

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

SONDERBEILAGE

Immobilienaktien – Substanz fürs Depot?

in Kooperation mit:



Independent Research
Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Mit Analysen zu: AGIV Real Estate – Deutsche Beamtenvorsorge
Immobilienholding – Deutsche EuroShop – Deutsche Wohnen –
IVG Immobilien – POLIS – TAG Tegernsee – Vivacon



Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

es existiert ein Schlagwort, das wie kein anderes den Ist-Zustand der deutschen Immobilienbranche auf den Punkt bringt: Standortbestimmung. Ob die Branche hierzulande im Kontext hoher Büroleerstände sowie allenfalls konstanter Mietpreise ihre Talsohle bereits erreicht hat, darüber läßt sich streiten. Aber bitte nicht zu lange. Aus Investorensicht gäbe es nämlich vieles zu verbessern, um überhaupt einen Mindeststandard, der in anderen europäischen Ländern gang und gäbe ist, zu erreichen. Der Frankfurter Immobilienskandal könnte den Weg zu mehr Transparenz ebnen. Voraussetzung ist allerdings, daß die Weichen richtig gestellt werden, beispielsweise mit der überfälligen Implementierung des REIT-Status.

Wenn deutsche Immobilienaktien ihren europäischen Pendants hinterherhinken, dann auch deshalb, weil sich Anleger von einer unsicheren Gesetzeslage ausgebremsst sehen. Ist diese erst einmal zurechtgerückt, wird die Performance von allein folgen. Smartes Geld zieht es in Märkte mit Nachholbedarf. Von daher könnten deutsche Immobilienaktien – teilweise noch mit zweistelligen Abschlägen auf den Nettosubstanzwert ihres Immobilienportfolios – zu den im wahrsten Sinn des Wortes „substantiellen Gewinnern“ kommender Jahre gehören. Verlässliche Infor-

mationen bilden natürlich den Grundstein für eine kompetente Aktienausswahl. Daher sind wir erfreut, daß wir für die vorliegende Smart Investor-Sonderbeilage „Immobilienaktien“, die anlässlich der 4. Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie erscheint, unseren bewährten Kooperationspartner Independent Research gewinnen konnten. Das Interview mit Immobilienanalyst Max Berkelder am Ende dieser Ausgabe führte Smart Investor.

Viel Spaß bei der Lektüre wünscht Ihnen

Falko Bozicevic



Falko Bozicevic,
Stellv. Chefredakteur Smart Investor

Sehr geehrte Damen und Herren,

auf die Frage, warum es in Deutschland so wenige Immobilienaktien gibt, existiert eine einfache Antwort: Im Ausland sind die in Deutschland üblichen offenen und geschlossenen Immobilienfonds nahezu unbekannt. Aus dem bisherigen Schattendasein treten die deutschen Immobilienaktien aber in Zukunft hervor. Einer der Gründe ist die 4. Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie. Denn Immobilienaktien sind in anderen Ländern, vor allem in den USA, eine eigene Asset-Klasse, die viele Vorteile aufweist – u.a. eine hohe Dividendenrendite. Zudem ist die Korrelation mit dem Aktien- oder Anleihemarkt sehr gering. Sogenannte REITs (Real Estate Investment Trusts) würden den deutschen Kapitalmarkt beleben. Bei den 1960 in den USA eingeführten REITs handelt es sich um eine den offenen Immobilienfonds ähnliche steuertransparente Anlageform. REITs sind von der Körperschaftsteuer befreit, sofern sie 90 % des zu versteuernden Gewinns ausschütten. Dies ist ein wichtiges Thema der Fachkonferenz.

Was sollte man bei der Anlage in Immobilienaktien beachten? Anleger können sich Sicherheit und Rendite von Immobilienaktien versprechen, die breit diversifiziert in erstklassige Objekte

in Stadtlagen investieren. Dabei sind Büroimmobilien und Einzelhandelszentren vorzuziehen. Zudem gilt als Richtgröße, daß die Unternehmen jedes Jahr 10 % der Bilanzsumme in neue Projekte investieren. Die Bilanz sollte ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital aufweisen.

Eine anregende Fachkonferenz* wünscht Ihnen

Pierre Drach



Pierre Drach, Geschäftsführer
Independent Research GmbH

*) Die Sonderbeilage „Immobilienaktien“ des Smart Investor erscheint anlässlich der 4. Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie am 21. Oktober 2004. Redaktionsschluß der Sonderbeilage war der 12. Oktober 2004.

Inhaltsverzeichnis

2 Editorial

Einführung

- 4** **Neue Ära für Substanzwerte?**
Immobilienaktien benötigen ein solides Fundament!

Aktienanalysen

- 6** **AGIV Real Estate**
Strategische Neuausrichtung
- 8** **Deutsche Beamtenvorsorge Immobilienholding**
Verkauf des Prinz-Alfons-Palais in München stärkt Kapitalsituation

- 10** **Deutsche EuroShop**
MDax-Zugehörigkeit sorgt für bessere Wahrnehmung bei Investoren

- 12** **Deutsche Wohnen**
Attraktive Dividendenrendite

- 14** **IVG Immobilien**
Langfristig orientierte Großaktionäre

- 16** **POLIS**
Gewerbeimmobilien mit langfristig abgesicherten Cashflows gewinnen an Bedeutung

- 18** **TAG Tegernsee**
2004 – das Turnaround-Jahr

- 20** **Vivacon**
Übernahme von umfangreichem Immobilienportfolio von Cerberus/Whitehall

Interview

- 22** „Über den Tellerrand hinaussehen“, Interview mit Max Berkelder, Immobilienanalyst des Researchhauses Kempen & Co.

4 Impressum

Anzeige

IR-One®

COMMITTED TO YOUR INVESTOR RELATIONS

Geschäftsberichte
Online-Geschäftsberichte
Quartalsberichte
Strategieberichte
Sustainability-Publikationen
HV-Präsentationen
Analystenpräsentationen
Finanzanzeigen
Hauptversammlungen

Unsere Kunden unterstützen wir in allen Fragen der Kapitalmarktkommunikation. Schwerpunkt ist dabei der Geschäftsbericht – eines der wichtigsten Instrumente erfolgreicher Investor Relations.

IR-One AG & Co. KG
Von-Bargen-Straße 18 · Haus E · 22041 Hamburg
Telefon (040) 644256-15 · Telefax (040) 644256-10
info@ir-1.com

www.ir-1.com

Neue Ära für Substanzwerte?

Immobilienaktien benötigen ein solides Fundament!

In unruhigen Zeiten mit allzeit latenten Terrorgefahren sowie anziehenden Inflationsraten setzen Anleger verstärkt auf sichere Werte, auf Substanz. Der sogenannte EPRA-Index der wichtigsten europäischen Immobilienwerte legte in den ersten neun Monaten dieses Jahres rund 20 % zu, während die Hauptindizes bis vor kurzem sogar unter ihren Stand zu Jahresanfang abgerutscht waren. Die erfreuliche Kursentwicklung ist sogar nur eine Seite der Medaille: Hohe Dividendenzahlungen bei Immobilienaktien sind die andere.

Zur Wertsteigerung des europäischen Immobilienindex haben deutsche Immobiliengesellschaften allerdings wenig beigetragen. Schon mehrere Jahre in Folge präsentiert sich der deutsche Immobilienmarkt in schwacher Verfassung: Büromieten bleiben allenfalls konstant oder sinken sogar, hinzu kommt die wirtschaftliche Verfassung des Landes und zu guter Letzt die Frankfurter Affäre um Schmiergeldzahlungen im Zusammenhang mit Objektankäufen bei offenen Fonds.



Solides Fundament als erster Baustein

Deutschland muß – und kann – international aufholen

Doch letzterem läßt sich auch Positives abgewinnen. Galten Immobilienfonds – offene oder geschlossene – bislang bei deutschen Anlegern als erste Wahl, so könnte die Investorengunst in den nächsten Jahren durchaus in Richtung der deutschen Immobilienaktien drehen. Mithilfe ihrer Corporate Governance können diese auf die im Vergleich zu den Fonds weit höhere Transparenz verweisen, wie nicht erst der Frankfurter Immobilienskandal deutlich machen sollte – so auch Immobilienanalyst Max Berkelder vom niederländischen Researchhaus Kempen & Co. Das Interview mit ihm finden Sie auf Seite 22.

Die Einführung des REIT-Status hierzulande könnte einen weiteren wichtigen Schritt zugunsten der Immobilienaktien darstellen. Da REITs keine Ertragssteuern zahlen müssen, wird eine Doppelbesteuerung zum Nachteil des Anlegers vermieden. Der REIT-Status in anderen europäischen Ländern hat den dortigen Gesellschaften teilweise hohe Wertsteigerungen verschafft. Auch französische Immobiliengesellschaften hatten vor zwei Jahren noch Abschläge von 20 % oder mehr auf ihren Net Asset Value, also den Nettosubstanzwert (siehe Kasten auf S. 5), zu beklagen. Heute ist ein Discount dieser Größenordnung praktisch nur noch in Deutschland zu beobachten. Wenn im ersten Halbjahr 2005 nach Ländern wie den Niederlanden oder Frankreich auch Deutschland nachzieht, könnte dies den hiesigen Immobilienmarkt ein ganzes Stück voranbringen.

Institutionelle Investoren begeben sich auch in der Immobilienbranche zurecht auf die Suche nach Nischenprodukten, nach unentdeckten Märkten, in denen die Renditeerwartungen trotz schwächelnden Gesamtmarktes noch erfüllt werden können. Fachmarktzentren, Shopping-Center, Autohäuser oder Luxusresidenzen sind nur einige der möglichen Zielobjekte. Daß der

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

„Immobilienaktien – Substanz fürs Depot?“
Sonderbeilage des Smart Investor 11/2004

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

Projektleitung: Falko Bozicevic, Smart Investor Media GmbH

Einzelwertanalysen: Research-Team der Independent Research GmbH

Mitarbeit an dieser Ausgabe: Magdalena Brud, Ralf Flierl, Tobias Karow

Gestaltung: Andreas Potthoff

Bildredaktion: Tobias Karow

Titelseite: WDR-Zentrale in Köln, Bild: DBVI

Druck: Rieß-Druck- und Verlags-GmbH, Benediktbeuern

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

Standort Deutschland per se international durchaus Ansehen genießt, zeigt die Liste der Top-10 Europas favorisierter Wirtschaftsstandorte: Als einziges Land kann Deutschland gleich drei Städte, namentlich Frankfurt (3), München (8) und Berlin (9), auf den Spitzenplätzen vorweisen [Quelle: Cushman & Wakefield Healey & Baker] – auch hier liegt also ein Fundament, auf dem sich aufbauen ließe.

Übersicht über die Sonderbeilage „Immobilienaktien“

In der vorliegenden Sonderbeilage werden von unserem Kooperationspartner Independent Research acht deutsche Immobiliengesellschaften analysiert und besprochen, die mit Ausnahme der POLIS Grundbesitz- und Beteiligungs AG sämtlich börsennotiert sind. Die Reihenfolge ist alphabetisch, also nicht an die Marktkapitalisierung oder das abschließende Fazit geknüpft. An die acht Einzelbesprechungen schließt sich das erwähnte Interview mit Max Berkelder von Kempen & Co. an. Smart Investor sprach mit ihm über die deutsche Immobilienlandschaft im allgemeinen sowie deutsche Immobilienaktien im speziellen. Die von ihm angesprochenen „Knackpunkte“ werden sicherlich auch auf der 4. Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie, die am 21. Oktober 2004 in Frankfurt stattfindet und aus deren Anlaß diese Smart Investor-Sonderbeilage entstand, heiß diskutiert werden.

Falko Bozicevic

Net Asset Value

Der Net Asset Value (NAV) oder auch Nettosubstanzwert spiegelt den Wert eines Immobilienportfolios wider, nachdem man die Verschuldung subtrahiert hat. Diese Kennzahl gilt als wichtigstes Kriterium bei der Analyse eines Immobilienportfolios.

REIT

Der Ursprung der Real Estate Investment Trusts liegt in den USA. Mehr und mehr europäische Länder orientieren sich inzwischen aber an diesem Beispiel. Die Besteuerung der REITs findet auf Aktionärssebene statt, so daß die Gesellschaften keine Ertragssteuern zahlen müssen. Voraussetzung ist allerdings, daß ein Großteil der erwirtschafteten Gewinne einerseits im Immobiliensektor anfällt und andererseits an die Anleger ausgeschüttet wird.

Fonds

Bieten eine breite Risikostreuung, da sie in verschiedene Gesellschaften investieren. Wird allerdings überregional angelegt, kann leicht ein Wechselkursrisiko hinzukommen. Gegenüber Immobilienaktien haben sie jedoch mehrere Nachteile: Sie werden nicht jederzeit an der Börse gehandelt, außerdem fließen Anlegern keine Dividenden zu. Hinzu kommen Ausgabeaufschläge von in der Regel 5 %.

Anzeige

Advisory. Neues Denken für Zukunftswerte.*



Neue Herausforderungen in der Immobilienwirtschaft verlangen klare Analysen, nachvollziehbare Bewertungen und ein effizientes Baumanagement.

Besuchen Sie uns im Internet unter www.pwc.com/de/advisory oder sprechen Sie uns auf direktem Wege an: Jochen Brücken, Tel.: (030) 26 36-11 49, E-Mail: jochen.bruecken@de.pwc.com

Assurance · Tax · Advisory

*connectedthinking

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

AGIV Real Estate

Strategische Neuausrichtung



AGIV REAL ESTATE
Aktiengesellschaft

Unternehmensprofil

Die AGIV Real Estate AG konzentriert sich sowohl auf das Asset-Management von eigenen Immobilien (63 Objekte) als auch von Immobilien Dritter (43 Objekte). Die Geschäftsbereiche unterteilen sich in Bestand/Transaktion, Projektentwicklung und Immobilien-Dienstleistungen. Der Geschäftsbereich Bestand/Transaktion umfaßt das Management des umfangreichen Bestands an deutschen Gewerbeimmobilien. Der Schwerpunkt bei den Gewerbeimmobilien liegt insbesondere auf Büroimmobilien, Shopping-Center/Fachmärkte sowie zukünftig auch auf Public Private Partnerships. Das Segment Projektentwicklung beinhaltet die Planung, Erstellung und Realisierung von – bevorzugt im Auftragsverhältnis – Gewerbeimmobilien und Wohnungsbauprojekten (Focus: Rhein/Main-Gebiet). Das dritte Geschäftsfeld Dienstleistungen bietet einen umfangreichen Immobilien-Service.

Durch die Verschmelzung von AGIV Real Estate mit der HBAG Real Estate Mitte 2002 wurde ein umfangreiches Immobilienportfolio gebündelt. Aktuell besitzt die neu formierte Gesellschaft einen eigenen Immobilienbestand von 63 Objekten. Der Managementbestand umfaßt derzeit 106 Objekte. Der Einbruch der deutschen Immobilienmärkte ab dem 2. Halbjahr 2002 veranlaßte die AGIV zu einer Neuausrichtung des Konzerns. Das bisher als Holding operierende Unternehmen wurde nun als Spartenkonzern mit den drei Geschäftsbereichen Bestand/



Transaktion, Projektentwicklung und Immobilien-Dienstleistungen geführt. Zudem wird zukünftig der Focus allein auf den deutschen Immobilienmarkt gelegt. Hierfür wurden verschiedene ausländische Beteiligungen veräußert.

So hat sich AGIV im Mai 2004 im Zuge ihrer Konzentration auf das Kerngeschäft von ihren Aktivitäten in Nordamerika getrennt. Dazu wurden die Beteiligungen der für diesen Bereich zuständigen Transatlantica Real Estate AG an einer Appartement-Anlage in Dallas sowie an einem Bürokomplex in Miami an die EdwardsDay Gruppe veräußert. Ebenfalls übertragen wurde das Asset-Management und die Betreuung von Investoren, für die die Transatlantica geeignete Projekte vornehmlich in den USA definiert, konzipiert und betreut hatte. Das Gesamtvolumen belief sich hier auf etwa 80 Mio. US-\$. Von den Aktivitäten in Spanien trennte sich AGIV in 2003 und 2004 durch mehrere Verkäufe von Einkaufszentren.

Operative Entwicklung

Die Geschäftszahlen für das vergangene Geschäftsjahr wurden bisher noch nicht veröffentlicht (Testat für Jahresabschluß 2003 noch nicht erhalten). Die letzten publizierten Zahlen beruhen auf den 9-Monatszahlen 2003. Bei einer Gesamtleistung von 101,0 (2002: 156,0) Mio. Euro wies AGIV in den ersten neun Monaten 2003 ein Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von -5,8 (2002: -80,1) Mio. Euro aus. Aufgrund der Verschmelzung von HBAG Real Estate und AGIV Real Estate liegen keine entsprechenden Vorjahreswerte vor. Das Betriebsergebnis lag mit 22,4 (2002: -39,6) Mio. Euro wieder im positiven Bereich. Zusätzlich konnten sonsti-



Hafenstraße in Saarbrücken
Bild: AGIV Real Estate

AGIV Real Estate

Gewinn- und Verlustrechnung

Umsatz, EBIT, EBT und Jahresüberschuß in Mio. Euro

ISIN	DE0006911324	Umsatz 2001	64,4	Immobilien-Angaben	
Kurs (Euro)	0,87	Umsatz 2002	158,1		
Aktienanzahl (Mio. Stk)	36,19	Umsatz 9M 2003	194,1	Anzahl Mietobjekte	63
Market Cap (Mio. Euro)	31,5	EBIT 2001	2,4	Vermietete Fläche (qm)	990.700
Kurstief 52 Wochen (Euro)	0,62	EBIT 2002	-39,6	Quote Leerstand / Vermietung	7,9 % / 92,1 %
Kurshoch 52 Wochen (Euro)	2,29	EBIT 9M 2003	22,4	Wohnen / Büro / Einzelhandel (%)	6,35 / 52,38 / 41,27
Durchschn. Tagesumsatz (Stk)	43.742	EBT 2001	5,5	Bewertungskennzahlen	
Rel. Performance 1M*	7,8	EBT 2002	-80,1		
Rel. Performance 12M*	-18,6	EBT 9M 2003	-5,8		
CDax-Gew.	0,0031 %	JÜ 2001	5,4	KGV 2002	neg.
EPRA**-Index-Gew.	--	JÜ 2002	-134,0	Div. 2002 (Euro)	0,00
Internet	www.agiv.de	JÜ 9M 2003	-7,8	Dividendenrendite 2002	0,0 %
Mitarbeiter	175	EpS 2001	0,06	Buchwert je Aktie 9M 2003 (Euro)	3,18
Geschäftsjahr	31.12.	EpS 2002	-3,70	Buchwert EK (Mio. Euro)	115,2
Nächster Termin	Mitte Okt. (JA 03)	EpS 9M 2003	-0,22	NAV je Aktie 9M 2003 (Euro)	nicht ausgewiesen
Aktionärsstruktur	14,2 % EnBW; 13,7 % Fam. Knapp Voith; 12,1 % Fam. Behne; 7,0 % WCM; 53,0 % Streubesitz				

Quelle: Independent Research GmbH, AGIV Real Estate; alle Angaben in Euro

*) Prozentpunkte besser bzw. schlechter als CDax

**) European Public Real Estate Association

ge betriebliche Erträge von 19,3 (2002: 53,2) Mio. Euro erzielt werden, die u.a. aus der Auflösung von Rückstellungen sowie aus Erlösen aus Beteiligungsverkäufen resultierten. Durch ein konsequentes Kostenmanagement konnten Einsparungen vor allem im Personalaufwand erreicht werden, der auf 11,0 (2002: 21,1) Mio. Euro zurückging. Der Anteil des Personalaufwands an der Gesamtleistung verringerte sich auf 10,9 % (2002: 13,5 %). Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit verbesserte sich im Berichtszeitraum auf 37,2 (-56,0) Mio. Euro.

Im vergangenen August konnte AGIV ein Portfolio mit 26 Wohn- und Geschäftshäusern an private und institutionelle Investoren veräußern. Das Immobilienpaket wurde Ende 2002 übernommen. Die Transaktion umfaßte die Übernahme der Wohn- und Geschäftshäuser, die Bewertung und Aufbereitung sowie den Verkauf an private und institutionelle Endinvestoren. Die 26 Einheiten des Immobilienportfolios lagen überwiegend in guten Lagen Hamburgs und waren zu 98 % vermietet.

Bei dem Handelsforum Homburg, welches die ADLER Real Estate AG zusammen mit der 3C Capital Centro Commercial AG entwickelt, konnten von den insgesamt etwa 17.500 qm neu zu bauender Nutzfläche etwa 70 % vermietet werden. Gute Nachfrage nach Flächen verzeichnet AGIV derzeit auch im Fachmarktzentrum Baden-Baden. ADLER Real Estate AG, die Projektgesellschaft von AGIV für den Gewerbebereich, investiert gemeinsam mit US-Investor Apollo International Real Estate Fund in das Fachmarktzentrum. In dem Fachmarktzentrum Baden-Baden entsteht eine Netto-Verkaufsfläche von etwa 17.900 qm, die überwiegend für großflächig orientierte Mieter vorgesehen ist. Die Fertigstellung ist für Anfang 2006 vorgesehen.



Elbberg in Hamburg
Bild: AGIV Real Estate

Fazit

AGIV befindet sich derzeit weiterhin in der strategischen Neuausrichtung. Erschwerend kommt hinzu, daß die Gesellschaft nach dem Rücktritt von Rainer Behne Anfang Juni weiterhin ohne Vorstandsvorsitzenden ist. Dagegen konnte AGIV mit Peter Pahlke einen neuen Vorsitzenden des Aufsichtsrats

präsentieren. Pahlke folgt dem ehemaligen Bundeswirtschaftsminister Günter Rexrodt, der im August verstorben war. Es wird erwartet, daß AGIV in naher Zukunft einen neuen Vorstandschef präsentieren kann. So war u.a. der ehemalige Vorstand der genossenschaftlichen Immobilienfonds-Gesellschaft Difa, Jürgen Ehrlich, im Gespräch.

Positiv ist die Mitte 2004 erfolgte Beilegung des Streits mit der ING-BHF-Bank um Put-Optionen im Rahmen der Übernahme von der AGIV durch HBAG zu sehen. Im Zuge des Vergleichs wurden die von der ING-BHF-Bank blockierten Festgeldguthaben von etwa 17 Mio. Euro freigegeben. Der verstärkte Ausbau des Dienstleistungsgeschäfts, das mittelfristig einen Anteil am Konzernumsatz von 50 % (aktuell: 25 %) einnehmen soll, diversifiziert mit seiner geringen Kapital-

bindung das höhere Unternehmensrisiko aus dem Bereich Projektentwicklung.

Ein Interesse an dem Erwerb des Immobilienbestands von KarstadtQuelle schließt AGIV aus. Auch ein Erwerb einzelner Immobilien des Warenhauskonzerns ist nicht vorgesehen. AGIV würde bei entsprechenden Anfragen allein Beratungs- und weitere Dienstleistungen erbringen, wie etwa die Begleitung eines Transaktionsprozesses, die Verwaltung, das Management sowie die Unterstützung bei der Weiterentwicklung der Bestände.

Deutsche Beamtenvorsorge Immobilienholding



Verkauf des Prinz-Alfons-Palais in München stärkt Kapitalsituation

Unternehmensprofil

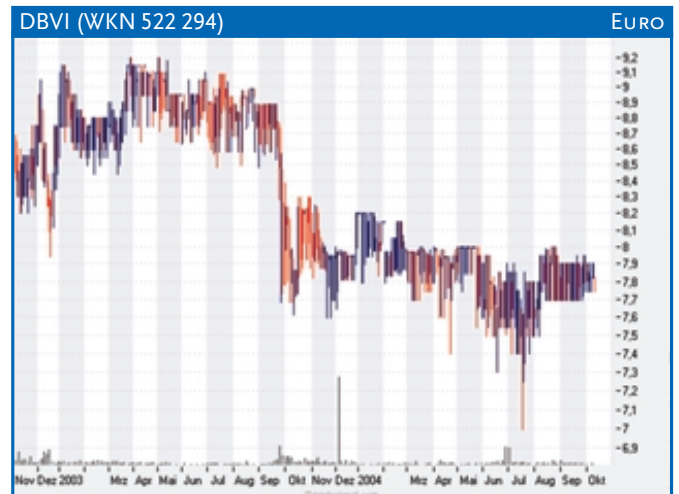
Die Deutsche Beamtenvorsorge Immobilienholding AG (DBVI AG) wurde im Jahr 1990 gegründet. Die Zielsetzung der DBVI AG besteht darin, ein wertbeständiges Immobilienportfolio aufzubauen und Anlegern die Möglichkeit einzuräumen, sich daran als Aktionär oder als Gesellschafter an einer der Grundbesitz haltenden Tochtergesellschaften zu beteiligen. So sind insgesamt etwa 16.000 Anleger an den geschlossenen Immobilienfonds beteiligt. Zusatzerträge erzielt die DBVI aus der Vermarktung des Know-hows aus dem Immobilienmanagement sowie dem Finanzmarketing. Aufgebaut ist die DBVI AG nach dem Vorbild der Real Estate Investment Trusts (REIT). Durch dieses Geschäftsmodell wird den Anlegern die Möglichkeit eingeräumt, sich an einem professionell gemanagten Immobilienportfolio zu beteiligen.

Die DBVI AG investiert vorzugsweise in gemischt genutzte Immobilien (davon 50 % Büroimmobilien) in deutschen Zentrumsanlagen, um die Chance zu langfristigen Wertsteigerungen bei gleichzeitig geringen Risiken zu gewährleisten. Die DBVI AG besitzt aktuell 18 Immobilien (inkl. Eigenkapitalfonds und Schrannehalle) an 12 inländischen Standorten (u.a. München, Köln, Leipzig). Von den Konzernimmobilien befinden sich etwa zwei Drittel in den alten Bundesländern, ein Drittel in den neuen. Die Immobiliengesellschaft hat dabei Prestigeobjekte wie das Kölner WDR-Gebäude oder die Opel-Hauptverwaltung in Rüsselsheim im Portfolio. Die DBVI AG nimmt die Funktion einer Holding wahr. Sie verwaltet ihren Immobilienbestand über acht grundbesitzverwaltende Konzerntochtergesellschaften und ein assoziiertes Unternehmen.

Strategie

Die DBVI AG hat mit der DBVI GmbH & Co. Rheinfelden KG einen neuen geschlossenen Immobilienfonds auf den Markt gebracht, der bislang zu 48 % platziert werden konnte. Die Immobiliengesellschaft plant weitere Fonds aufzulegen. Die DBVI AG geht davon aus, daß die Anleger für dieses Anlageinstrument bei entsprechenden marktgerechten Parametern nach wie vor Interesse zeigen werden.

Das Unternehmen betrachtet seine Spezialisierung als einen Erfolgsfaktor. Unter zwei Gesichtspunkten läßt sich die Spezialisierung darstellen: die Konzentration nur auf die deutschen Großstädte sowie die unterschiedliche Nutzung der Immobilien (Wohnen/Büro/Einzelhandel) als Risikoausgleich. Die DBVI AG hat mit ihren Immobilien in Deutschland ein Portfolio aufgebaut, das durch seine spezielle Mischung wertbeständig und



ertragreich ist. Am Beginn eines neuen Immobilienzyklus bietet die Konzentration auf gemischt genutzte Immobilien in deutschen Zentrumsanlagen damit beste Möglichkeiten für Wertsteigerungen und steigende Mieterträge.

Mit dem Verkauf des Objekts Prinz-Alfons-Palais in München Anfang des Jahres erzielte die DBVI AG einen Verkaufserlös von 12,1 Mio. Euro sowie einen Buchgewinn von 3,9 Mio. Euro. Mit dem Verkauf des Prinz-Alfons-Palais konnten auch in einer schwierigen Phase des Münchner Immobilienmarkts stille Reserven zur Stärkung der Kapitalsituation gehoben werden. Die Errichtung einer Seniorenimmobilie auf einem schon länger im Besitz einer Tochtergesellschaft befindlichen Grundstück in Erfurt steht ebenfalls kurz vor dem Abschluß, wodurch die Gesellschaft ihren Immobilienbesitz weiter optimieren wird.

Durch die stärkere Focussierung auf Westdeutschland verzeichnet die DBVI AG kaum Leerstände. Währenddessen ist die Situation auf den Immobilienmärkten in den neuen Bundesländern weiterhin schwierig. In Leipzig (Anteil am Immobilienbestand auf Basis aktivierter Anschaffungskosten: 19,1 %) konnte zwar im vergangenen Geschäftsjahr die Vermietungsleistung gesteigert werden, allerdings nur auf einem niedrigeren Mietpreisniveau.

Das größte Bauvorhaben der DBVI AG ist derzeit die Münchner Schrannehalle mit einem Investitionsvolumen von etwa 33 Mio. Euro. Sein erfolgreicher Abschluß 2005 ist von großer Bedeutung für die weitere Entwicklung der DBVI-Gruppe. Anfang 2000 wurde das Grundstück am Viktualienmarkt im Erbbau-

DBVI		Gewinn- und Verlustrechnung	
		Umsatz, EBIT, EBT und Jahresüberschuß in Mio. Euro	
ISIN	DE0005222947	Umsatz 2002	23,6
Kurs (Euro)	7,72	Umsatz 2003	24,3
Aktienanzahl (Mio. Stk)	9,47	Umsatz 2004e	24,5
Market Cap (Mio. Euro)	73,1	EBIT 2002	-0,9
Kurstief 52 Wochen (Euro)	7,00	EBIT 2003	1,9
Kurshoch 52 Wochen (Euro)	8,48	EBIT 2004e	2,1
Durchschn. Tagesumsatz (Stk)	1.598	EBT 2002	-9,5
Rel. Performance 1M*	-2,3	EBT 2003	-5,1
Rel. Performance 12M*	-21,0	EBT 2004e	-4,9
Index-Gew.	--	JÜ 2002	-26,4
EPRA**-Index-Gew.	--	JÜ 2003	-7,3
Internet	www.dbvi.de	JÜ 2004e	-5,0
Mitarbeiter	16	EpS 2002	-2,97
Geschäftsjahr	31.12.	EpS 2003	-0,77
Nächster Termin	Ende Juli 05 (HV)	EpS 2004e	-0,53
Aktionärsstruktur	100 % Streubesitz	Immobilien-Angaben (ohne 2 EK-Fonds und Schrankenhalle) Anzahl Mietobjekte 15 Vermietete Fläche (qm) 125.768 Quote Leerstand / Vermietung 9,8 % / 90,2 % Wohnen / Büro / Einzelhandel (%) 21 / 50 / 29	
		Bewertungskennzahlen KGV 2004e neg. Div. 2004e (Euro) 0,00 Dividendenrendite 2004e 0,0 % Buchwert je Aktie 2003 (Euro) 22,08 Eigenkapital (Mio. Euro) 209,9 NAV je Aktie 2003 (Euro) nicht ausgewiesen	
Quelle: Independent Research GmbH, Dt. Beamtenvorsorge; alle Angaben in Euro			
*) Prozentpunkte besser bzw. schlechter als CDax			
**) European Public Real Estate Association			

recht (99 Jahre) durch die DBVI GmbH & Co. Schrännenhalle KG von der Stadt München erworben. Anfang 2003 wurde mit dem Bau begonnen. Zwischen dem Pächter Hacker-Pschorr und der Münchener Schrännenhalle GmbH wurde 2004 ein Unterpachtvertrag für das geplante Wirtshaus in der „Freibank“ abgeschlossen mit einem jährlichen Pachtzins von 0,5 Mio. Euro. Für die weiteren Flächen laufen derzeit noch die Mietgespräche. Die Nachfrage nach diesen Flächen ist hoch.

Operative Entwicklung

Im Geschäftsjahr 2003 mußten sowohl auf Konzernebene (-7,3 Mio. Euro) als auch auf der Ebene der AG (-14,2 Mio. Euro) Verluste bekanntgegeben werden. Die DBVI AG mußte aufgrund der allgemeinen Verschlechterung der Immobilienmärkte bereits wie die Jahre zuvor ihren Beteiligungsbesitz abwerten.

Die Ertragssituation der Muttergesellschaft wurde durch Ausschüttungskürzungen in den beiden Deutschlandfonds der DBVI AG im Jahr 2003, in denen die Gesellschaft wesentliche Teile des Anlagevermögens investiert hat, verschlechtert. Auf Konzernebene ist der Rückgang der Erträge von 51,5 Mio. Euro in 2002 auf nunmehr 38,3 Mio. Euro zum großen Teil auf die Verringerung der Erträge aus der Verlustübernahme durch stille Gesellschafter von 10,31 Mio. Euro in 2002 auf 1,57 Mio. Euro in 2003 zurückzuführen, da der DBVI-Leasingfonds ausplaziert war. Dem steht aber ein entsprechender Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 30,46 Mio. Euro in 2002 auf 18,26 Mio. Euro in 2003 gegenüber. Der Konzernverlust reduzierte sich um fast 10 Mio. Euro auf 9,56 (Vorjahr: -19,50) Mio. Euro.



Büro- und Geschäftshaus an der Prager Straße in Dresden
Bild: DBVI

Bei der Konzernbilanz für das Geschäftsjahr 2003 hat sich die Bilanzsumme um rund 27 Mio. Euro auf 501 Mio. Euro, also um mehr als 5 %, verringert. Obwohl die Eigenkapitalposition um rund 20 Mio. Euro zurückgegangen ist, ergibt sich immer noch eine recht komfortable Eigenkapitalquote von 41,9 % (43,6 %).

Bewertung und Fazit

Aufgrund von Ausschüttungskürzungen in 2003 in den beiden Deutschlandfonds der DBVI AG hat sich eine „Aktionsgemeinschaft Fondsgeschädigter“ gebildet. In den beiden Immobilienfonds mußten Ausschüttungskürzungen zum 1.1.2003 bzw. zum 1.7.2003 aufgrund der verschlechterten Situation der Immobilienmärkte vorgenommen werden. Dabei verweist diese Aktionsgemeinschaft auf das staatsanwaltliche Ermittlungsverfahren gegen

den ehemaligen Vorstandsvorsitzenden Klaus Thannhuber. Das staatsanwaltschaftliche Ermittlungsverfahren umfaßt allerdings keinen Fonds der DBVI AG. Der neue Vorstand Alexander Seebacher versucht hier im offenen Dialog mit Kapitalmarktteilnehmern, die DBVI AG wieder in ruhigeres Fahrwasser zu bringen.

Die DBVI AG besitzt etwa ein Drittel ihres gemischt genutzten Immobilienbestandes in den neuen Bundesländern. Die Mietsituation hat sich im Vergleich zu den Vorjahren nicht wesentlich verbessert. Die Mieten in Leipzig stagnieren weiterhin auf niedrigem Niveau. Das Ergebnis wurde in den letzten drei Jahren durch Wertberichtigungen auf dem Immobilienbestand belastet. Für das laufende Geschäftsjahr erwartet die DBVI AG hierzu keinen weiteren Abschreibungsbedarf mehr. Den Break Even erwartet das Unternehmen noch nicht im laufenden Geschäftsjahr, für 2005 stellt das Unternehmen aber das Erreichen der Gewinnschwelle in Aussicht.

Deutsche EuroShop

DES
Deutsche EuroShop AG

MDax-Zugehörigkeit sorgt für bessere Wahrnehmung bei Investoren

Unternehmensprofil

Die Deutsche EuroShop AG ist die einzige in Deutschland börsennotierte Immobilien-Aktiengesellschaft, deren Focus auf die Investition in ertragsstarke und qualitativ hochwertige Shoppingcenter liegt. Das aktuelle Portfolio besteht aus 14 Beteiligungen (Quoten von 33,3 % bis 99,9 %) an europäischen Shoppingcentern in Deutschland, Frankreich, Italien, Österreich, Polen und Ungarn, wobei der Schwerpunkt mit neun Centern im Inland liegt. Das Management will zukünftig das vorhandene Portfolio weiter ausbauen – vorgesehen sind zwei bis drei Zukäufe pro Jahr.

Sowohl die geographische Streuung als auch die Diversifikation bei den Mietern (Top-10 der Mieter erbringen 26 % der Mieterlöse) verringern das Investmentrisiko deutlich. Die Deutsche EuroShop AG zeichnet sich durch ihre konstante Ausschüttungspolitik aus. Für 2001 bis 2003 wurde jeweils eine für den Investor steuerfreie Dividende von 1,92 Euro je Aktie ausgeschüttet. Auch in Zukunft will das Management den Free Cashflow nach Steuern jeweils so gestalten, daß diese Ausschüttungspolitik beibehalten werden kann (Dividendenrendite von derzeit rund 5,5 % nach Steuern).

Das letzte Highlight in der Unternehmensgeschichte wurde mit der Aufnahme in den MDax im September dargestellt, nachdem die Aktie erst 14 Monate zuvor in den SDax aufgestiegen war. Nach der mittlerweile vollständigen Abtrennung von der Deutschen Bank besitzt das Unternehmen mit der Familie Otto nur einen Großaktionär.

Strategie

Die klare Strategie des Hamburger Immobilienunternehmens besteht in der Erzielung eines hohen Free Cashflows aus der



langfristigen Vermietung von Shoppingcenter-Flächen in Innenstadtlagen und an etablierten Standorten wie Hamburg, Frankfurt oder Breslau in Polen. Das jeweilige Investment zeichnet sich durch eine stetige positive Entwicklung der Mieten, eine langfristig stabile Wertentwicklung und durch die hohe Qualität der Objekte aus. Der Vermietungsstand ist im gesamten Beteiligungsportfolio sehr hoch (über 99 %) und mit langfristigen Mietverträgen abgesichert.

Im operativen Geschäft kooperiert die Deutsche EuroShop eng mit der ECE Projektmanagement GmbH & Co. KG. Letztere ist der europäische Marktführer bei Shoppingcentern mit derzeit 77 Centern im Management sowie 12 im Bau oder in der Planung. Die Deutsche EuroShop hat das Centermanagement bei 12 der 14 Objekte an die ECE ausgelagert und zahlt dafür ein Managementhonorar in Abhängigkeit von den Mieten. Der Konzern beabsichtigt, jährlich in zwei bis drei neue Einkaufszentren zu investieren, um so das Portfolio weiter ausbauen und optimieren zu können.

Zu den wichtigsten Investitionskriterien gehören dabei erstens eine vermietbare Fläche von mindestens 10.000 qm, zweitens müssen bei Centerentwicklungen rechtskräftig eine Baugenehmigung sowie eine Vorvermietungsquote von 50 % vorliegen, und drittens müssen die Standorte ein nachhaltiges Einzugsgebiet von mehr als 100.000 Einwohnern aufweisen. Zudem wird darauf geachtet, daß die zukünftigen Investitionen mindestens das Renditeniveau des derzeitigen Portfolios erwirtschaften. Dadurch soll eine langfristige Wertsteigerung des Konzerns erzielt werden. Um das externe Wachstum langfristig finanzieren zu können, beabsichtigt die Deutsche EuroShop, frühestens Anfang 2006 eine Kapitalerhöhung durchzuführen.



Projektion der City-Arkaden im österreichischen Klagenfurt
Bild: Deutsche EuroShop

Deutsche EuroShop		Gewinn- und Verlustrechnung	
		Umsatz, EBIT, EBT und Jahresüberschuß in Mio. Euro	
ISIN	DE0007480204	Umsatz 2003	49,3
Kurs (Euro)	34,88	Umsatz 2004e	52,7
Aktienanzahl (Mio. Stk)	15,63	Umsatz 2005e	56,8
Market Cap (Mio. Euro)	545,2	EBIT 2003	19,6
Kurstief 52 Wochen (Euro)	31,65	EBIT 2004e	25,3
Kurshoch 52 Wochen (Euro)	37,84	EBIT 2005e	31,7
Durchs. Tagesumsatz (Stk)	15.651	EBT 2003	6,5
Rel. Performance 1M*	-7,3	EBT 2004e	11,4
Rel. Performance 12M*	-12,3	EBT 2005e	17,8
MDax-Gew.	0,84 %	JÜ 2003	-0,5
EPRA**-Index-Gew.	0,66 %	JÜ 2004e	1,8
Internet	www.deutsche-euroshop.de	JÜ 2005e	3,6
Mitarbeiter	3	EpS 2003	-0,03
Geschäftsjahr	31.12.	EpS 2004e	0,12
Nächster Termin	16.11. (Q3)	EpS 2005e	0,23
Aktionärsstruktur		Immobilien-Angaben	
79 % Streubesitz (55 % private, 24 % institutionelle Investoren), 21 % Familie Otto		Anzahl Mietobjekte	14 Shop.-Center
		Vermietete Fläche (qm)	518.000
		Quote Vermietung	99 %
		Wohnen / Büro / Einzelhandel (%)	0 / 3 / 97
		Bewertungskennzahlen	
		KGV 2005e	151,7
		Div. 2004e je Aktie (Euro)	1,92
		Dividendenrendite 2004e	5,5 %
		Buchwert 2004 je Aktie (Euro)	32,31
		Buchwert EK 2004 (Mio. Euro)	504,8
		NAV 2003 je Aktie (Euro)	43,56
Quelle: Independent Research GmbH, Deutsche EuroShop; alle Angaben in Euro			
*) Prozentpunkte besser bzw. schlechter als MDax			
**) European Public Real Estate Association			

Operative Entwicklung

Das Unternehmen konnte den Umsatz im ersten Halbjahr 2004 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um 4,9 % auf 25,5 (24,3) Mio. Euro steigern. Damit wurde auch bei den Halbjahresergebnissen deutlich, daß die Spezialisierung auf Shoppingcenter zu einer positiven Abkoppelung von der rückläufigen Entwicklung bei den Einzelhandelsumsätzen in Deutschland führt. Nach den zuletzt veröffentlichten Prognosen des Einzelhandelsverbandes (HDE) wird auch im Gesamtjahr erneut mit nachlassenden Umsatzzahlen gerechnet, während wir bei der Deutschen EuroShop von einem Umsatzplus ausgehen.

Erfreulich entwickelten sich die Erträge aus Beteiligungen, die um 40 % auf 5,1 (3,63) Mio. Euro gesteigert werden konnten. Letzteres ist auf die Shoppingcenter in Dresden und Kassel, die signifikant höhere Erträge generierten, sowie die neue Beteiligung in Breslau zurückzuführen. Das EBITDA wurde um 4,3 % auf 24,2 (23,2) Mio. Euro verbessert. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit verzeichnete allerdings einen Rückgang von 26,7 % auf 4,4 (6,0) Mio. Euro. Der Ergebnissrückgang ist durch hohe Investitionseffekte begründet. So sind allein 1,4 Mio. Euro durch das im Bau befindliche Forum Wetzlar verursacht.

Der Periodenüberschuß belief sich auf 0,75 (1,2) Mio. Euro und der Gewinn je Aktie auf 0,05 (0,08) Euro. Für das Gesamtjahr erwartet das Management eine signifikante Ergebnisverbesserung, nicht zuletzt durch geringere betriebliche Aufwendungen und durch den realisierten Buchgewinn von 3,5 Mio. Euro aus dem Verkauf des Einkaufszentrums in Udine. Des weiteren wurde die eigene Prognose bekräftigt, einen ausschüttungsfähigen Free Cashflow von 30 Mio. Euro erreichen zu wollen.

Bewertung und Fazit

Die Aufnahme der Deutsche EuroShop-Aktie in den MDax reflektiert unseres Erachtens sowohl die gute operative Entwicklung als auch die erfolgreiche und intensive Unternehmenskommunikation. Letztere ist sicherlich auch für die signifikant höheren Börsenumsätze pro Monat verantwortlich,

die im laufenden Jahr um rund 200 % auf durchschnittlich 0,375 Mio. Stück gestiegen sind. Für MidCap-Investoren bietet die Aktie eine der wenigen Investitionsmöglichkeiten in ein Immobilienunternehmen und bereichert daher aus unserer Sicht die MDax-Zusammensetzung.



Neueröffnung des Phoenix-Center Hamburg
Bild: Deutsche EuroShop

Das Geschäftsmodell des Unternehmens ist so angelegt, daß die Aktionäre einen über Jahre konstanten oder sogar leicht steigenden Zahlungsstrom erwarten können. Wir halten daher bei der Bewertung der Aktie die Anwendung eines Dividenden-Diskontierungs-Modells (DDM) zur Ermittlung des fairen Unternehmenswertes für gut geeignet. Die Deutsche EuroShop dürfte u.E. die bisherige Ausschüttungshöhe auch für das laufende Geschäftsjahr konstant halten – auf dem aktuellen Kursniveau bietet die Aktie damit u.E. eine attraktive Dividendenrendite 2004 von rund 5,5 % – bevor dann in 2006 für das zurückliegende Jahr eine Dividende von 2,00 Euro je Aktie gezahlt werden dürfte. Insgesamt gehen wir davon aus, daß die Dividende in der langfristigen Betrachtung durchschnittlich um rund 1% p.a. steigt. Mit der von uns getroffenen zusätzlichen Annahme (im DDM), daß die vom Markt geforderte Dividendenrendite bei 6,2 % (vor Steuern auf Investorenebene) liegt, erhalten wir einen fairen Wert von 37,31 Euro je Aktie.

Wir votieren auf dieser Bewertungsbasis mit Kaufen und sehen das Kursziel der Aktie bei 37,30 Euro.

Deutsche Wohnen



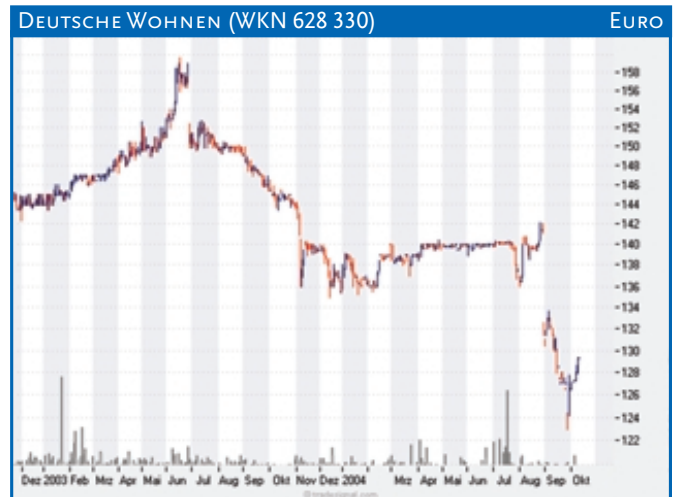
Attraktive Dividendenrendite

Unternehmensprofil

Die Deutsche Wohnen AG ist in den Bereichen Portfoliomanagement, Property Management und Wohnungsprivatisierung tätig. Der Konzern entstand Ende 1998 durch den Erwerb von fünf Wohnungsgesellschaften der ehemaligen Hoechst AG und der gemeinnützigen Heimstätte Rheinland-Pfalz durch die DB Real Estate Management GmbH (Deutsche Bank Konzern). Im Deutsche Wohnen-Konzern fungiert die Deutsche Wohnen AG heute als Management-Holding. Das Immobilienportfolio besteht aus rund 24.000 eigenen Wohneinheiten, die zu ca. 68 % in Rheinland-Pfalz, zu ca. 28 % im Rhein-Main-Gebiet und zu ca. 4 % in Nordhessen liegen. Seit 1999 wurde das Segment Wohnungsprivatisierung als zweites Kerngeschäftsfeld neben der Immobilienbewirtschaftung aufgebaut. Der über Miet- und Verkaufserlöse erwirtschaftete Cashflow des Konzerns wird jeweils in voller Höhe an die Aktionäre ausgeschüttet. Für 2003 wurde eine Dividende in Höhe von 8,75 Euro je Aktie gezahlt. Die Dividendenzahlung erfolgt – auch in den nächsten sechs bis acht Jahren – aus dem steuerlichen Einlagenkonto der AG und ist für den Investor damit vollständig steuerfrei.

Strategie

Die Deutsche Wohnen AG will im operativen Geschäft zum einen den vorhandenen Wohnungsbestand durch eigenes Portfoliomanagement (Instandhaltung, Modernisierung) und Strukturoptimierung entwickeln und so den Verkehrswert steigern. Zum anderen soll ein Teil der generierten Wertschöpfung durch die Privatisierungssparte realisiert werden. In der Regel geschieht dies durch den Verkauf der Wohnungen an die derzeitigen Mieter oder an Kapitalanleger. Der Wohnungsbestand soll zukünftig kontinuierlich erweitert werden (rund 1.000 bis 2.000 Wohnungen p.a.), so daß das mittelfristige Cashflow- und Aus-



schüttungspotential gesichert werden kann. Die Akquisition der genannten Größenordnung ist bereits heute über Fremdkapitalmaßnahmen sowie aus der Kasse möglich.

Kapitalerhöhungen würden es der Deutsche Wohnen ermöglichen, deutlich größere Portfolios zu erwerben, sie sind aber nur bei einer Herauslösung aus dem Deutsche Bank Konzern realisierbar. Die Umsetzung der Dekonsolidierung wird derzeit von der Deutschen Bank geprüft, ein konkreter Zeitplan steht allerdings noch nicht fest. Die Einbeziehung der Deutsche Wohnen AG in den Deutsche Bank-Konzern resultiert aus der Existenz eines Beherrschungsvertrags zwischen der Deutsche Wohnen AG und der DB Real Estate Management GmbH sowie dem Andienungsrecht der Aktionäre. Letzteres gibt den Aktionären die Möglichkeit, ihre Aktien im Jahr 2009 an die DB Real Estate zurückzugeben. Die Dividenden der Geschäftsjahre 1999-2008 werden bei der Ermittlung des Andienungspreises berücksichtigt; erwartet man Dividenden 2004 bis 2008 auf dem Niveau des Jahres 2003, dann würde sich ein Andienungspreis je Aktie von etwa 100 Euro ergeben. Das Andienungsrecht kann von der DB Real Estate nicht einseitig widerrufen werden.

Im Zuge des angestrebten Wachstums möchte die Deutsche Wohnen ferner ihre Kapitalmarktkommunikation intensivieren. Nach der Aufnahme in den Amtlichen Handel und den Prime Standard will die Gesellschaft zunächst in den SDax und mittelfristig in den MDax aufsteigen.

Operative Entwicklung

Im ersten Halbjahr 2004 konnte das Ergebnisniveau vom Vorjahr erreicht werden. Während das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit bei 6,4 Mio. Euro leicht unter dem Niveau



Wohnimmobilie in Rheinland-Pfalz
Bild: Deutsche Wohnen

Deutsche Wohnen		Gewinn- und Verlustrechnung	
		Umsatz, EBIT, EBT und Jahresüberschuß in Mio. Euro	
ISIN	DE0006283302	Umsatz 2003	124,9
Kurs (Euro)	127,20	Umsatz 2004e	125,0
Aktienanzahl (Mio. Stk)	4,0	Umsatz 2005e	124,1
Market Cap (Mio. Euro)	508,8	EBIT 2003	48,4
Kurstief 52 Wochen (Euro)	121,50	EBIT 2004e	48,0
Kurshoch 52 Wochen (Euro)	146,90	EBIT 2005e	47,5
Durchschn. Tagesumsatz (Stk)	5.686	EBT 2003	19,9
Rel. Performance 1M*	-8,6	EBT 2004e	19,6
Rel. Performance 12M*	-25,4	EBT 2005e	19,3
CDax-Gew.	–	JÜ 2003	10,7
EPRA**-Index-Gew.	0,75 %	JÜ 2004e	10,2
Internet	www.deutsche-wohnen.de	JÜ 2005e	10,0
Mitarbeiter	316	EpS 2003 (DVFA)	2,02
Geschäftsjahr	31.12.	EpS 2004 (DVFA)	2,45
Nächster Termin	08.11. (Q3)	EpS 2005 (DVFA)	2,50
Aktionärsstruktur	2 Institutionelle >5 %, 30 Institutionelle <5 %; 84 % Free Float		
Quelle: Independent Research GmbH, Deutsche Wohnen AG; alle Angaben in Euro			
*) Prozentpunkte besser bzw. schlechter als CDax			
**) European Public Real Estate Association			

von H1 2003 lag, stieg das Konzernergebnis nach Anteilen Dritter leicht auf 3,0 Mio. Euro. Der Umsatz und die Gesamtleistung lagen mit 51,3 Mio. Euro bzw. 67,9 Mio. Euro 2 bis 5 % unter dem Vorjahresniveau. Der Hauptgrund für den Umsatzrückgang liegt bei den um 4,3 % geringeren Mieterlösen (41,9 Mio. Euro). Hier machte sich die leicht höhere Leerstandsquote von 7,7 (7,1) % und der privatisierungsbedingt geringere Wohnungsbestand (22.939 nach 24.193 Wohnungen) bemerkbar. Bei der Leerstandsquote ist zu berücksichtigen, daß der marktbedingte Teil nur bei rund 2 bis 2,5 % liegen dürfte, der Rest wird durch die Portfoliomaßnahmen hervorgerufen. Die Erträge aus der Wohnungsprivatisierung sind nur in der Gesamtleistung – in den sonstigen betrieblichen Erträgen – enthalten. Die Buchgewinne aus dem Verkauf von Grundstücken des Anlagevermögens verminderten sich in H1 2004 auf 8,9 (10,6) Mio. Euro. In der Sparte Wohnungsprivatisierung wurden 226 (265) Objektverkäufe bilanzwirksam, wobei der durchschnittliche Verkaufspreis nahezu unverändert bei 1.133 Euro pro qm blieb.

Betrachtet man allein die beiden Kernbereiche, wurde das Rohergebnis der Deutschen Wohnen in H1 2004 zu rund 73 % in der Wohnungsbewirtschaftung (17,4 Mio. nach 16,2 Mio. Euro) und zu 27 % in der Privatisierungssparte (6,5 Mio. nach 7,8 Mio. Euro) generiert. Auf Gesamtjahressicht dürfte sich diese Relation wieder auf rund 50:50 einpendeln, da der Schwerpunkt des Privatisierungsgeschäftes traditionell im zweiten Halbjahr stattfindet. Wir erachten deshalb auch das vom Management für das Gesamtjahr angestrebte Ziel eines gegenüber dem Vorjahr unveränderten Konzernergebnisses nach Steuern (10,7 Mio. Euro) als realistisch. Wir gehen unverändert davon aus, daß dieses Ziel annähernd erreicht werden wird.

Ende Juli kaufte der Konzern 1.011 Wohnungen (WOHNSTADT Stadtentwicklungs- und Wohnungsbaugesellschaft Hessen mbH) mit einer Gesamtfläche von 55.000 qm in Kassel und Nordhessen. Diese Akquisition sollte u.E. den Anfang einer Reihe von Zukäufen in den nächsten Jahren darstellen. Die Akquisition im strukturschwachen Nordhessen sehen wir derzeit

noch skeptisch. Die auf türkische Einwohner (Wohneigentumsquote 17 % statt rund 40 % in Deutschland) focussierte Privatisierungsstrategie ist gleichwohl eine Marktlücke, die einen schnelleren Abverkauf (komplett bis 2008; in 2004 zwischen 100 und 200 Wohnungen geplant) ermöglichen kann. Die Transaktion wird erst in 2005 bilanzwirksam, der zusätzliche Cashflow soll bei 1 Mio. Euro p.a. liegen; gerechnet wird seitens des Managements mit einer Nachsteuerrendite im voraussichtlich fünfjährigen Investitionszeitraum von rd. 11 % p.a.

Bewertung und Fazit

Der Kurs der Aktie leidet u.E. derzeit primär an der vorhandenen Unsicherheit über die Entwicklung des Herauslösungsprozesses von der Deutschen Bank. Dies könnte sich noch bis in das erste Quartal 2005 hinziehen. Im Rahmen der vorläufigen Zahlen für 2004 wird die Deutsche Wohnen AG auf Basis der IFRS-Bilanzierung einen neuen NAV veröffentlichen. Das Geschäftsmodell ist so angelegt, daß die Aktionäre einen über Jahre konstanten oder sogar leicht steigenden Zahlungsstrom erwarten können. Wir halten daher bei der Bewertung der Aktie die Anwendung eines Dividenden-Diskontierungs-Modells (DDM) zur Ermittlung des fairen Unternehmenswertes für gut geeignet. Das Management dürfte u.E. die bisherige Ausschüttungshöhe auch für das laufende und die nächsten Geschäftsjahre konstant halten – auf dem aktuellen Kursniveau bietet die Aktie damit eine attraktive Dividendenrendite 2004 von rund 6,9 %. Insgesamt gehen wir davon aus, daß die Dividende in der mittelfristigen Betrachtung durchschnittlich um rund 0,5 % p.a. steigt. Mit der von uns getroffenen zusätzlichen Annahme (DDM), daß die vom Markt geforderte Dividendenrendite bei 6,2 % (vor Steuern auf Investorenebene) liegt, erhalten wir einen fairen Wert von 154,28 Euro je Aktie. Für Investoren, die die temporäre Unsicherheit in der Aktiennotierung inkl. der untypischen höheren Volatilität zu akzeptieren bereit sind, bietet die Aktie (Kursziel: 154 Euro) auf dem aktuellen Kursniveau neben der hohen und steuerfreien Dividendenrendite mittelfristig auch ein interessantes Kurspotential von gut 20 %. Wir votieren daher mit Kaufen.

IVG Immobilien

Langfristig orientierte Großaktionäre



Unternehmensprofil

Die IVG Immobilien AG gehört zu den großen börsennotierten Immobiliengesellschaften Europas. Das Unternehmen ist auf Gewerbeimmobilien, d.h. Büro und Businessparks, in allen wichtigen europäischen Hauptstädten focussiert und verwaltet aktuell 15,7 Mrd. Euro sogenannte Assets under Management. Da der Börsengang 1986 und die Vollprivatisierung 1993 bereits mehr als 11 bzw. 18 Jahre zurückliegen, kann der IVG-Konzern nicht nur eine langjährige Erfahrung im Immobiliengeschäft, sondern auch in der Kommunikation mit Investoren vorweisen. Im ersten Quartal 2004 gab es eine signifikante Änderung in der Aktionärsstruktur: Nachdem die WCM AG in 2003 mit 54,5 % der Anteile noch Großaktionär war, sind jetzt mit der Privatbank Sal. Oppenheim (25,1 %) und der HSH Nordbank (11,2 %) zwei im Immobiliengeschäft aktive Banken die neuen Großaktionäre. Hinzu kommen die DZ Bank (5,9 %), die WGZ Bank (5,8 %) und die IKB (2,85 %), wobei lediglich die beiden genossenschaftlichen Spitzeninstitute eher kurzfristig engagiert sein dürften.

Das verwaltete Immobilienvermögen von knapp 16 Mrd. Euro teilt sich auf die drei Unternehmensbereiche Portfoliomanagement, Projektentwicklung und Immobilienfonds auf. Während die beiden ersteren bereits früher zum Kerngeschäft der IVG gehörten, ist der dritte Bereich erst in den beiden letzten Jahren durch die vollständige Übernahme der Wert-Konzept (2003), eines langjährigen Anbieters geschlossener Immobilienfonds, und den Kauf (125 Mio. Euro) der 50,1 %-Beteiligung an der Oppenheim Immobilien-KAG (OIK), dem Marktführer für Immobilien-Spezialfonds mit einem Marktanteil von rund 43 % in Deutschland, signifikant ausgebaut worden. Derzeit befinden sich in der Sparte insgesamt 11,3 Mrd. Euro an Assets under Management, wovon 8,3 Mrd. Euro auf die offenen Spezialfonds und der Rest auf die geschlossenen Fonds von Hannover Leasing und Wert-Konzept entfallen. In der Sparte Portfoliomanagement verwaltet IVG den Eigenbestand mit rund 3,3 Mrd. Euro an Verkehrswerten, während der vom IVG-Konzern übernommene Anteil in der mit Partnern betriebenen Projektentwicklung bei rund 1,1 Mrd. Euro liegt.

Strategie

Das IVG-Management hat für die vergangenen Jahre einen guten Track Record vorzuweisen. Aus einem nationalen Mischkonzern, der neben dem Immobiliengeschäft auch im Service- und Logistik-Geschäft aktiv war, wurde ein klar focussiertes Immobilienunternehmen geformt, das im internationalen Wettbewerb bislang als einziger Vertreter aus Deutschland wahrgenommen wird. Mit der Spezialisierung auf europäische



Büroimmobilien gehört IVG dabei nicht zu den reinen Bestandhaltern, sondern die Gesellschaft verfolgt eine aktive Buy- & Sell-Strategie, die eine Rendite oberhalb der normal erzielbaren Mietrendite von 5 bis 8 % p.a. verspricht. Die Wertgenerierung des Konzerns entsteht somit neben dem aktiven Mietmanagement primär durch die Differenz zwischen Kauf- und Verkaufspreis. Der Kauf von komplexen Portfolios ermöglicht es der IVG, gegenüber den Verkäufern einen Discount auf den Portfolio-NAV durchzusetzen. Man kann so unabhängig vom Markt eine Basis zur Wertsteigerung legen. Daneben werden in Bestand genommene Objekte durch die konsequente Modernisierung bzw. Revitalisierung sowie durch bessere Mietverträge aufgewertet und nach erreichter Wertsteigerung verkauft.

Als dritte Ertragskomponente kommt die Marktentwicklung hinzu. Das jeweils mit lokaler Expertise versehene Management in den einzelnen europäischen Immobilienmärkten soll die versetzt verlaufenden Marktzyklen in Europa ausnutzen, um attraktive Einstiegs- bzw. Ausstiegszeitpunkte zu ermitteln. Durch den Ausbau im Fondsgeschäft will das IVG-Management den Konzern dauerhaft zu einer globalen Top 10-Adresse im Immobilien-Asset-Management machen. Die Zusammenarbeit mit der auch zukünftig unabhängigen OIK soll deutliche Synergieeffekte generieren (u.a. im Hinblick auf geographische Präsenz; Skaleneffekte) und für die IVG einen Zugang zu dem wachstumsstarken Immobilien-Spezialfonds-Geschäft schaffen.

Operative Entwicklung

Der IVG-Konzern konnte in H1 2004 seinen Umsatz mit 170,3 Mio. Euro und die Gesamtleistung mit 205,8 Mio. Euro leicht

IVG		Gewinn- und Verlustrechnung			
		Umsatz, EBIT, EBT und Jahresüberschuß in Mio. Euro			
ISIN	DE0006205701	Umsatz 2003	411,5	Immobilien-Angaben	
Kurs (Euro)	9,81	Umsatz 2004e	470,0		
Aktienanzahl (Mio. Stk)	116,0	Umsatz 2005e	485,0	Anzahl Mietobjekte	220
Market Cap (Mio. Euro)	1138,0	EBIT 2003	174,2	Vermietete Fläche (qm)	1.690.500
Kurstief 52 Wochen (Euro)	8,18	EBIT 2004e	189,0	Vermietungsquote 2003	93,9 %
Kurshoch 52 Wochen (Euro)	10,05	EBIT 2005e	195,0	Wohnen / Büro / Einzelhandel (%)	0 / 80,8 / 4,4
Durchschn. Tagesumsatz (Stk)	103.006	EBT 2003	87,3	Bewertungskennzahlen	
Rel. Performance 1M*	0,0	EBT 2004e	92,1		
Rel. Performance 12M*	-8,7	EBT 2005e	98,5		
MDax-Gew.	1,24 %	JÜ 2003	66,5	KGV 2005e	17,5
EPRA**-Index-Gew.	1,16 %	JÜ 2004e	69,5	Div. 2004e je Aktie (Euro)	0,34
Internet	www.ivg.de	JÜ 2005e	71,9	Dividendenrendite 2004e	3,47 %
Mitarbeiter	680	EpS 2003 (DVFA)	0,52	Buchwert 2003 je Aktie (Euro)	7,91
Geschäftsjahr	31.12.	EpS 2004e (DVFA)	0,54	Buchwert EK 2003 (Mio. Euro)	917,0
Nächster Termin	16.11. (Q3)	EpS 2005e (DVFA)	0,56	NAV 2003 je Aktie (Euro)	14,41
Aktionärsstruktur:	25,1 % Sal. Oppenheim, 11,2 % HSH Nordbank, 5,9 % DZ Bank, 5,8 % WGZ Bank, 2,8 % IKB; 49,2 % Free Float				
Quelle: Independent Research GmbH, IVG AG; alle Angaben in Euro					
*) Prozentpunkte besser bzw. schlechter als MDax					
**) European Public Real Estate Association					

über dem Vorjahresniveau von 168,8 Mio. Euro bzw. 203,0 Mio. Euro halten. Bei der Gesamtleistung fallen die enthaltenen sonstigen betrieblichen Erträge, die die Buchgewinne aus Immobilienverkäufen enthalten, mit 15,0 (38,9) Mio. Euro noch deutlich geringer aus. Allerdings wurden in Q3 mit den Verkäufen von London (Conduit Street; 32,5 Mio. Euro) und Paris (s.u.) bereits weitere Erträge generiert. Der Baufortschritt im Projektentwicklungsgeschäft spiegelt sich dagegen in höheren Bestandsveränderungen (20,5 Mio. nach -5,1 Mio. Euro) und einem im gleichen Ausmaß gestiegenen Materialaufwand von 39,9 (25,2) Mio. Euro wider. Die geringeren Verkaufserlöse in H1 wirken sich sowohl beim Vorsteuerergebnis von 17,1 (33,8) Mio. Euro als auch beim Ergebnis nach Steuern von 14,2 (25,9) Mio. Euro negativ aus. Letzteres darf aber aufgrund der erwarteten Verkaufserlöse in H2 nicht auf das Gesamtjahr hochgerechnet werden.



Place de la Madeleine in Paris
Bild: IVG

Anfang Oktober konnte IVG im Kerngeschäft Portfoliomanagement mit dem Verkauf der Pariser Büroimmobilie Boulevard Haussmann 173-175 im Wert von über 100 Mio. Euro an den Allianz-Konzern einen „erfreulichen Buchgewinn“ erzielen. Die IVG nutzt das derzeit immer noch hohe Preisniveau in der französischen Hauptstadt, um das seit 1997 gehaltene Objekt (10.600 qm Bürofläche) gemäß der Buy- & Sell-Strategie zu veräußern. Im Hinblick auf die Gesamtjahreszahlen erwarten wir, daß IVG die angestrebte Steigerung des Jahresüberschusses gegenüber der 2003er Basis erreichen wird. Dies gilt auch aufgrund der Konsolidierung der OIK, die 2003 einen Jahresüberschuß von rund 13 Mio. Euro erzielt hatte.

Bewertung und Fazit

Die IVG-Aktie hat in den vergangenen 18 Monaten deutlich unter ihrer Aktionärsstruktur gelitten. Die vorhandene Unsicherheit über zukünftig aufkommende Paketverkäufe ist in diesem Jahr durch die neuen, finanzstarken und u.E. eher langfristig orientierten Großaktionäre zwar überwiegend gewichen – ein Rest bleibt jedoch noch bestehen. Allerdings wäre eine breite

Plazierung der beiden Pakete der Genossenschaftsbanken (5,9 % und 5,8 %) unter institutionellen Anlegern gut geeignet, den vorhandenen Free Float von gut 49 % auf über 60 % zu erhöhen. Gegenwärtig wird die Aktie vom Markt aus fundamentaler Sicht noch nicht fair bewertet. Sie notiert beim dieser Analyse zugrundeliegenden Kurs von 9,81 Euro mit einem überdurchschnittlich hohen und u.E. ungerechtfertigten Abschlag von 32 % zum NAV 2003 von 14,41 Euro je Aktie. Dies gilt auch bei Berücksichtigung des um latente

Steuern und Verkaufskosten bereinigten NAV (nach EPRA) von 13,45 Euro; hier beträgt der Discount 27 %.

Wir halten aufgrund der Unsicherheit bezüglich der Aktionärsstruktur und des derzeit in Deutschland negativen Sentiments im Immobilien-Fondsgeschäft einen Abschlag von maximal 10 % für fair, da IVG eine hohe Informationstransparenz bietet und eine aktive Unternehmenskommunikation betreibt. Wir erachten derzeit ein Kursziel von 12,10 Euro als angemessen, was einem Kurspotential von 23 % entspricht, und empfehlen die IVG-Aktie zum Kauf. Bei einer von uns erwarteten Dividende 2004 von unverändert 0,34 Euro je Aktie erhält der Investor eine relativ attraktive Dividendenrendite von 3,5 %.

POLIS



Gewerbeimmobilien mit langfristig abgesicherten Cashflows gewinnen an Bedeutung

Unternehmensprofil

Die im Juni 1998 gegründete POLIS AG dient als Vehikel für Immobilien-Investitionen von institutionellen und privaten Kapitalanlegern bei Objektgrößen zwischen 5 und 25 Mio. Euro. Die Gesellschaft konzentriert sich dabei auf deutsche Gewerbeimmobilien mit einem deutlichen Schwerpunkt auf Büro- und Geschäftshäuser bzw. reine Büroimmobilien in zentralen Lagen deutscher Großstädte. In Zukunft soll aufgrund der gegenwärtigen Marktverhältnisse ein höherer Wert auf eine stärkere Einzelhandelskomponente im Portfolio und eine höhere Absicherung des Mietertrags durch mittel- bzw. langfristige Mietverträge gelegt werden.

POLIS investiert ausschließlich in Deutschland (investiert zur Zeit in Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Essen, Mülheim). Die in Betracht gezogenen Investitionsobjekte differenzieren sich zum einen in fertiggestellte Büro- und Geschäftshäuser in zentralen Lagen deutscher Großstädte mit kurz- oder mittelfristigem Entwicklungspotential. Zum anderen konzentriert sich POLIS auf Büro- oder Einzelhandelsobjekte in attraktiven Lagen mit langfristig abgesichertem Mietertrag. So weisen die beiden in 2004 erworbenen Anlageobjekte in Mülheim und Essen langfristige Vermietungsverträge und damit sichere Cashflows auf.

Im Rahmen der sogenannten „Buy and Sell-Strategie“ wird das Portfolio in kurzen Abständen überprüft, ob die einzelnen Anlageobjekte noch Wertsteigerungen erwarten lassen oder bereits erzielte Zuwächse realisiert werden sollten. In der Vergangenheit hat die Gesellschaft überwiegend gute Vermietungserfolge erzielt, indem sie schwerpunktmäßig Bürogebäude mit Modernisierungsbedarf erworben und den heutigen Büroverhältnissen angepaßt hat.

Anfang Oktober 2003 hat Bouwfonds Asset Management, eine Tochtergesellschaft der ABN AMRO Bank, die Managementgesellschaft von POLIS, die POLIS Grundbesitz Portfolio-Management GmbH, mit allen Führungskräften und Mitarbeitern erworben und betreut nunmehr das Immobilienportfolio der POLIS AG aufgrund eines Asset-Management-Vertrages. Zudem hat Bouwfonds die rund 25 %ige Beteiligung von Delbrück & Co an POLIS übernommen. Mittelfristig plant der derzeitige Großaktionär Bouwfonds Asset Management den derzeitigen Beteiligungsanteil wieder zu reduzieren.

Strategie

POLIS focussiert sich auf zwei Geschäftsfelder, die mit unterschiedlichen Schwerpunkten ausgestattet sein werden – je nach Situation auf dem Immobilienmarkt. Im Bereich innerstädtische



Büro- und Geschäftshaus in der Potsdamer Straße/Berlin
Bild: POLIS

tische Modernisierungsobjekte wird weiterhin an der Strategie festgehalten, innerstädtische Büro- und Geschäftshäuser in guten und sehr guten Lagen zu erwerben und die vorhandenen Wertsteigerungspotentiale konsequent durch aktives Management zu nutzen. Aufgrund der hohen Risiken in der gegenwärtigen Marktsituation soll dieses Geschäftsfeld zunächst nur vereinzelt forciert werden. In dem Bereich langfristig vermietete Objekte (Büro- oder Einzelhandelsimmobilien) sollen primär Objekte mit langfristig abgesicherten Cashflows erworben werden. Dabei soll auf eine Mischung von Mietern, Mietlaufzeiten und Standorten geachtet werden, um insgesamt ein niedriges bis maximal mittleres Risikoprofil herbeizuführen.

Die Gesellschaft plant den Bestand an Anlageobjekten auf ein Volumen von über 300 (aktuell: 113) Mio. Euro zu erhöhen. Durch laufende Kapitalerhöhungen (Privatplazierung) sollen diese in einem hohen Maße mit Eigenkapital finanziert werden. Demnach hat sich die Zusammenarbeit mit Bouwfonds bereits bei dem Erwerb der beiden Anlageobjekte in Essen und Mülheim bewährt.

POLIS sieht sich in dem schwierigen Marktumfeld weiterhin verhältnismäßig gut positioniert. Soweit die Büroflächen nicht ohnehin langfristig vermietet sind, befinden sie sich zumeist in guten Lagen und in zeitgemäßem Zustand. Die Vermietung von fertiggestellten Flächen und die Nachvermietung leer werden der Flächen gestaltet sich allerdings als schwierig – zumeist mit großer Verzögerung und häufig auch nur zu ermäßigten Konditionen.

POLIS		Gewinn- und Verlustrechnung			
		Umsatz, EBIT, EBT und Jahresüberschuß in Mio. Euro			
ISIN	(nicht börsennotiert)	Umsatz 2001	3,9	Immobilien-Angaben	
Kurs (Euro)	--	Umsatz 2002	5,3		
Aktienanzahl (Mio. Stk)	--	Umsatz 2003	5,1	Anzahl Mietobjekte	9
Market Cap (Mio. Euro)	--	EBIT 2001	1,1	Vermietete Fläche (qm)	55.973
Kurstief 52 Wochen (Euro)	--	EBIT 2002	3,9	Quote Leerstand / Vermietung	13 % / 87 %
Kurshoch 52 Wochen (Euro)	--	EBIT 2003	1,0	Wohnen / Büro / Einzelhandel (%)	0,26 / 95,45 / 4,29
Durchschn. Tagesumsatz (Stk)	--	EBT 2001	-0,9	Bewertungskennzahlen	
Rel. Performance 1M*	--	EBT 2002	1,3		
Rel. Performance 12M*	--	EBT 2003	-0,9		
Index-Gew.	--	JÜ 2001	-0,8	KGV 2003	neg.
EPRA**-Index-Gew.	--	JÜ 2002	0,9	Div. 2003 (Euro)	0,00
Internet	www.polisag.de	JÜ 2003	-0,9	Dividendenrendite 2003	0,0 %
Mitarbeiter	0 (da Übertragung an Bouwfonds)	EpS 2001	-0,10	Buchwert je Aktie 2003 (Euro)	4,31
Geschäftsjahr	31.12.	EpS 2002	0,11	Buchwert EK (Mio. Euro)	32,9
Nächster Termin	--	EpS 2003	-0,12	NAV je Aktie 2003 (Euro)	4,85
Aktionärsstruktur	25 % Bouwfonds Asset Management Deutschland GmbH, 75 % Streubesitz				
Quelle: Independent Research GmbH, POLIS; alle Angaben in Euro					
*) Prozentpunkte besser bzw. schlechter als Vergleichsindex					
**) European Public Real Estate Association					

Mittelfristig ist ferner der Börsengang geplant. Zwar konnte diese Zielsetzung aufgrund des derzeitigen Kapitalmarktumfelds noch nicht erreicht werden, die Kapitalmarktfähigkeit soll dennoch weiter angestrebt werden. Grundsätzlich sollen die Anlageobjekte weiterhin in bisheriger Höhe mit Eigenkapital finanziert werden. Ausgenommen sind Objekte, bei denen der Mietertrag durch langfristige Mieterträge mit Mietern mit hoher Bonität abgesichert ist (wie Stinnes-Hochhaus in Mülheim, Grugaplatz in Essen) oder die zur kurzfristigen Veräußerung vorgesehen sind. Zur Erzielung einer Hebelwirkung soll hier der Fremdfinanzierungsanteil höher ausfallen.

Operative Entwicklung

Der Konzern mußte im Geschäftsjahr 2003 bei einem Umsatz von 5,08 (5,29) Mio. Euro einen Jahresfehlbetrag von 0,93 Mio. Euro ausweisen, nach einem Plus von 0,87 Mio. Euro im Vorjahr. Der Rückgang der Umsatzerlöse ist durch den Verkauf der Anlageobjekte Normannenhof und Thalia-Haus bedingt. Im Einzelabschluß der POLIS AG lag der Jahresfehlbetrag bei 2,4 Mio. Euro, nach einem Überschuß von 2,4 Mio. Euro im Vorjahr.

Um den Status der Dividendenfähigkeit in der Zukunft möglichst schnell wieder zu erreichen, wurde der Bilanzverlust in Höhe von 2,34 Mio. Euro aus der Kapitalrücklage entnommen und damit ein ausgeglichenes Bilanzergebnis erzielt. Das Grundkapital und die Kapitalrücklage betragen derzeit 34,8 Mio. Euro auf AG-Ebene bzw. 35,6 Mio. Euro auf Konzernebene. Die vorhandenen Anlageobjekte sind zu 40 % (Vorjahr: 41 %) mit Eigenkapital finanziert und erfüllen die aktuellen Zielvorgaben der Gesellschaft.



Stinnes-Platz 1 in Mülheim
Bild: POLIS

Zu beobachten bleibt die derzeit vorhandene Liquiditätssituation der POLIS AG. Zwar konnte in 2003 mit 0,95 (-0,66) Mio. Euro wieder ein positiver operativer Cashflow ausgewiesen werden, insgesamt verringerten sich aber die liquiden Mittel deutlich auf 0,33 (8,17) Mio. Euro (30.6.2004: 0,27 Mio. Euro). Durch den Erwerb der Anlageobjekte in Essen und Mülheim waren Zahlungsmittelabflüsse von etwa 6,5 Mio. Euro zu verzeichnen.

Bewertung und Fazit

Auf den für die Gesellschaft relevanten Märkten haben sich die Anzeichen einer konjunkturellen Erholung in Deutschland nicht niedergeschlagen. Aufgrund von Verkehrswertanpassungen bei drei Objekten (1,3 Mio. Euro) sowie der Auszahlung der Dividende (1,5 Mio. Euro) liegt der NAV der POLIS AG mit 37,03 Mio. Euro bzw. 4,85 (5,33) Euro je Aktie 9 % unter dem Vorjahresniveau.

Bei der Berechnung des NAV liegen stille Reserven in Höhe von 3,45 Mio. Euro zugrunde (Verkehrswerte des gesamten Portfolios: 81,9 Mio. Euro, Buchwert: 78,5 Mio. Euro). In

2002 wies der Konzern noch stille Reserven in Höhe von 4,21 Mio. Euro bei einem Verkehrswert des gesamten Portfolios von 78,6 Mio. Euro und einem Buchwert von 74,4 Mio. Euro aus.

Die Finanzsituation stellt sich mit einer Eigenkapitalquote von aktuell 40 % weiterhin als solide dar, während dagegen der derzeit niedrige Liquiditätsbestand von 0,33 Mio. Euro nach 8,17 Mio. Euro im Vorjahr zu beobachten bleibt.

TAG Tegnernsee Immobilien- und Beteiligungs-AG



2004 – das Turnaround-Jahr

Unternehmensprofil

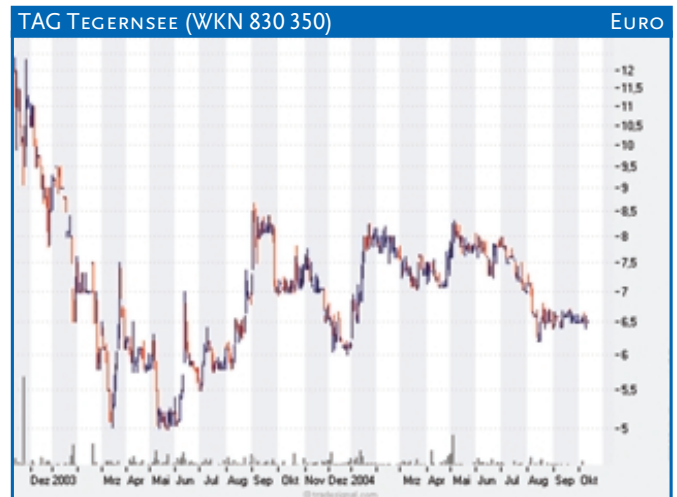
Die TAG Tegnernsee Immobilien- und Beteiligungs-AG (TAG) ist eine Holdinggesellschaft und konzentriert sich über Führungsgesellschaften auf die Akquisition und Verwaltung von Gewerbe-, Wohn- und Spezialimmobilien in Deutschland. Darüber hinaus ist der Immobilienkonzern auch als Projektentwickler tätig. Bei den Konzernumsätzen werden rund ein Viertel durch Mieterlöse generiert und drei Viertel aus Immobilienverkäufen. Der Markteintritt in 1999 fußte auf dem bereits vorhandenen Immobilienvermögen im Tegernseer Tal. Heute besitzt der Konzern darüber hinaus Objekte in München, Hamburg und Berlin sowie in Leipzig, Rhein-Main und Stuttgart. Der Erwerb von Spezialimmobilien umfaßt zur Zeit Serviced Apartments. Zu den wesentlichen Tochtergesellschaften gehören neben der Bau-Verein zu Hamburg AG (87,9 %-Anteil) die JUS AG (94 %-Anteil) und die REAL Immobilien GmbH (Joint Venture mit Sachsen LB; 49 %-Anteil; Immobilien aus Insolvenz- und Zwangsverwaltungsverfahren: 82,5 Mio. Euro in 2003 und rund 70 Mio. Euro in 2004e).

Ende April 2004 ist Dr. Lutz R. Ristow als aktiver Vorsitzender aus dem Aufsichtsrat ausgeschieden und hat den Vorstandsvorsitz sowie die Bereiche Konzernplanung und Strategie übernommen, um sich so stärker auf das operative Geschäft zu konzentrieren. Durch eine enge Zusammenarbeit hat er seit 2001 als Vorsitzender des Aufsichtsrates und später auch zugleich als Berater die strategische Ausrichtung der TAG begleitet. Komplettiert wird der Vorstand durch Olaf Borkers (Finanzen) und Michael Haupt (Immobilien).

Strategie

Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Internationalisierung des deutschen Immobilienmarktes und der vom Management erwarteten Fortsetzung der Marktkonsolidierung soll die TAG mittelfristig als wichtiger Marktteilnehmer in die wesentlichen Marktsektoren integriert werden. TAG möchte bei der Konsolidierung eine aktive Rolle übernehmen. Oberstes Ziel dabei ist eine höhere Diversifikation des Gesamtportfolios, wobei der geographische Schwerpunkt Deutschland unverändert bleibt.

Die Bau-Verein zu Hamburg AG ist die Führungsgesellschaft im Kerngeschäftsfeld Wohnimmobilien und in den Geschäftsbereichen Bestand, Bestandsentwicklung und Neubau tätig. Mit einem Umsatzanteil von ca. 68 % ist sie die bedeutendste Gesellschaft im Konzern. Sie wurde in 2001 einer großen Restrukturierungsmaßnahme unterzogen, bei der die Mitarbeiterzahl von 140 auf 100 zurückging. Das Unternehmen will den derzeitigen Wohnungsbestand von rund 3.800 Wohnungen durch die Akquisition von Portfolien von 500 bis 2.000 Wohnungen in deutschen



Metropolen weiter deutlich ausbauen. Mittelfristig ist eine Verdreifachung auf rund 10.000 bis 15.000 Wohnungen geplant. Der Schwerpunkt der JUS AG, deren Umsatzanteil ca. 29 % beträgt, liegt auf der Sanierung von denkmalgeschützten Immobilien, wie hochwertige Baudenkmäler und denkmalgeschützte Wohnanlagen aus den 20er und 30er Jahren, sowie das Produktsegment Loftwohnungen, das zunehmend an Bedeutung gewinnt. Im Bereich Gewerbeimmobilien plant das TAG-Management auf ermäßigter Preisbasis eine Expansion, die über den Erwerb einer Führungsgesellschaft durch Sacheinlage oder Fusion umgesetzt werden soll. Auch Partnerschaften/Kooperationen sind hier denkbar.

Operative Entwicklung

Die TAG konnte in H1 2004 – trotz eines sich aufgrund der konjunkturellen Lage schwach entwickelnden Immobilienmarktes – ihren Umsatz um rund 2 % auf 46,33 (45,44) Mio. Euro steigern. So konnte der signifikante Umsatzrückgang von 23,59 Mio. Euro (Q1 2003) auf 19,31 Mio. Euro in Q1 2004 durch den guten Umsatz von 27,02 Mio. Euro in Q2 überkompensiert werden. Diese Entwicklung gibt den Verlauf der beiden Tochtergesellschaften Bau-Verein zu Hamburg und JUS AG wieder. Im sequentiellen Vergleich konnte die Bau-Verein zu Hamburg AG ihren Umsatz um 37,3 % auf 18,4 (Q1 2004: 13,4) Mio. Euro in Q2 steigern. Auch die JUS AG konnte – bedingt durch Auftragsfertigung (PoC) – ihren Umsatz sequentiell auf 8,2 (5,5) Mio. Euro in Q2 steigern. Im Hinblick auf Alternativen bei der Finanzierung von Baumaßnahmen konnte die JUS AG mit dem britischen Finanzinvestor, Patron Capital Ltd., ein Joint Venture für eine Projektentwicklung von denkmalgeschützten Immobilien in Leipzig und Berlin (Volumen: 12,5 Mio. Euro) eingehen. Das EBITDA des

TAG Tegnernsee

Gewinn- und Verlustrechnung

Umsatz, EBIT, EBT und Jahresüberschuß in Mio. Euro

ISIN	DE0008303504	Umsatz 2003	122,2	Immobilien-Angaben	
Kurs (Euro)	6,58	Umsatz 2004e	130,0		
Aktienanzahl (Mio. Stk)	6,23	Umsatz 2005e	131,0	Anzahl Mietobjekte	rd. 4.000
Market Cap (Mio. Euro)	41,0	EBIT 2003	5,4	Vermietete Fläche (qm)	---
Kurstief 52 Wochen (Euro)	6,00	EBIT 2004e	22,5	Quote Leerstand	3 %
Kurshoch 52 Wochen (Euro)	8,50	EBIT 2005e	22,6	Wohnen / Büro / Einzelhandel (%)	87 / 10 / 3
Durchschn. Tagesumsatz (Stk)	5.100	EBT 2003	-15,9	Bewertungskennzahlen	
Rel. Performance 1M*	-3,0	EBT 2004e	3,5		
Rel. Performance 12M*	-26,3	EBT 2005e	3,6		
SDax-Gew.	0,56 %	JÜ 2003	-15,1	KGV 2005e	13,2
EPRA**-Index-Gew.	---	JÜ 2004e	3,5	Div. 2004e je Aktie (Euro)	0,00
Internet	www.tag-ag.com	JÜ 2005e	3,1	Dividendenrendite 2004e	0,0 %
Mitarbeiter	145	EpS 2003	-2,69	Buchwert 2004 je Aktie (Euro)	17,38
Geschäftsjahr	31.12.	EpS 2004e	0,56	Buchwert EK 2004 (Mio. Euro)	108,2
Nächster Termin	KW 48 (Q3)	EpS 2005e	0,50	NAV 2004e je Aktie (Euro)	11,59
Aktionärsstruktur	ca.16.42 % Dr. Ristow/Haupt, 83.58 % Free Float				

Quelle: Independent Research GmbH, TAG Tegnernsee; alle Angaben in Euro

*) Prozentpunkte besser bzw. schlechter als SDax

**) European Public Real Estate Association

TAG-Konzerns konnte im Vergleich zur Vorjahresperiode um 10,8 % auf 11,43 (10,32) Euro verbessert werden. Eine signifikante Steigerung um 33,3 % auf 11,39 Mio. Euro verzeichnete das EBIT. Wesentlich und positiv beeinflusst wurde das Ergebnis auch durch einen Teilverzicht von 5 Mio. Euro, den die TAG in Q1 2004 beim Kaufpreis für die Bau-Verein AG verhandeln konnte. Die Reduzierung der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten in H1 um 1,2 % auf 397,8 Mio. Euro wirkt sich leicht positiv auf das Finanzergebnis aus, das bei -9,5 (-10,1) Mio. Euro liegt. Beim Periodenüberschuß konnte in H1 2004 mit 2,38 Mio. Euro nach -1,79 Mio. Euro der Turnaround erreicht werden. Daraus resultiert ein Gewinn je Aktie von 0,39 (-0,32) Euro.

Bewertung und Fazit

Wir sehen die strategische Positionierung der TAG mit dem Schwerpunkt auf dem konsolidierenden inländischen Immobilienmarkt unverändert schwierig. Vorteilhaft ist sicherlich die Konzentration auf die Wohnimmobilie – ein Investment, welches gerade von institutionellen Investoren in Deutschland gesucht wird. Auch hat der Konzern besonders durch die internen Maßnahmen im letzten Geschäftsjahr (vor allem umfangreiches Kostensenkungsprogramm beim Bau-Verein) und umfangreiche Maßnahmen zur Verbesserung der Bilanzstruktur – u.a. Goodwill-Abschreibungen von 11 Mio. Euro (davon 9,4 Mio. Euro beim Bau-Verein) in 2003, Barkapitalerhöhungen von 4,2 Mio. Euro (2003) und 4,4 Mio. Euro (2004) und die erzielte Kaufpreisreduzierung um 5 Mio. Euro für die Bau-Verein AG – wichtige Fortschritte erzielt. Die derzeitige Eigenkapitalquote liegt dennoch bei lediglich 17,5 %, was den Handlungsspielraum des Unternehmens vor dem Hintergrund der restriktiven Kreditvergabe-

praxis der Banken unverändert einengt. Die bisherige Zurückhaltung der TAG bei den Gewerbeimmobilien hat sich als richtig herausgestellt. Angestrebte Kapitalmaßnahmen der TAG sollen den Handlungsspielraum vergrößern.

Bisher werden von der bereits nach IFRS bilanzierenden TAG keine vergleichbaren Angaben zum NAV des Konzerns gemacht. Bei der Bewertung der Aktie müssen wir daher auf Näherungswerte durch eigene Schätzungen zurückgreifen. Die



Elsterloft in Leipzig
Bild: TAG Tegnernsee

in der 2003er Bilanz ausgewiesenen Renditeliegenschaften des Anlagevermögens werden mit einem Zeitwert von 85,9 Mio. Euro ausgewiesen. Zusammen mit den zum Verkauf bestimmten Grundstücken des Umlaufvermögens (UV; Buchwert von 381,1 Mio. Euro) und dem sonstigen UV (71,3 Mio. Euro) ergibt sich ein geschätzter Verkehrswert von 538,3 Mio. Euro. Abzüglich der Nettoverschuldung von 428 Mio. Euro ergibt sich ein NAV von 110,3 Mio. Euro bzw. 17,71 Euro je Aktie. Wenn wir für die Grundstücke des UVs aus Vorsichtsgründen allerdings mit einem Abschlag von 10 % rechnen, erhalten wir für den NAV einen Wert von 72,2 Mio. Euro bzw. 11,59 Euro je Aktie. Wir halten derzeit bei der

TAG-Aktie aus folgenden Gründen einen Abschlag von 30 % zum NAV für gerechtfertigt: 1) hoher Fremdkapitaleinsatz sorgt für höheres Finanzierungsrisiko bei steigenden Zinsen; 2) negatives Sentiment des Immobilienmarktes; 3) Track Record des Managements nach Restrukturierung noch nicht komplett und 4) weitere Transparenzfortschritte erst in 2005 zu erwarten. Mit einem Kursziel von 8,10 Euro ergibt sich dennoch ein Potential von 23 % – wir empfehlen daher die TAG-Aktie auf dem derzeit gedrückten Kursniveau zum Kauf.

Vivacon

vivacon AG

Übernahme von umfangreichem Immobilienportfolio von Cerberus/Whitehall

Unternehmensprofil

Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit von Vivacon liegt in dem Erwerb, der Sanierung und der Veräußerung von großen, zumeist denkmalgeschützten Wohnanlagen. Die erworbenen Wohnungen werden im Gegensatz zu den klassischen Immobiliengesellschaften im Erbbaurecht veräußert, d.h. die Grundstücke bleiben bei Vivacon. Durch die Bestellung von Erbbaurechten erfolgt eine rechtliche Trennung von Grundstücks- und Gebäudeeigentum.

Die Vivacon AG spezialisiert sich insgesamt auf drei Geschäftsbereiche. Neben dem Kauf und Verkauf von Wohnungen im Erbbaurecht hat Vivacon mit ihrer Tochtergesellschaft Yoo Deutschland das Hochpreissegment im deutschen Immobilienmarkt besetzt. Durch dieses Joint Venture mit dem französischen Star-Designer Philippe Starck werden Luxus-Designerwohnungen in den Toplagen der deutschen Metropolen gebaut und vermarktet. Zudem übernimmt Vivacon in ihrem dritten Geschäftsfeld den Verkauf von Wohnungen im Auftrag von Bauträgern und Immobilienunternehmen.

Strategie

Die Gesellschaft verfolgt eine Strategie, die auf zwei Ideen basiert: Nach der Mehrwertstrategie werden sämtliche Wohnungen vor dem Verkauf umfangreich modernisiert und heutigen Wohnansprüchen angepaßt (durch Generalunternehmer). Während die Mehrzahl der Mitbewerber beim herkömmlichen Immobilienverkauf eine kurzfristige Gewinnrealisierung anstrebt, verfolgt Vivacon eine nachhaltige Wachstumsstrategie. Nach vollständigem Verkauf der Immobilie verbleibt das Grundstück im Eigentum der Gesellschaft. Ziel von Vivacon ist es, die Ertragskraft und Substanz gleichermaßen zu stärken. Dies wird durch die konsequente Anwendung des Erbbaurecht-konzeptes verdeutlicht.

Im Juli dieses Jahres hat die Gesellschaft eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht im Verhältnis 3:1 durchgeführt. Durch diese Kapitalmaßnahme floß dem Unternehmen ein Betrag in Höhe von 15,8 Mio. Euro brutto zu. Die verstärkte Kapitalbasis dient der Beschleunigung des Wachstums im Kerngeschäft. Durch die Ausrichtung auf den denkmalgeschützten Altbau auf Erbbaubasis focussiert sich Vivacon auf einen echten Wachstumsmarkt.

Für Vivacon ergibt sich bei einer Betrachtung des potentiellen Marktvolumens in Deutschland ein über 300 Mrd. Euro großer Markt. Dieser setzt sich folgendermaßen zusammen: Zum einen aus den potentiellen Wohnungsbeständen der Öffentlichen Hand, wie z.B. Bestände des Bundes (430.000 Wohneinheiten),



der Länder (340.000 WE) und der Kommunen (2,7 Mio. WE), die zu Privatisierungszwecken in den nächsten Jahren zur Verfügung stehen, und zum anderen aus den potentiellen Beständen der Industrieunternehmen, die auf etwa 915.000 WE geschätzt werden.

Operative Entwicklung

Im ersten Halbjahr 2004 konnte Vivacon die Konzernumsätze auf 20,9 (Q2: 14,1) Mio. Euro im Vergleich zu 10,9 (Q2: 7,0) Mio. Euro im Vorjahreszeitraum erhöhen, was einer Steigerung von 92 % entspricht. Das im Vergleich zum Vorjahr niedrigere EBIT mit -0,7 (1,4) Mio. Euro wurde durch hohe Vorlaufkosten von Projekten wie u.a. „Villa St. Gertraudt“ und „Lebensparadies Arkadien“ belastet. Im Berichtszeitraum fiel das Nettoergebnis auf -1,3 Mio. Euro nach 0,1 Mio. Euro im H1 2003.

Der Auftragsbestand stieg leicht von 20,9 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum auf 21,0 Mio. Euro zum 30.6.2004. Während des ersten Halbjahres 2004 erreichte der Auftragsbestand zwischenzeitlich einen historischen Höchststand von 27,6 Mio. Euro, der im Laufe des Halbjahres abgearbeitet werden konnte. Das Beurkundungsvolumen von Vivacon lag zum 30.6.2004 bei 15,2 (20,9) Mio. Euro.

Ende September dieses Jahres wurde vom Bistum Limburg das Gebäude des ehemaligen Albertus Magnus Kolleg in Königstein erworben. Somit bringt Vivacon das erste Nachfolgeprojekt für die nahezu vollständig verkauften Objekte Historisches Grand Hotel in Bad Nauheim (Platzierungsstatus: 95 %) und das Hochportenhause in Köln (Platzierungsstatus: 80 %) mit einem Verkaufsvolumen von insgesamt 36,8 Mio. Euro auf den Markt.

Vivacon		Gewinn- und Verlustrechnung			
		Umsatz, EBIT, EBT und Jahresüberschuß in Mio. Euro			
ISIN	DE0006048911	Umsatz 2003	43,3	Immobilien-Angaben	
Kurs (Euro)	5,32	Umsatz 2004e	54,5		
Aktienanzahl (Mio. Stk)	13,27	Umsatz 2005e	98,4	Anzahl Objekte	7
Market Cap (Mio. Euro)	70,6	EBIT 2003	8,5	Vermietete Fläche (qm)	--***
Kurstief 52 Wochen (Euro)	3,11	EBIT 2004e	10,1	Quote Leerstand / Vermietung	--***
Kurshoch 52 Wochen (Euro)	6,81	EBIT 2005e	19,5	Wohnen / Büro / Einzelhandel (%)	--***
Durchschn. Tagesumsatz (Stk)	38.931	EBT 2003	5,7	Bewertungskennzahlen	
Rel. Performance 1M*	24,7	EBT 2004e	6,8		
Rel. Performance 12M*	30,9	EBT 2005e	15,9		
CDax-Gew.	0,0080 %	JÜ 2003	3,3	KGV 2005e	9,2
EPRA**-Index-Gew.	--	JÜ 2004e	4,0	Div. 2004e (Euro)	0,00
Internet	www.vivacon.de	JÜ 2005e	7,8	Dividendenrendite 2004e	0,0 %
Mitarbeiter	22	EpS 2003	0,48	Buchwert je Aktie 2003 (Euro)	3,56
Geschäftsjahr	31.12.	EpS 2004e	0,35	Buchwert EK (Mio. Euro)	28,0
Nächster Termin	02.11. (Q3)	EpS 2005e	0,58	NAV je Aktie 2003	--***
Aktionärsstruktur	58,4 % Streubesitz; 19,9 % Marc Leffin; 12,2 % Timo Herbrand; 9,5 % Erwin Walter Graebner				
Quelle: Independent Research GmbH, Vivacon; alle Angaben in Euro					
*) Prozentpunkte besser bzw. schlechter als CDax					
**) European Public Real Estate Association					
***) Aufgrund der Buy-and-Sell-Strategie					

Anfang Oktober übernahm Vivacon vom Konsortium Cerberus/Whitehall ein Portfolio von insgesamt 1.529 Wohneinheiten (Vermietungsquote: 98 %) in Berlin/Schöneberg. Dies stellt damit die mit Abstand größte Übernahme von Wohneinheiten dar. Die übernommenen Wohneinheiten werden in einem von der Vivacon-Tochtergesellschaft German Real Estate Opportunities GmbH & Co. KG initiierten geschlossenen Immobilienfonds (Wohnungsprivatisierungsfonds) gebündelt. Hierdurch erweitern sich die Vertriebskanäle (u.a. Banken), da die Fondsanteile sowohl privaten als auch institutionellen Investoren angeboten werden.

Bewertung und Fazit

Durch die Ausrichtung von Vivacon auf den Erwerb und die Veräußerung von Wohnungen im Erbbaurecht besitzt das Unternehmen eine gut kalkulierbare und langfristige Erlösquelle (Erbpacht auf 99 Jahre festgelegt). Die Bewertung der beiden anderen Geschäftsfelder gestaltet sich schwieriger. So hat Vivacon bislang nur wenige Projekte im Verkauf für Dritte vorzuweisen. Neben dem Verkauf von 56 Eigentumswohnungen in Köln („Belgische Häuser“) mit einem Volumen von 9,5 Mio. Euro (vollständig plziert) übernimmt Vivacon mit dem „Lebensparadies Arkadien“ in Wesel den Verkauf von 69 Eigentumswohnungen im Auftrag eines Bauträgers. Die Positionierung im Hochpreissegment mit Starck-Immobilien kann derzeit noch nicht exakt beurteilt werden, da dieses Geschäftsfeld erst Anfang 2005 aufgenommen wird.



Visualisierung der Hardtberger Gärten in Königstein
Bild: Vivacon

Durch den Wechsel in den Prime Standard wird durch die höheren Publizitätsanforderungen die Informationspolitik der Gesellschaft transparenter. Die Aufmerksamkeit der Kapitalmarktteilnehmer wird sich hierdurch deutlich verbessern. Bereits bei der nächsten Indexüberprüfung im November ist eine Aufnahme in den SDax möglich.

Aufgrund der sehr guten Nischenstrategie – Wohnungsprivatisierung im Erbbaurecht sowie Konzeption und Vertrieb von Designerwohnungen (Philippe Starck) – sind wir für die weitere operative Entwicklung positiv gestimmt. Mit der Übernahme der Wohnanlagen von Cerberus/Whitehall positioniert sich Vivacon in einem neuen Geschäftsfeld. Die ersten Umsatz- und Ergebnisbeiträge werden hieraus in 2005 erwartet. Die derzeitige Ergebnismarge (EBIT-Marge 2003: 19,8 %) sollte durch dieses neue Geschäftsfeld gehalten werden.

Für das laufende Geschäftsjahr halten wir das vom Unternehmen angestrebte Umsatz- und

Ergebnisziel für realistisch (jeweils +20 %). Wir gehen im laufenden Geschäftsjahr von einem Konzernumsatz von 54,5 Mio. Euro bzw. von einem EBIT von 10,1 Mio. Euro aus.

Mit einem KGV 2005e von 9,2 ist Vivacon im Vergleich zu klassischen Immobiliengesellschaften niedrig bewertet. Die positiven Geschäftsaussichten (u.a. hohe Nachfrage nach Designerwohnungen) unterstützen unsere fundamentale Einschätzung. Wir votieren demnach mit Kaufen.

„Über den Tellerrand hinausschauen“

Smart Investor im Gespräch mit Max Berkelder, Analyst beim Researchhaus Kempen & Co., über börsennotierte deutsche Immobiliengesellschaften, heilsame Schocktherapien sowie die weiteren Aussichten

Smart Investor: Herr Berkelder, im Immobiliengeschäft existieren verschiedene Geschäftsmodelle. Welches sind Ihrer Meinung nach die erfolgversprechendsten?

Berkelder: Als relativ einfache Grundregel kann man anführen, daß eine Focussierung auf ein bestimmtes Geschäftsfeld stets von Vorteil ist. Als Beispiele wären Gesellschaften zu nennen, die sich entweder auf Büro- oder Wohnimmobilien konzentrieren, oder auch sogenannte Länderspezialisten. In den letzten Jahren hat sich dabei mehr und mehr die Focussierung zugunsten einzelner Sektoren durchgesetzt.

Smart Investor: Welche Chancen bzw. Risiken sehen Sie generell im Immobiliensektor, worauf müssen Anleger achten?

Berkelder: Wir können erkennen, daß Immobilienaktien seit einiger Zeit aufgrund ihrer hohen Dividendenrenditen und der stabilen Cashflows in der Investorengunst zulegen, nicht nur bei privaten Anlegern, sondern auch bei institutionellen – vor vielleicht fünf Jahren war dies noch überhaupt kein Thema. Umgekehrt läßt sich aber auch feststellen, daß einige börsennotierte Immobiliengesellschaften möglicherweise schon zu hoch bewertet sind. Allerdings nicht in Deutschland, eher in Westeuropa und Großbritannien. Im Gegenteil: Deutschland ist meiner Ansicht nach im Prinzip das einzige Land, in dem noch Abschläge auf den Net Asset Value zu finden sind. Daher läßt sich in den letzten Wochen durchaus zunehmendes Interesse für den deutschen Markt konstatieren.

Smart Investor: Deutschland hat nun aber mit ganz spezifischen Problemen zu kämpfen. Wie ist der Frankfurter Immobilienskandal einzuschätzen – hat so etwas Auswirkungen auf das Image?

Berkelder: Rückblickend wird man sagen können, daß diese Ereignisse sehr wahrscheinlich eine wichtige Phase zugunsten der REITs, also der börsennotierten deutschen Immobiliengesellschaften darstellten. Das große Risiko für offene Immobilienfonds sind nun mal Kapitalabflüsse, und diese wiederum hängen ganz erheblich vom Image der Branche ab. Börsennotierte Immobiliengesellschaften können nun im Gegenzug mit Hilfe ihrer Corporate Governance auf die größere Transparenz verweisen. Ich betrachte die jetzige Phase in Deutschland als sehr wichtigen Umbruch. Eine Schocktherapie kann gelegentlich hilfreich sein.

Smart Investor: Im internationalen Vergleich hinkten die deutschen Immobilienaktien bislang leider hinterher. Was

sind die Gründe dafür?

Berkelder: Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen spielen natürlich eine Rolle, aber auch, daß der hiesige Sektor der börsennotierten Immobiliengesellschaften generell nicht besonders groß ist – vor allem nicht groß genug, um ein breites Publikum für sich zu interessieren. Die Wahrnehmung bei Researchhäusern, die sich naturgemäß auf größere und liquide Werte konzentrieren müssen, ist ein weiterer Punkt. Mit IVG Immobilien und der Deutschen EuroShop sind jetzt immerhin schon zwei Unternehmen im MDax vertreten. Ich denke, daß die besagte „Leidensphase“ an ihr Ende gekommen ist.

Smart Investor: Für die deutschen Immobiliengesellschaften scheinen Sie demnach positiv gestimmt zu sein.

Berkelder: Nicht für den gesamten deutschen Immobilienmarkt wohlgemerkt, aber für deutsche Immobilienaktien sehen wir gutes Potential. Es gibt noch viele Dinge, die verbessert werden können und müssen. In erster Linie könnten die REITs endlich in Deutschland etabliert werden. Und zweitens sollten Investoren über den Tellerrand der offenen Fonds hinausschauen, eben auf börsennotierte Gesellschaften – dies sage ich ausdrücklich auch an die Adresse institutioneller Anleger. Wenn es Discounts auf den Net Asset Value (NAV) von 15 oder 20 % gibt, während man offene Fonds bekanntlich auf Höhe ihres NAVs erwirbt, sollte das zu denken geben.

Smart Investor: Herr Berkelder, vielen Dank für das interessante Gespräch.



Max Berkelder, 34, ist Director of Research bei der niederländischen Kempen & Co., in deren Dienste er im Jahr 1994 eintrat. Das Researchhaus gilt als eines der führenden Unternehmen der Branche, es ist verantwortlich für über 1 Mrd. Euro an „Assets under Management“ in europäischen Immobilienunternehmen.

Interview: Falko Bozicevic