt, dass Franconofurt durchweg Gewinne erwirtschaften konnte. Die Marktgegebenheiten (Finanzmetropole, überdurchschnittlich häufiger Zu- und Wegzug von - auch ausländischen -Angestellten, Eigentumsquote bei nur 13%) bilden das Fundament für die Geschäftstätigkeit, so dass sich die Entwicklung der Vergangenheit unseres Erachtens zumindest mittelfristig auch fortschreiben dürfte. Angesichts des klaren Fokus auf die Region Frankfurt unterliegt zumindest das Kerngeschäft jedoch einer begrenzten Skalierbarkeit. Aus diesem Grund ist es zu begrüßen, dass die Gesellschaft sich mit dem Aufbau von regionalen Portfolien breiter aufstellt. Unabdingbar ist für diesen nachhaltigen Ausbau ein funktionierendes Netzwerk, um die entsprechenden Marktgegebenheiten der einzelnen Regionen ausreichend beurteilen und somit erfolgreiche Investments umsetzen zu können.

Bei einer avisierten Ausschüttung von mindestens 0,60 Euro je Aktie verfügt der Wert auf aktuellem Kursniveau über eine Dividendenrendite von rund 5%, die unseres Erachtens in den kommenden Jahren weiter ansteigen dürfte. Mit Blick auf die aktuelle Geschäftsentwicklung sowie den Ausblick der Gesellschaft eignet sich ein Investment in die Aktie aufgrund der Größe der Gesellschaft jedoch nur als Beimischung.

IVG Immobilien AG

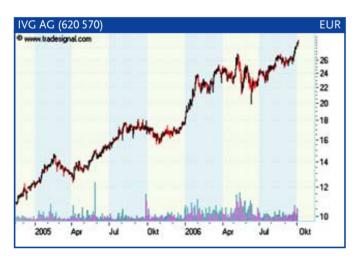


Das Standardinvestment unter den deutschen Immobilien-Aktien



Unternehmensprofil

Die IVG AG gehört mit einem betreuten Immobilienvermögen von rund 17,4 Mrd. Euro und einem eigenen Immobilienbestand von 3,3 Mrd. Euro zu den europaweit führenden Immobilien-Asset-Managern. Die Gesellschaft ist in den Kerngeschäftsfeldern Portfoliomanagement, Projektentwicklung, Immobilienfonds sowie Kavernen tätig und konzentriert sich dabei auf Büroimmobilien in bedeutenden europäischen Metropolen und Wachstumsregionen. Der Bereich Immobilienfonds ist erst in den letzten Jahren durch die vollständige Übernahme der Wert-Konzept, einem Anbieter für geschlossene Immobilienfonds und der Beteiligung an der Oppenheim Immobilien-KAG (OIK), dem deutschen Marktführer für Immobilien-Spezialfonds, ent-



scheidend ausgebaut worden. Ebenso ist der Bereich der Kavernen mit seinen stetigen Cashflow-Strömen ein noch junges, jedoch expandierendes Geschäftsfeld.

Strategie

In den Kerngeschäftsfeldern verfolgt die Gesellschaft mit der Konzentration auf Büroimmobilien, der Nutzung der Marktzyklen in Europa im Rahmen einer aktiven Buy-and-Sell-Strategie (Kauf, Optimierung und Verkauf von Immobilien), der Aufwertung des vorhandenen Immobilienbestandes, einer markt- und nachfrageorientierten Projektentwicklung sowie dem Angebot offener Immobilien-Spezialfonds und geschlossener Immobilienfonds eine klare Strategie. Der Ausbau des Kavernengeschäfts verspricht angesichts der lang laufenden Mietverträge mit den verschiedenen Versorgungsunternehmen stabile und steigende Cashflows.

Während andere Investoren häufig nur einzelne Immobilien erwerben, sucht IVG dabei gezielt nach ganzen Portfolios, wie beispielsweise die niedrig bewerteten Immobilienaktiengesellschaften Asticus (1999) oder Polar (2003). Hier bringen die mit Discount erworbenen Portfolios direkt eine gute Mietrendite, wohingegen Einzelobjekte aus dem Portfolio mit gutem Gewinn wieder verkauft werden können. Durch die eigenen Niederlassungen an allen Investitionsstandorten ist die Gesellschaft gut vernetzt und hält engen Kontakt zu den Mietern und möglichen Kauf- oder Verkaufsinteressenten.

Vor wenigen Wochen hat die Gesellschaft ihr neues Programm "IVG Moving Forward" vorgestellt. Kernpunkte dieses Pro-

nternetadresse	www.ivg.de	nach IFRS			ro bzw. Mio. Eu		Kennzahlen	
	ŭ		<u>2005</u>	<u>2006e</u>	<u>2007e</u>	2008e		
SIN	DE0006205701	Umsatz	426,0	500,0	535,0	540,0	KGV 2006e	24,2
Wertpapierkennnummer (WKN)	620 570	- Veränderung ggü. Vorjahr	-16,0%	17,4%	7,0%	0,9%	KGV 2007e	23,9
Bloombergkürzel	IVG	EBIT	242,6	261,6	276,1	293,2	KGV 2008e	21,5
Kurs (29.9.2006) in Euro	28,5	- Veränderung ggü. Vorjahr	19,7%	7,8%	5,5%	6,2%		
Aktienanzahl in Mio.	116,0	- EBIT-Marge	56,9%	52,3%	51,6%	54,3%	Dividendenrendite 2006e	1,4%
Marktkapitalisierung in Mio. Euro	3301,4	EBT	151,7	195,6	216,1	238,2	Dividendenrendite 2007e	1,5%
52-Wochen-Hoch (in Euro)	28,50	- Veränderung ggü. Vorjahr	57,2%	29,0%	10,5%	10,2%	Dividendenrendite 2008e	1,5%
52-Wochen-Tief in (Euro)	15,58	- EBT-Marge	35,6%	39,1%	40,4%	44,1%		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	454.856	Jahresüberschuss**	96,4	136,6	138,3	153,2	Buchwert je Aktie 2005 (in Euro)	7,97
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	59,0%	- Veränderung ggü. Vorjahr	36,0%	41,7%	1,2%	10,8%	NAV je Aktie 2005 (in Euro)	18,00
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	226,4%	- Nettomarge	22,6%	27,3%	25,8%	28,4%		
CDAX-Gewichtung	0,32%	Ergebnis je Aktie	0,83	1,18	1,19	1,32	Anzahl der Objekte (in 2005)	196
EPRA*-Gewichtung	1,94%	- Veränderung ggü. Vorjahr	36,0%	41,7%	1,2%	10,8%	Vermietete Fläche (in qm) (in 2005)	1.608.900
Geschäftsjahr	31.12.	Dividende je Aktie	0,38	0,40	0,42	0,42	Leerstandsquote (in 2005)	5,5%
Nächster Termin	14.11.06 (Q III)	- Veränderung ggü. Vorjahr	8,6%	5,3%	5,0%	0,0%	Mitarbeiter	851
Aktionärsstruktur (30.9.2006)	Sal, Oppenheim 20,1 %, H	SH Nordbank 5,1 %, Freefloat 7	4.8 %				•	

gramms sind neben der Konzentration auf Büroimmobilien die Ausweitung der wiederkehrenden Erträge durch den Ausbau des eigenen Portfolios, weiterer Kavernen, des Fondsmanagements sowie stabiler Gewinne aus dem Projektentwicklungsgeschäft. Ebenso sollen die operativen Kosten durch die Hebung von Synergien und eine schlankere Managementstruktur ge-

senkt werden. Im Rahmen der strategischen Neupositionierung hat IVG als ersten Schritt die Aufstockung an der OIK von 50,1% in zwei Schritten bis Januar 2007 auf 94% gemeldet.

Operative Entwicklung

Nach zahlreichen Meldungen während der ersten sechs Monate 2006 verwundert es nicht, dass die kürzlich vorgestellten Halbjahreszahlen auf der Ergebnisseite deutliche Zuwächse zeigten. Insbesondere die zahlreichen Immobilientransaktionen mit entsprechenden Veräußerungsgewinnen haben zu der für ein erstes Halbjahr außergewöhnlichen Performance ge-

Frontansicht des MicroPolis-Komplexes in Dresden Leibnizkolonna-(rechts)

führt. Aufgrund höherer Projektentwicklungserlöse stiegen die Umsätze um 6% auf 223 Mio. Euro. Die Gesamtleistung erhöhte sich infolge der in den sonstigen betrieblichen Erlösen enthalte-

nen Immobilienverkaufsgewinne deutlich um 35% auf 333 Mio. Euro. Entsprechend vervierfachte sich das Halbjahresergebnis von 21 Mio. Euro auf 108 Mio. Euro. IVG beginnt derzeit zudem mit dem Bau der ersten 12 zusätzlichen Kavernen. Ingesamt kann der Konzern neben den bereits bestehenden 40 Kavernen die Kapazität um mindestens weitere 65 Kavernen erweitern.

Ausblick

Nachdem IVG bereits mit dem Bericht zum ersten Quartal 2006 seine Gesamtjahresguidance mit einem Konzernjahresüberschuss von 125 Mio. Euro präzisiert und Ende Mai diese dann nochmals angehoben hatte (135 Mio. Euro), rechnet der Konzern mittlerweile mit einem Nettogewinn von 145 Mio. Euro (vor Anteilen Dritter und Hybridkapitalgebern). Der Ende Juni 2006 publizierte Portfolioverkauf über 29 Objekte mit einem Volumen von 315 Mio. Euro beinhaltet darüber hinaus angabegemäß einen Buchgewinn im deutlich zweistelligen Mio. Euro-

> Bereich. Dieser Buchgewinn wird größtenteils zugunsten des Konzernergebnisses 2007 vereinnahmt, so dass auch im kommenden Geschäftsjahr mit einem hohen Ertrag gerechnet werden kann. Während die Summe der betrieblichen Erträge und die Ergebnisgrößen 2006 insbesondere durch Immobilienverkäufe geprägt sein werden, sollen neben dem oben genannten Portfolioverkauf 2007 und 2008 angabegemäß eher die wachsenden Erträge aus Mieteinnahmen, dem Fondsgeschäft und dem Kavernengeschäft sowie Umsatzerlöse aus Projektentwicklungen die

> > Geschäftsentwicklung beeinflussen. Unverändert geht das Management davon aus, dass der Net Asset Value Ende 2006 auf über 22 Euro je Aktie angestiegen sein wird. Für 2008 soll dieser dann mindestens 24 Euro betragen.

Bewertung

Das Management hat unseres Erachtens in der Vergangen-

heit gezeigt, dass es auf die stetig veränderten Marktbedingungen stets adäquat reagiert hat und die unterschiedlichen Marktzyklen im Rahmen seiner aktiven Buy-and-Sell-Strategie gut ausnutzt. Insgesamt bestätigen die aktuellen Zahlen sowie die insbesondere im zweiten Quartal veröffentlichten Immobilienkäufe diese Sichtweise der erfolgreichen Buy-and-Sell-Strategie und des guten Immobilienmanagements. Angesichts der breiten Aufstellung des Konzerns ist die IVG-Aktie für uns unverändert das Standard-Investment in deutsche Immobilienaktien, auch wenn der aktuelle Kurs deutlich über dem NAV liegt.

PATRIZIA Immobilien AG



Steigerungspotenzial erkennbar



Unternehmensprofil

Die PATRIZIA Immobilien AG ist ein integriertes Immobilienunternehmen mit den beiden Geschäftsfeldern Investments und Services, die ihren Schwerpunkt jeweils im wohnungswirtschaftlichen Bereich haben. Die Geschäftstätigkeit erstreckt sich dabei auf die gesamte Bundesrepublik. Haupttätigkeit und Kernkompetenz im Geschäftsbereich Investment ist der Ankauf und die anschließende Weiterveräußerung von Mietwohnungen auf eigene Rechnung. Dabei werden vor der Veräußerung zumeist Sanierungs- und Modernisierungsmaßnahmen zur Realisierung des festgestellten Wertsteigerungspotenzials der Objekte durchgeführt. Daher gliedert sich dieser Geschäftsbereich in die Geschäftsfelder Wohnungsprivatisierung, Revitalisierung und Projektentwicklung. Im Geschäftsbereich Services wird hingegen ein breites Spektrum an immobilienbezogenen Dienstleistungen angeboten. Hierzu gehören Transaktionsberatung, Asset Management, Immobilienverwaltung und Hilfestellung bei der Veräußerung von Objekten.



Im Mittelpunkt der Unternehmensstrategie steht das Wachstum des Geschäftsbereichs Investment. Die Investition in Immobilien und deren Verkauf nach Durchführung wertsteigender Maßnahmen werden auch in Zukunft den Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit bilden. Dabei verfolgt die Gesellschaft auch weiterhin nicht das Konzept eines Bestandsaufbaus. Im Geschäftsfeld Projektentwicklung liegt der Fokus im Bereich Wohnimmobilien, aber die Nutzung der Erfahrungen soll nach genauer Prüfung der Marktgegebenheiten zukünftig



auch im Zusammenhang mit Gewerbeimmobilien umgesetzt werden.

Im Dienstleistungsbereich sollen durch die verstärkte Eigenkapitalbasis Chancen bei Co-Investments mit internationalen Investoren genutzt werden, bei denen PATRIZIA jeweils vollständig für die operative Umsetzung des gemeinsamen Konzeptes zuständig sein soll. Daneben soll auch der Bereich Services, insbesondere das Asset Management, weiter gestärkt werden. Die Kundenbasis soll dabei in zunehmendem Maße auch auf Immobilienfonds mit Schwerpunkt Wohnimmobilien sowie auf nationale und internationale institutionelle Investoren mit großen Immobilienportfolios ausgedehnt werden.

Internetadresse	www.patrizia.ag	nach IFRS	2005	2006e	2007e	2008e	<u>Kennzahlen</u>	
ISIN	DE000PAT1AG3	Umsatz	99,5	250,0	400,0	500,0	KGV 2006e	26,2
Wertpapierkennnummer (WKN)	PAT 1AG	- Veränderung ggü. Vorjahr	33,2%	151,2%	60,0%	25,0%	KGV 2007e	15,5
Bloombergkürzel	P1Z	EBIT	25,5	64,2	108,5	139,3	KGV 2008e	12,3
Kurs (29.9.2006) in Euro	20,87	- Veränderung ggü. Vorjahr	112,5%	151,6%	69,1%	28,3%		•
Aktienanzahl in Mio.	47,4	- EBIT-Marge	25,6%	25,7%	27,1%	27,9%	Dividendenrendite 2006e	1,2%
Marktkapitalisierung in Mio. Euro	989,2	EBT	20,1	58,2	98,5	124,3	Dividendenrendite 2007e	1,4%
52-Wochen-Hoch (in Euro)	26,55	- Veränderung ggü. Vorjahr	175,0%	189,8%	69,4%	26,1%	Dividendenrendite 2008e	1,7%
52-Wochen-Tief in (Euro)	18,00	- EBT-Marge	20,2%	23,3%	19,7%	24,9%		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	160.813	Jahresüberschuss	16,6	37,8	64,0	80,8	Buchwert je Aktie 30.6.06 (in Euro)	3,69
Absolute Performance (seit IPO - 31.3.2006)	15,9%	- Veränderung ggü. Vorjahr	275,6%	127,3%	69,4%	113,7%	NAV je Aktie 2005 (in Euro)	
Absolute Performance (seit IPO - 31.3.2006)	15,9%	- Nettomarge	16,7%	15,1%	16,0%	16,2%		•
CDAX-Gewichtung	0,06%	Ergebnis je Aktie	0,35	0,80	1,35	1,70	Anzahl der Wohneinheiten (30.6.2006)	1.600
EPRA*-Gewichtung		- Veränderung ggü. Vorjahr	275,6%	127,3%	69,4%	26,0%	Vermietete Fläche (in qm) (30.6.2006)	ca. 100.000
Geschäftsjahr	31.12.	Dividende je Aktie	0,20	0,25	0,30	0,35	Leerstandsquote (30.6.2006)	ca. 3%
Nächster Termin	15.11.06 (Q III)	- Veränderung ggü. Vorjahr		25,0%	20,0%	16,7%	Mitarbeiter	242
Aktionärsstruktur (30.9.2006)	First Capital Partner (CEO E	gger): 50,0%; weiteres Mana	gement: 4,1%	; Freefloat: 45	5,9%		•	
Quelle: Bankhaus Lampe, PATRIZIA Immobilien AG		·					·	

Operative Entwicklung

Die Halbjahreszahlen 2006 zeigten eine deutliche Ausweitung der Geschäftstätigkeit. So erhöhte sich der Umsatz von 22 Mio. Euro 2005 auf 129 Mio. Euro in den ersten sechs Monaten dieses Jahres. Die Gesamtleistung verbesserte sich zeitgleich von 28 Mio. Euro auf 149 Mio. Euro. Maßgeblich für diese Vervielfachung waren verstärkte Kauf- und Veräußerungs-

aktivitäten im Bereich Wohnimmobilienportfolios. Entsprechend erhöhte sich auch das EBIT von 3 Mio. Euro auf 25 Mio. Euro.

Im ersten Halbjahr 2006 hat die Gesellschaft rund 1.400 Wohneinheiten angekauft und etwa 1.800 Wohnungen verkauft bzw. beurkundet. Weitere knapp 500 Wohnungskäufe wurden im Juli beurkundet. Zu beachten ist, dass von den im zweiten Quartal 2006 verkauften Wohnungen nur ein Teil umsatz- und ertragswirksam geworden ist. Weitere Kaufpreiseingänge aus diesem Verkauf wurden erst im dritten Quartal 2006 verbucht.

Nach dem Börsengang im Frühjahr und der damit einhergehenden Kapitalerhöhung sind der Gesellschaft netto knapp 120 Mio. Euro zugeflossen, die in den kommenden Perioden sukzessive zum Ausbau des Investmentgeschäfts eingesetzt werden sollen. Angesichts einer aktuellen Eigenkapitalquote von über 50% verfügt die Gesellschaft bei einem angenommenen mittelfristigen Leverage von mindestens 75% Fremdkapital noch über einen erheblichen Finanzierungsspielraum.

Aufgrund der allgemeinen Einschätzung zum deutschen Immobilienmarkt - weltweit attraktivster Markt; Bestandshalter verstärkt auf der Verkäuferseite; Immobilie als Anlageklasse für die private Altersvorsorge verstärkt im Vordergrund - geht das Management auch in den kommenden Quartalen von einer weiterhin positiven Entwicklung der PATRIZIA-Gruppe aus. Darüber hinaus erwartet der Konzern in der zweiten Jahreshälfte 2006 eine bran-



Hamburg (links) und PATRIZIA-Wohnanlage in der Schleißheimer Straße in München

chentypische, höhere Privatisierungsquote als in den ersten sechs Monaten. Insgesamt will der Konzern 2006 rund 3.000 Wohneinheiten kaufen und etwa 2.300 (inklusive 1.000 aus einem Blocktrade) verkaufen.

Für die kommenden Perioden (2007e: Ankauf: 3.000 bis 4.000

Wohnungen; Verkauf: 1.800 Wohnungen) erwartet das Management ein nochmals anziehendes Volumen, so dass für 2006 sowie 2007 jeweils eine Verdoppelung des Nettoergebnisses avisiert wird. Im Segment Services geht das Unternehmen von einem überproportionalen Wachstum in den beiden Abschlussquartalen 2006 aus. Insbesondere die Bewertung und der Ankauf von Immobilien sowie das Asset Management für Dritte werden hier im Vordergrund stehen.

Fazit

Wir glauben, dass die Gesellschaft mindestens kurzfristig von den aktuellen Marktbedingungen im Inland profitieren und dabei auf die ausgeweiteten Finanzierungsmöglichkeiten zurückgreifen wird. Dabei sollte der Konzern von seinem umfassenden Netzwerk sowie der hohen Reputation und dem daraus resultierenden guten Zugang zu Wohnungsportfolios profitieren. Die enge Verknüpfung der beiden Kerngeschäftsbereiche dürfte zu entsprechenden Synergien führen. Aus langfristigen Gesichtspunkten würden wir es begrüßen, wenn auch der Bereich Services aufgrund des eher kontinuierlichen Geschäftsverlaufs zukünftig stärker wachsen würde. Unsere Bewertungsmodelle zeigen im aktuellen Kapitalmarktumfeld einen fairen Wert je Aktie von rund 23 Euro, so dass wir bei PATRIZIA ausgehend vom aktuellen Kursniveau noch weiteres Steigerungspotenzial erkennen.

POLIS AG

Chancen auf Börsengang gewachsen





Unternehmensprofil

Die 1998 gegründete POLIS Grundbesitz und Beteiligungs AG ist eine Holdinggesellschaft, die sich auf den deutschen Immobilienmarkt, insbesondere auf Büroimmobilien in guten Großstadtlagen, konzentriert. Dabei schwankt die Objektgröße zwischen 5 und 25 Mio. Euro, wobei jede Immobilie von einer eigenen Objektgesellschaft gehalten wird. Nachdem das Unternehmen im letzten Geschäftsjahr zwei Immobilien verkauft und im laufenden Jahr einen weiteren Verkauf sowie zwei weitere Investments getätigt hatte, verfügt POLIS aktuell über insgesamt acht Immobilien an den verschiedenen Standorten Düsseldorf, Berlin, Hamburg und Frankfurt.

Strategie

POLIS konzentriert sich auf Büro- und Einzelhandelsimmobilien, die entweder ein konkretes Entwicklungs- bzw. Mietsteigerungspotenzial erkennen lassen oder einen sicheren Cashflow erwirtschaften. Der Investitionsschwerpunkt liegt in Deutschland. Dabei bevorzugt die Gesellschaft etablierte Bürolagen in prosperierenden Großstädten.

Die Investments sollen entweder ein kurz- bis mittelfristiges Entwicklungspotenzial haben oder in attraktiven Lagen über langfristig abgesicherte Mietverträge verfügen. Bei den Entwicklungsobjekten handelt es sich zumeist um Multi-Tenant-Gebäude mit kurz- bis mittelfristigem Revitalisierungsbedarf, während die zweite Kategorie auch Single-Tenant-Immobilien umfassen kann. Durch die enge Zusammenarbeit mit Bouwfonds befindet sich die Gesellschaft auch in der Lage, ganze Immobilienportfolios mit dem Schwerpunkt Büro- und Einzelhandel zu erwerben. Fokussierung, Transparenz und aktives Management bilden die Kernelemente des strategischen Konzepts. Dabei werden die Anlageobjekte laufend qualitativ verbessert und auf Entwicklungspotenziale untersucht. Prinzipiell sieht sich die Gesellschaft als ein Bestand haltendes Immobilienunternehmen, das eine Basisrendite durch Bewirtschaftung der eigenen Anlageobjekte erzielt. Sofern durch das aktive Management der Objekte oder Revitalisierungsmaßnahmen Wertschöpfungspotenziale gehoben werden, können diese über den Verkauf im Rahmen einer Buy-and-Sell-Strategie realisiert und damit eine Zusatzrendite erwirtschaftet werden.

Das Risikoprofil wird u. a. durch die regionale Dezentralisierung der Immobilienstandorte verringert. Ganz bewusst geht der Konzern dabei das Risiko von Neubauentwicklung nicht ein. POLIS will sich nach den durchgeführten Kapitalerhöhungen zunächst vermehrt auf die Portfolioerweiterung konzentrieren. Das erklärte Ziel des Konzerns ist, den Aktionären eine stabile und angemessene Dividende zu zahlen, die mittelfristig ca. 3% bis 5% betragen soll. Durch die Realisierung von Wertschöpfungspotenzialen soll der Total Return der POLIS-Aktie im langfristigen Durchschnitt 8 bis 10% erreichen.

Operative Entwicklung

Im laufenden Geschäftsjahr hat die Gesellschaft auf der operativen Seite bereits eine Immobilie in Berlin verkauft und dabei einen Überschuss von rund 1,7 Mio. Euro erwirtschaftet. Das Ma-

Internetadresse	www.polisag.de	nach IFRS	2005	2006e	2007e	2008e	Kennzahlen	
ISIN	DE00069133304	Umsatz	5,5	4,3			KGV 2006e	
Wertpapierkennnummer (WKN)	691 333	- Veränderung ggü. Vorjahr		-21,6%			KGV 2007e	
Bloombergkürzel		EBIT	0,5	3,2			KGV 2008e	
Kurs (29.10.2006) in Euro	nicht börsennotiert	- Veränderung ggü. Vorjahr		538,7%				
Aktienanzahl in Mio.	51,4	- EBIT-Marge	9,1%	58,3%			Dividendenrendite 2006e	
Marktkapitalisierung in Mio. Euro		EBT	-2,3	0,8			Dividendenrendite 2007e	
52-Wochen-Hoch (in Euro)		- Veränderung ggü. Vorjahr		135,5%			Dividendenrendite 2008e	
52-Wochen-Tief in (Euro)		- EBT-Marge	-41,1%	14,6%				•
Tagesumsatz (MW d. letzten 6 Monate in Stück)		Jahresüberschuss	-2,1	0,8			Buchwert je Aktie 2005 (in Euro)	1,17
Absolute Performance (seit Jahresanfang)		- Veränderung ggü. Vorjahr		137,3%			NAV je Aktie 2005 (in Euro)	1,22
Absolute Performance (seit 1.1.2003)		- Nettomarge	-39,1%	14,6%				
CDAX-Gewichtung		Ergebnis je Aktie**	-0,04	0,02			Anzahl der Objekte (in 2005)	7
EPRA*-Gewichtung		- Veränderung ggü. Vorjahr		137,3%			Vermietete Fläche (in qm) (in 2005)	21.972
Geschäftsjahr	31.12.	Dividende je Aktie	0,00	0,00			Leerstandsquote (in 2005)	16,0%
Nächster Termin		- Veränderung ggü. Vorjahr					Mitarbeiter	2
Aktionärsstruktur	Bouwfonds Asset Management Deutschland 32%; Mann Immobilien Verwaltung AG 32%; KZVK Darmstadt 10%; weitere rund 45 Aktionäre							

nagement ist optimistisch, dass angesichts der verbesserten Immobilienmärkte in Deutschland keine oder nur geringe Bewertungskorrekturen erforderlich sein werden. Darüber hinaus hat POLIS ein Objekt in Düsseldorf erworben, das zum Kaufzeitpunkt nur zu rund 53% vermietet war und somit nach erfolgreicher Vermietung der freien Flächen unseres Erachtens ein erhebliches Wertsteigerungspotenzial besitzt. Negative Belastungen könnten aus einem erhöhten Aufwand bei Modernisierungsund Eigenkapitalbeschaffungskosten im Rahmen der kürzlich beschlossenen Wachstumsstrategie herrühren. Aus diesem Grund musste der Vorstand zuletzt auch die Hoffnungen auf eine Dividendenzahlung für 2006 dämpfen, auch wenn er für die Zukunft wieder optimistischer ist.

Zum Halbjahr 2006 konnte das Management bereits über eine positive Unternehmensentwicklung berichten. So lag der Umsatz bei 2,0 Mio. Euro und das Periodenergebnis vor Steuern bei 0,9 Mio. Euro. Hierin sind Wertaufholungen in

Höhe von 0,6 Mio. Euro enthalten, nachdem in den Jahren zuvor zahlreiche Abschreibungen auf die Immobilien getätigt werden mussten.

POLIS hat zudem im zweiten Quartal 2006 eine Kapitalerhöhung durchgeführt, durch die der Gesellschaft im Ergebnis 12,6 Mio. Euro zuflossen. In den letzten Wochen hat das Unternehmen darüber hinaus eine weitere Kapitalerhöhung vorgenommen, so



Polis-Objekt in der Ludwig-Erhard-Staße in Hamburg

dass sich das Eigenkapital auf rund 61 Mio. Euro verdoppelte. Mit der Mann Immobilien-Verwaltung AG hat POLIS in diesem Zuge einen neuen und kapitalkräftigen Aktionär gewinnen können.

erstandsquote: Selbst berechne

Ausblick

POLIS hat nach einer Konsolidierungsphase zwischenzeitlich ei-Wachstumsstrategie schlossen und plant, ihr Portfolio kurzfristig auf 150 Mio. Euro vergrößern. Mittelfristig strebt der Konzern die Kapitalmarktfähigkeit und den Ausbau des Portfolios auf rund 350 Mio. Euro an, wobei zur Finanzierung des Wachstums weitere Kapitalerhöhungen erfolgen sollen. Bei allen anstehenden Maßnahmen lässt sich das Management daher auch von den drei Zielen "Aufholung der eingetretenen Wertverluste", "Herstellung der dauerhaften Dividendenfähigkeit" sowie "Schaffung von Liquidität für die POLIS-Aktie" leiten.

Fazit

Die bereits seit einigen Jahren angestrebte Kapitalmarktreife scheint

angesichts der umgesetzten Kapitalmaßnahmen der vergangenen Monate näher zu rücken, wobei ein erster kurzfristiger Ausbau des Portfolios unseres Erachtens bereits durch die jüngst eingeworbenen liquiden Mittel durchgeführt werden kann. Insgesamt glauben wir, dass sich die Chancen für einen Börsengang nach den Kapitalmaßnahmen augrund des fokussierten Geschäftsmodells und der beschlossenen Wachstumsstrategie deutlich verbessert haben.

TAG Tegernsee Immobilienund Beteiligungs-AG



Strategische Neuausrichtung soll greifen



Unternehmensprofil

Die TAG Tegernsee Immobilien- und Beteiligungs-AG dient als Holding für verschiedene Tochterunternehmen, von denen der Bau-Verein zu Hamburg AG und die JUS AG (demnächst umfirmiert in TAG Asset Management) die mit Abstand wichtigsten Konzerntöchter darstellen. Das Kerngeschäftsfeld stellen Wohnimmobilien dar, wobei der Fokus gänzlich auf den deutschen Immobilenmarkt, im Speziellen auf nationale Metropolregionen gerichtet ist.

Die größte Gesellschaft im TAG-Konzern ist der Bau-Verein, der aktuell in den drei Geschäftsfeldern Bestandsverwaltung, Bestandsentwicklung und Neubau von Wohnraum aktiv ist. Das Portfolio des Bau-Vereins umfasste im letzten Geschäftsjahr 2.800 Wohnungen zzgl. 350 in Bau und Planung befindliche Einheiten in den Ballungsräumen Hamburg, Berlin und München. Im Ende 2005 geschlossenen Joint Venture mit der conwert Immobilien AG (Anteil: 25%) besteht darüber hinaus ein Portfolio von rund 800 Wohneinheiten.

Nach der bilanziellen Bereinigung des Goodwill der JUS AG und der gleichzeitigen strategischen Neuausrichtung dieser Gesellschaft konzentriert sich die Tochter auf Dienstleistungen rund um die Immobilie. Die Abschaffung bestimmter steuerlicher Vorteile führte dazu, dass die TAG das Geschäftsmodell der JUS AG (Sanierung von Altbauten) in Frage



stellen musste. Die Umstrukturierung der Gesellschaft führte 2005 zu einer Firmenwertabschreibung in Höhe von 20 Mio. Euro und war damit im abgelaufenen Geschäftsjahr maßgeblich verantwortlich für den Konzernverlust in Höhe von 35 Mio. Euro.

Weitere Tochtergesellschaften sind die Trinom, in denen die Serviced Apartments (möblierte Appartements für mittelfristige Aufenthalte als Alternative zu Hotels) zusammengefasst sind, die historisch bedingten Beteiligungen an der Kraftver-

TAG Tegernsee AG Kennzahlen in Euro bzw. Mio. Euro								
Internetadresse	www.tag-ag.com	nach IAS	2005	2006e	2007e	2008e	Kennzahlen	
ISIN	DE0008303504	Umsatz	153,5	121,5	191,0	205,5	KGV 2006e	62,4
Wertpapierkennnummer (WKN)	830 350	- Veränderung ggü. Vorjahr	26,6%	-20,9%	57,2%	7,6%	KGV 2007e	12,1
Bloombergkürzel	TEG	EBIT	-13,8	20,5	75,0	91,0	KGV 2008e	8,5
Kurs (29.9.2006) in Euro	8,10	- Veränderung ggü. Vorjahr			265,9%	21,3%		
Aktienanzahl in Mio.	32,6	- EBIT-Marge	-9,0%	16,9%	39,3%	44,3%	Dividendenrendite 2006e	0,0%
Marktkapitalisierung in Mio. Euro	263,8	EBT	-32,3	6,5	33,5	47,5	Dividendenrendite 2007e	1,2%
52-Wochen-Hoch (in Euro)	10,13	- Veränderung ggü. Vorjahr			415,4%	41,8%	Dividendenrendite 2008e	2,5%
52-Wochen-Tief in (Euro)	7,76	- EBT-Marge	-21,0%	5,3%	17,5%	23,1%		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	53.041	Jahresüberschuss	-35,5	4,2	21,8	30,9	Buchwert je Aktie 30.9.2006** (in Eu	r 9,08
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-0,9%	- Veränderung ggü. Vorjahr			415,4%	41,8%	NAV je Aktie per 30.9.06 (in Euro)	
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	-9,8%	- Nettomarge	-23,1%	3,5%	11,4%	15,0%		
CDAX-Gewichtung	0,03%	Ergebnis je Aktie	-1,09	0,13	0,67	0,95	Anzahl der Objekte (in 2005)	ca. 3.400
EPRA*-Gewichtung		- Veränderung ggü. Vorjahr			415,4%	41,8%	Vermietete Fläche (in qm) (in 2005)	
Geschäftsjahr	31.12.	Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,10	0,20	Leerstand in Renditeliegeschaften	2 - 3%
Nächster Termin	November 2006 (Q III)	- Veränderung ggü. Vorjahr				100,0%	Mitarbeiter (in 2005)	152
Aktionärsstruktur (30 9 2006)	Investorengruppe um Dr. Ristow 6%: Freefinat: 94%							

Aktionärsstruktur (30.9.2006)

Quelle: Bankhaus Lampe, TAG Tegernsee AG

kehr Tegernsee Immobilien GmbH und der Tegernsee-Bahn. Die AGP AG bewirtschaftet als Ein-Objekt-Gesellschaft ein Buch- und Medienhaus in Erfurt.

Strategie

Die strategische Neuausrichtung der JUS AG sorgte auch im Konzern für eine Kehrtwende der bisherigen Kernaktivitäten. Lag der Schwerpunkt in den letzten Jahren eher auf einer Buy-and-Sell-Strategie, so fokussiert sich die TAG nun auf das Kaufen, Entwickeln und Halten (Buy-Develop-Hold-Strategie) und damit auf ein konstanteres, risikoärmeres Geschäft. Unverändert liegt der Schwerpunkt jedoch auf Wohnimmobilien in deutschen Ballungszentren mit einer deutlichen Wertsteigerungsstrategie. Im Rahmen dieser Strategie will der Konzern zusätzliche Flächen in Form

von Dachgeschossausbauten, Balkonausbauten, Nachverdichtungen und Neubautätigkeiten schaffen und so einen Mehrwert erreichen. Dieses Portfoliomanagement und die Neubautätigkeit, ergänzt um den Ausbau der Dienstleistungen rund um die Immobilie, bilden den Kern der zukünftigen TAG-Strategie. Aufgrund des verbesserten Marktumfeldes im gewerblichen Immobilienmarkt will das Management auch in diesem Geschäftsfeld zukünftig tätig werden.

Nach drei Kapitalerhöhungen im Jahr 2005 sowie zwei weiteren kleineren Maßnahmen in der ersten Hälfte 2006 hat der Konzern zuletzt eine große Kapitalmaßnahme vorgenommen, die der Gesellschaft einen Liquiditätszufluss von brutto knapp 160 Mio. Euro einbrachte. Neben dem weiteren Ausbau des Portfolios konnte TAG durch die neuen Finanzmittel auch die Eigenkapitalquote steigern. Nach einer bereits 2005 verbesserten Quote von 24% erreichte dieser zur Jahresmitte bereits 33% und dürfte nach der letzten Kapitalmaßnahme bei rund 50% liegen. Bei einem mittelfristig angestrebten Eigenkapitaleinsatz von 20 bis 30% und einer entsprechenden Fremdfinanzierung erwartet das Management eine Geschäftsausweitung um bis zu 0,8 Mrd.



Heidelberg Villages

Euro auf ein Bilanzvolumen von 1,3 Mrd. Euro (30.6.2006: 448 Mio. Euro).

Operative Entwicklung

Im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2006 machte sich bereits die eingeschlagene Neuausrichtung bemerkbar. Die Umsatzerlöse verbesserten sich um ein Viertel auf 45 Mio. Euro. Infolge der Höherbewertung von modernisierten Wohnungen sowie eines rückläufigen Finanzergebnisses nach der verbesserten Nettoverschuldung stieg das Vorsteuerergebnis von 3,8 Mio. Euro auf 6,4 Mio. Euro. Nach einem Halbjahresverlust von 1,3 Mio. Euro 2005 lag das Periodenergebnis 2006 folglich bei +1,1 Mio. Euro.

Ausblick

Nach den zahlreichen Kapitalmaßnahmen und der strategischen Neuausrichtung soll in den kommenden Perioden der Aufbau des Bestandsportfolios im Fokus stehen. Die ersten eingeworbenen Mittel hat der Konzern bereits investiert und ist angabegemäß in weiteren konkreten Gesprächen zur Ausweitung des Bestands. Angesichts der aktuellen Geschäftsentwicklung ist das Management zuversichtlich, dass sich die positive Entwicklung des ersten Halbjahres 2006 auch im Gesamtjahr fortsetzen wird. Insgesamt erwartet der Vorstand für das Geschäftsjahr ein Vorsteuerergebnis von 6 Mio. Euro.

Fazit

Die durchgeführten Kapitalerhöhungen sowie die damit auch verbundene Verdreifachung der Marktkapitalisierung innerhalb der letzten 12 Monate auf über 260 Mio. Euro zeugen vor allem auch vor dem Hintergrund der Neuausrichtung unseres Erachtens von einem deutlich zurück gewonnenen Anlegervertrauen. Wir glauben, dass die Gesellschaft jetzt über einen längeren Zeitraum zeigen muss, dass dieser strategische Schritt nachhaltig greift, so dass wir den Wert zurzeit zunächst nur als Halteposition sehen.

Vivacon AG

vivacon ag

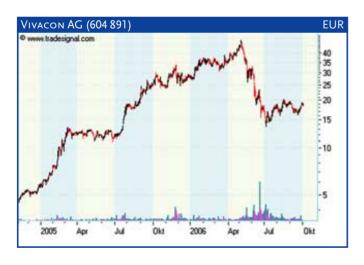
Konzentration auf institutionelle Kunden



Unternehmensprofil

Das ursprüngliche Kerngeschäft sind der Erwerb und der Verkauf von bezahlbarem Wohnraum an Privatpersonen im Erbbaurecht. Dabei werden zumeist sanierungsbedürftige Bestandswohnanlagen von der Öffentlichen Hand sowie von Industrieunternehmen erworben, saniert oder modernisiert, um sie anschließend an bisherige Mieter, Eigennutzer oder Kapitalanleger zu veräußern.

Das Unternehmen hat darüber hinaus ein Joint Venture mit der Immobilien-Entwicklungsgesellschaft des französischen Stardesigners Philippe Starck (Yoo Ltd.), das die Exklusivlizenz für den Bau und die Vermarktung von Philippe Starck-Immobilien



in Deutschland besitzt. Die neu gegründete Yoo Deutschland entwirft, baut und verkauft hochwertige Designerwohnungen mit exklusiver Ausstattung in den Toplagen der deutschen Großstädte wie Berlin, Hamburg oder München. Vivacon übernimmt dabei neben den Projektentwicklungsaufgaben insbesondere den Großteil des Vertriebes der Wohnungen.

Strategie

Aufbauend auf der erfolgreichen Erfahrung in der Projektierung, Modernisierung und Vermarktung von Wohnimmobilien in ganz Deutschland bietet Vivacon ihre Dienstleistungen seit 2004 auch institutionellen Immobilieninvestoren an. Die Privatisierung ganzer Wohnungsportfolios stellt seitdem die Kernaktivität des Konzerns dar. Vivacon bietet dabei in- wie ausländischen Investoren die Möglichkeit, diese von der Auswahl, Finanzierung und Akquisition über die Modernisierung bis hin zum Mietermanagement und der Vermarktung zu beraten und zu unterstützen. Als operativer Partner bietet Vivacon somit auch Anlegern ohne etablierte Infrastruktur im deutschen Markt die Möglichkeit, in lokale Wohnungsbestände zu investieren.

Operative Entwicklung

Die zuletzt vorgelegten Zahlen für das erste Halbjahr 2006 beinhalteten insgesamt keine großen Überraschungen. Die Umsätze stiegen um beachtliche 339% auf 56 Mio. Euro, während sich das operative Ergebnis (EBIT) um 54% auf 11 Mio. Euro verbesserte. Aufgrund der angestiegenen Aktienanzahl verharrte der Gewinn je Aktie jedoch bei 0,23 Euro (2005: 0,22 Euro).

Internetadresse	www.vivacon.de	nach IFRS	ennzahlen in Eu 2005e	2006e	2007e	2008e	<u>Kennzahlen</u>	
ISIN	DE0006048911	Umsatz	85.3	100.0	110.0	105.0	KGV 2006e	8,6
Wertpapierkennnummer (WKN)	604 891	- Veränderung ggü. Vorjahr	-16,2%	17,2%	10,0%	-4,5%	KGV 2007e	9,4
Bloombergkürzel	VIA	EBIT	40,4	68,9	64,8	64,3	KGV 2008e	9,6
Kurs (14.10.2005) in Euro	19,15	- Veränderung ggü. Vorjahr	172,0%	70,7%	-6,0%	-0,7%		
Aktienanzahl in Mio.	19,3	- EBIT-Marge	47,3%	68,9%	58,9%	61,3%	Dividendenrendite 2006e	0,0%
Marktkapitalisierung in Mio. Euro	369,1	EBT	36,7	64,4	59,8	58,8	Dividendenrendite 2007e	1,3%
52-Wochen-Hoch (in Euro)	49,48	- Veränderung ggü. Vorjahr	209,5%	75,3%	-7,2%	-1,6%	Dividendenrendite 2008e	1,3%
52-Wochen-Tief in (Euro)	13,62	- EBT-Marge	43,1%	64,4%	54,4%	56,0%		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	363.747	Jahresüberschuß	24,0	42,8	39,2	38,5	Buchwert je Aktie 30.06.06 (in Euro)	7,32
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	-32,6%	- Veränderung ggü. Vorjahr	244,0%	78,4%	-8,5%	-1,6%	NAV je Aktie 2005 (in Euro)	
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	1535,3%	- Nettomarge	28,1%	42,8%	35,6%	36,7%		
CDAX-Gewichtung	0,04%	Ergebnis je Aktie	1,35	2,22	2,03	2,00	Anzahl der Objekte (in 2005)	
EPRA*-Gewichtung		- Veränderung ggü. Vorjahr	191,5%	63,9%	-8,5%	-1,6%	Vermietete Fläche (in qm) (in 2005)	
Geschäftsjahr	31.12.	Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,25	0,25	Leerstandsquote (in 2005)	
Nächster Termin	13.11.06 (Q III)	- Veränderung ggü. Vorjahr				0,0%	Mitarbeiter	64
Aktionärsstruktur (17.08.06)	Marc Leffin 8,21%, Timo Herbrand 8,07%, Schroder plc 3,38%, Freefloat 80,34%							

Zu beachten ist, dass die Umsatz- und Ertragsentwicklung zum einen aufgrund des Geschäftsmodells sehr volatil ist und zurzeit erheblich von durchgeführten Portfolio-Verkäufen abhängt. Zum

anderen erzielt auch Vivacon branchentypisch den Großteil der Gewinne erst im vierten Quartal eines Geschäftsjahres. Die deutlichen Zuwächse auf der Umsatzseite resultieren vor allem aus höheren Umsätzen und Erträgen im Segment Private Investoren sowie einem Portfolioverkauf im Segment Institutionelle Investoren. Die Analyse der Halbjahreszahlen zeigt darüber hinaus einen positiven Einfluss durch Werterhöhungen in Höhe von 5,9 Mio. Euro (2005: 11,2 Mio. Euro) sowie erhöhte Aufwendungen im Bereich Personal (3,5 Mio.



Sportparkappartements in Köln-Junkersdorf (oben); Yoo Hamburg, Philippe Starck-Designerwohnungen (rechts)

Euro gegenüber 1,9 Mio. Euro in 2005) vor allem aufgrund des Aufbaus einer Asset Management-Einheit und deutlich angestiegener Zinsaufwendungen (6,7 Mio. Euro nach 1,3 Mio. Euro) als Folge der Anfang des Jahres verbrieften Erbbaurechte.

Im Frühsommer musste der Konzern zwei Negativmeldungen verarbeiten. Zum einen musste Vivacon das Ende der Partnerschaft mit einem kanadischen Pensionsfonds mitteilen, für den ursprünglich ein Immobilienportfolio von bis zu 2 Mrd. Euro aufgebaut werden sollte. Zum anderen scheiterte der anvisierte Börsengang der Tochtergesellschaft Vivacon German Properties.

Ausblick

Angesichts der aktuellen Projektpipeline hat das Management im Rahmen der Halbjahreszahlen seine Gesamtjahresprognose, die eine Vermarktung von mindestens 15.000 Wohnungseinheiten und die Erzielung eines Rekordergebnisses vorsieht, bestätigt. Auch wenn aktuell die Vermarktung der angestrebten 15.000 Einheiten trotz der zwischenzeitlichen Portfoliotransaktionen ambitioniert erscheint, so bestätigt die Gesellschaft das Gesamtjahresziel eines Nettoergebnisses von rund 38 Mio. Euro.

Im September konnte die Gesellschaft fast im Wochenrhythmus über weitere Ankäufe von Wohnungsportfolien berichten. Insgesamt wurde so bis Ende September der Bestand an Wohneinhei-

> ten auf 8.600 gesteigert, wobei die Gesellschaft zuletzt bereits die Veräußerung von rund zwei Dritteln dieses Bestandes bekannt geben konnte. Entscheidend aus Sicht des Investors dürften jetzt der zeitnahe Verkauf der restlichen Immobilien sowie der weitere Erwerb von Wohneinheiten sein. Da das Geschäftsjahr noch drei Monate umfasst, dürfte die Gesellschaft unseres Erachtens hier noch den entscheidenden Newsflow liefern können

Bewertung

Wie zuletzt von uns vermutet, kauft der Konzern in der zweiten Jahreshälfte 2006 verstärkt Immobilienportfolios. Wir gehen davon aus, dass es auch in den kommenden Wochen zu den ersten gewinnbringenden Veräußerungen der bereits im Bestand befindlichen Wohnungen kommen wird. Wir glauben, dass die Aktie mit einem positiven Newsflow zu den avisierten Käufen und Verkäufen auch wieder etwas Auftrieb erfahren wird. Für einen nachhaltigen Kursaufschwung wäre es essentiell, dass Vivacon anders als

in der ersten Jahreshälfte künftig verstärkt wieder positive Meldungen liefern kann.



Wir verweisen jedoch unverändert auch auf die im Vergleich zu den Geschäftsmodellen anderer börsennotierter (Immobilien-)Firmen geringere Planungssicherheit und das damit verbundene höhere Chance/Risiko-Profil. Insgesamt bestätigen wir unser Kursziel auf Jahressicht mit 24 Euro und halten an unserer Kaufempfehlung fest. Kursbelastungen könnten aus einer weiteren Verzögerung beim Verkauf der noch im Bestand befindlichen Wohnimmobilien sowie dem Ankauf neuer Portfolios resultieren.

"Mit REITs werden weitere Investorenkreise adressiert"



Welche Chancen und Risiken in der neuen Assetklasse "REITs" liegen, darüber sprach Carsten Stern, Chefredakteur des Nebenwerte-Journals, mit André Remke, Analyst der HypoVereinsbank im Bereich Real Estate Equity Research.

Nebenwerte-Journal: Herr Remke, wie hat sich die Immobilienanlage in den zurückliegenden Jahren verändert?

André Remke: Am auffälligsten ist wohl die Veränderung des Charakters von Immobilienaktien, die sich heute viel mehr wie andere Aktien verhalten. Das heißt, während es sich dabei früher um Titel mit geringer Volatilität und hohen Dividendenrenditen handelte, haben wir es heute mit Papieren zu tun, die deutlich volatiler sind und dabei - nicht zuletzt aufgrund der gestiegenen Kurse – geringere Dividendenrenditen aufweisen. In erster Linie liegt der Grund in der gestiegenen Anzahl von Immobilien-AGs und der höheren Börsenliquidität dieser Titel. Mit der absehbaren REIT-Einführung wird sich die Immobilienanlage in Deutschland nochmals grundlegend verändern und zu einer höheren Attraktivität führen. Da diese Assetklasse wiederum auf Bestandshalter ausgerichtet ist, wäre zumindest bei diesen Gesellschaften dann wieder mit einer geringeren Volatilität und höheren Dividendenrenditen zu rechnen.

Nebenwerte-Journal: Sie sprechen einen weiteren wichtigen Grundsatz an: die Diversifikation. Das scheint auf den ersten Blick kein Thema in der aktuellen Diskussion um G-REITs zu sein. Woran liegt das?

Remke: Diversifikation ist im Immobilienbereich ein sehr spezielles Thema. In erster Linie geht es darum, Einkommen zu produzieren. Denn grundsätzlich sind sehr viele Leute in Immobilien investiert, allerdings wohnen sie darin und verdienen nichts damit. Einkommen erzielt man nur mit kommerziell verwerteten Immobilien. Wir suchen daher Unternehmen, bei denen die Stabilität ihrer Mieterträge möglichst hoch ist. Außerdem tendieren



Quelle: Ernst & Young Real Estate

Anleger praktisch weltweit dazu, in ihre lokalen Immobilienmärkte zu investieren. Und natürlich ist das vom Standpunkt der Diversifikation aus betrachtet nicht optimal. In den letzten zwölf Monaten haben sich die Investments über die Grenzen hinaus aber schon deutlich belebt. Und genau aus diesem Grund würde eine baldige REIT-Einführung in Deutschland zum genau richtigen Zeitpunkt kommen. Ausländische Investoren könnten auf ein weltweit angesehenes Produkt zugreifen.



André Remke

Nebenwerte-Journal: Bleiben wir für einen Moment noch außerhalb Deutschlands. Die Preise für Immobilien in den USA sinken nun schon seit einem halben Jahr. Wie schätzen Sie die aktuelle Situation ein?

Remke: Sehen Sie, tatsächlich sind in einigen Regionen der USA, vornehmlich den Küstengegenden wie Florida und Kalifornien, aber auch Boston, New York und Washington, die Hauspreise seit 2004 vornehmlich aufgrund ausufernder Kreditvergabe dramatisch angestiegen. Seit 2004 haben die Hauseigentümer immer neue Formen der Hausfinanzierung genutzt. Bei denen muss man nur die Zinsen zahlen, nicht aber die Kreditsumme selbst.

Nebenwerte-Journal: Und was heißt das für andere Regionen inwieweit hängen die Immobilienmärkte der USA, von Asien und Europa zusammen?

Remke: Die Grundstücksmärkte in diesen Regionen entwickeln sich vergleichsweise unabhängig voneinander. Die Korrelation zwischen den USA und Europa beträgt zum Beispiel 0,43, die zwischen Australien und Europa nur 0,29. Des Weiteren finden Sie in den jeweiligen Märkten weitere Sub-Märkte, die wiederum vergleichsweise unabhängig voneinander tendieren. Natürlich reagieren die meisten Märkte auf z. B. Zinssteigerungen oder auch auf konjunkturelle Schwankungen, und diese Trends wirken in der Regel global. Prinzipiell ist das Immobiliengeschäft aber eher regional geprägt.



Close Brothers Seydler AG Neue Rothofstraße 17 D-60313 Frankfurt am Main Germany

T 069 92054-0

F 069 92054-920

Email contact@cbseydler.com www.cbseydler.com





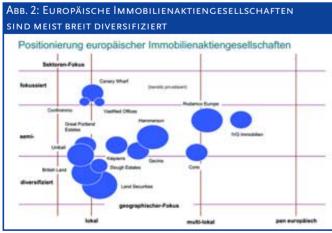
Nebenwerte-Journal: Welche Märkte favorisieren Sie dann derzeit, und wo raten Sie zur Vorsicht?

Remke: Grundsätzlich müssen wir in den europäischen Immobilienmärkten derzeit von einer

generellen Korrektur ausgehen, weil die Zinsen steigen - schwere Einbrüche sind aber nicht zu erwarten, da die Zinsen nicht dramatisch ansteigen. Von einzelnen Ausnahmen abgesehen stimmt das Angebots/Nachfrage-Verhältnis in fast allen wichtigen Märkten. Und insbesondere der deutsche Markt hat erst im Vorjahr seine Talsohle erreicht und europaweit Nachholpotenzial – selbst wenn es etwas länger dauert, als von einigen erhofft.

Nebenwerte-Journal: Werden sich REITs also erst in den nächsten Jahren global durchsetzen?

Remke: In vielen Märkten haben sie sich bereits durchgesetzt. Ausgerechnet die beiden größten europäischen Immobilienmärkte, Großbritannien und Deutschland, bieten noch keine REIT-Strukturen. Wenn diese folgen werden, dann ist das ein weiterer Schritt in Richtung einer Vereinheitlichung der Immobiliengesellschaften. Das wird dann auch die globale Vergleichbarkeit



Quelle: IVG, FAZ, 2004



und Analyse erleichtern, wovon wiederum die Unternehmen als auch die Investoren profitieren werden. Das Stichwort hier lautet: Transparenz.

Nebenwerte-Journal: Warten also alle auf den deutschen REIT, den "G-REIT"?

Remke: Natürlich, aber das Warten muss langsam auch

ein Ende finden. Die Deutschen diskutieren viel und gerne, sollten aber beizeiten das Handeln nicht vergessen. Wir haben in Deutschland das Potenzial, das Immobilienvermögen deutlich zu mobilisieren. Das wird nur gelingen, wenn die Voraussetzungen dafür geschaffen werden. Wenn Immobilienunternehmen in Erwägung ziehen, davon über ausländische Vehikel zu profitieren, wäre das für den Immobilienstandort Deutschland meines Erachtens ein Rückschritt. Außerdem kann man schließlich nicht davon ausgehen, dass sofort bei Inkrafttreten des Gesetzes jedes Unternehmen sofort umwandeln oder jeder Immobilienverkäufer sofort den Exit suchen wird. Auch Investoren werden in einer ersten Phase die sich bietenden Chancen prüfen. Insofern ist es wichtig, dass nicht noch mehr Zeit verstreicht.

Nebenwerte-Journal: Werden sich die Bewertungen für Immobilien-AGs und REIT-Gesellschaften in Deutschland künftig unterscheiden, oder rechnen Sie mit einer Angleichung?

Remke: Der grundsätzliche Unterschied liegt ja in der Geschäftsausrichtung. Bestandhaltende Gesellschaften qualifizieren sich für einen REIT-Status und sollten ein geringeres Risikoprofil aufweisen. Dadurch werden zum Teil andere Investorenkreise adressiert, es rücken andere Bewertungsansätze wie die Dividendenrendite und die Net Asset Value-Betrachtung in den Vordergrund. Die anderen Immobiliengesellschaften werden aber durchaus interessant bleiben, da schließlich nicht für alle Investoren ein geringes Risikoprofil - wie bei REITs - im Vordergrund steht, sondern z. B. überdurchschnittliches Marktwachstum, starke Nischenstrategien etc.

Nebenwerte-Journal: Herr Remke, herzlichen Dank für das aufschlussreiche Gespräch.

CORPORATE BANKING CAPITAL MARKETS ASSET MANAGEMENT PRIVATE BANKING



Bei uns werden Werte nicht nur geachtet, sondern auch vermehrt.

EINE LANGFRISTIGE PARTNERSCHAFT MIT UNSEREN KUNDEN ERACHTEN WIR ALS WERTVOLLES GUT. Unser Ziel ist es, Ihnen dabei individuelle Lösungen anzubieten, die Ihren Erfolg kontinuierlich mehren. Wie wertvoll diese Partnerschaft für Sie sein kann, erfahren Sie hier: www.neue-antworten.de



Investieren in deutsche Immobilienaktien!



Zertifikate

Intelligent investieren in Immobilienaktien und Real Estate Investment Trusts (REITs).

Die Zeit des Stillstands in der deutschen Wirtschaft scheint vorbei zu sein. Neben Aktien sind es vor allem die Immobilienwerte, die von einem positiven gesamtwirtschaftlichen Umfeld profitieren. Insbesondere ausländische Investoren beginnen den deutschen Immobilienmarkt neu zu entdecken. Zudem ist es vor allem ein Kürzel, das die Kurse der deutschen Immobilienaktien treibt: REITs, Real Estate Investment Trusts. Die Einführung dieser besonderen Form der Immobilienaktie könnte für weitere Dynamik im deutschen Immobilienmarkt sorgen. Mit dem Deutschland Immobilien Zertifikat können Anleger an der Wertentwicklung verschiedener deutscher und internationaler Immobilienaktien mit Investmentschwerpunkt

www.abnamrozertifikate.de

Jetzt anrufen! Tel. (069) 2690 0900

Deutschland partizipieren. Der zugrunde liegende GPR/ABN AMRO German Property Index wurde in Zusammenarbeit mit dem Anbieter von Immobilienindizes, Global Property Research (GPR) entwickelt. Weitere Immobilien Zertifikate der ABN AMRO ermöglichen dem Anleger Zugang zu den weltweit wichtigsten Immobilienmärkten.

Index	WKN	ISIN	Laufzeit
GPR German Property**	ABN 42C	NL0000602910	Open End
Global Top 30 REITs Property*	ABN 2DL	NL0000048759	Open End
Continental Europe Property**	ABN 2DM	NL0000048767	Open End
Asia/Pacific Property**	ABN 2DN	NL0000048775	Open End
U.S. Top 30 REITs Property**	ABN 2DH	NL0000048726	Open End

Stand: 6.10.2006 * Managementgebühr 0,75% p.a. ** Managementgebühr 1,00% p.a. Die Managementgebühr wird anteilig fortlaufend vom Zertifikatepreis abgezogen.

Eine ausführliche Informationsbroschüre sowie den allein verbindlichen englischsprachigen Verkaufsprospekt erhalten Sie bei ABN AMRO Bank N.V., Niederlassung Deutschland, Theodor-Heuss-Allee 80, 60486 Frankfurt, sowie unter Tel.: 069/26 900 900.

