

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



**SONDERBEILAGE**

**Immobilienaktien 2005 –  
REITs ante portas**



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



# Editorial

*Sehr geehrte Leserinnen und Leser,*

sprachen wir im letzten Jahr noch von „Standortbestimmung“, so kann man die Entwicklung in diesem Jahr erneut auf ein Schlagwort herunterbrechen: Aufholjagd. Und die scheint gelungen, wie auch unsere Tabelle mit dem Performance-Rückblick auf Seite 6 belegt. Zwar ist längst noch nicht alles so wie es sein sollte oder könnte, aber zumindest kann man festhalten, daß die bereits börsennotierten deutschen Immobiliengesellschaften ihre Hausaufgaben erledigt haben. So beispielsweise, wenn es um die berühmt-berüchtigte Transparenz geht. Ausländische Investoren, die sich nicht so wie Inländer detail mit einzelnen Pro- oder gar Objekten beschäftigen können, sind auf Screening-Prozesse angewiesen: Nettosubstanzwerte, Discounts, Prämien, operatives Geschäft, Track Records etc. pp. Ohne Kennzahlen kein Screening, und ohne Screening kein Investment. So einfach ist das manchmal.



Falko Bozicevic,  
Stellv. Chefredakteur  
Smart Investor

Dies war zumindest ein Teil der Probleme, mit denen sich die deutschen Gesellschaften lange Zeit herumplagten. Vielerorts natürlich auch hausgemacht. Einiges hat sich inzwischen deutlich verbessert, bei vielem ist man noch dabei. Auch die REIT-Phantasie tat ihr Übriges, um Deutschland wieder salon-, sprich: investitionsfähig zu machen. Doch diese Diskussion führten wir auch schon im letzten Jahr, und doch befindet sich das Projekt nach wie vor in der Warteschleife. Es ist vor allem eine grundlegende Reformierung des deutschen Steuersystems, die es hierbei zu regeln gilt, und das macht die Sache derart komplex. So ist leider nicht auszuschließen, daß wir in einem Jahr an selber Stelle nochmals über die Einführung der „G-REITs“ diskutieren müssen – dann aber hoffentlich zum wirklich letzten Mal.

All dies wird auch Gegenstand auf der 5. Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie\* sein, die am 26. Oktober in Frankfurt stattfindet. Die in dieser Ausgabe analysierten neun Immobiliengesellschaften – die Einzelanalysen stammen von unserem Research-Partner für diese Ausgabe, Bankhaus Lampe – werden sich auf dieser Veranstaltung präsentieren und das ihrige zum Thema Transparenz beitragen. Auf Seite 30 finden Sie ein Interview, für das Smart Investor mit Martin Praum vom Bankhaus Sal. Openheim einen der führenden deutschen Immobilienanalysten gewinnen konnte. Das Gespräch, zweifellos länger als die letztlich auf einer Seite kompri-

mierte Interviewform widerzuspiegeln vermag, führten wir am Rande der Expo Real Estate (10.-12. Oktober in München), wo sich die deutsche und internationale Immobilienbranche ihr Stelldichein gab. Zugegeben mit reichlich „Drumherum“ und Rahmenprogramm. In Frankfurt wird alles sehr viel zielgerichteter ablaufen. Denn um nichts geringeres geht es, als die Immobilienaktie als Asset-Klasse weiter bekannt zu machen.

„Erbauliche“ Erkenntnisse wünscht Ihnen

*\*) Die 5. Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie fand am 26. Oktober statt (siehe auch Seite 6 ff).*



## TEAMWORK

Der besondere Anspruch bei der Erstellung von Geschäftsberichten liegt im harmonischen Zusammenspiel aus kreativer Gestaltung und betriebswirtschaftlichem Know-how. Mit der optimalen Kombination aus beiden Kompetenzen schaffen wir echten Mehrwert für Ihren Bericht.

COMMITTED TO YOUR INVESTOR RELATIONS

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



### Einführung/Hintergrund:

Es tut sich was in der deutschen Immobilienbranche – obwohl die Etablierung des REIT-Status weiterhin auf sich warten läßt. Seite 6 sowie Seite 10.



### Aktienanalysen:

Die Einzelaktienanalysen von unserem Researchpartner für diese Immobilienausgabe, der Bankhaus Lampe KG, finden Sie ab Seite 12.



### Interview:

Smart Investor sprach am Rande der Expo Real Estate mit Martin Praum von Sal. Oppenheim, einem der wenigen und zugleich renommiertesten deutschen Immobilienaktien-Analysten – Seite 30.

**3** Editorial

**4** Inhalt/Impressum

#### Einführung/Hintergrund

**6** Eine Branche in Aufruhr + Veranstaltungsplan 5. Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie in Frankfurt

**10** Hängepartie: REIT-Etablierung bleibt ein Geduldspiel

#### Aktienanalysen

**12** Colonia Real Estate AG: Von Null auf Hundert – beeindruckende Wachstumszahlen

**14** Deutsche Beamtenvorsorge Immobilienholding AG: Wann kommt der Turnaround?

**16** Deutsche EuroShop AG: Der Shoppingcenter-Spezialist

**18** Deutsche Grundstücksauktionen AG: Klein, aber fein – Marktführer für Grundstücksauktionen

**20** Deutsche Wohnen AG: Auch nach Kursanstieg noch attraktive steuerfreie Dividende

**22** IVG AG: DIE deutsche Immobilienaktie

**24** POLIS AG: Wann kommt der Börsengang?

**26** TAG Tegernsee Immobilien- und Beteiligungs-AG: Neue Impulse durch Bilanzmaßnahmen?

**28** Vivacon AG: Konzentration auf institutionelle Kunden

#### Interview

**30** Interview mit Martin Praum, Immobilienaktien-Analyst bei Sal. Oppenheim

## IMPRESSUM

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

„Immobilienaktien 2005 – REITs ante portas“, Sonderbeilage des Smart Investor 11/2005

#### 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:

Research-Team Bankhaus Lampe

#### Bilderquellen:

Unternehmensarchive bzw.  
www.bilderbox.de

#### Mitarbeit an dieser Ausgabe:

Atiye Adali, Michael Fuchs,  
Magdalena Lammell

#### Gesamtgestaltung:

Robert Berger

#### Bildredaktion:

Tobias Karow

#### Druck:

Druckerei Wiesendanger, Murnau

#### Vertrieb:

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

ZKZ 61978

ISSN 1612-5479



# Eine Branche in Aufruhr

*Ist die Überschrift vielleicht übertrieben? – Wohl kaum angesichts der Kurssteigerungen innerhalb eines Jahres. Jetzt jedoch müssen Fakten den Entwicklungen folgen.*

Zu aller erst kommt man nicht umhin, einmal mehr auf die ureigene Problematik mit den hiesigen Rahmenbedingungen zu verweisen. Welchen Effekt die Einführung des REIT-Status auf die Bewertungen börsennotierter Immobiliengesellschaften haben kann, sah man zuletzt am Beispiel Frankreichs (siehe auch S. 10/11). Beklagten sich die Vorstände der teilnehmenden Immobiliengesellschaften auf der 4. Fachkonferenz Initiative Immobilien-Aktie vor einem Jahr noch etwas vergrämt darüber, daß im westlichen Nachbarland deutlich höhere Bewertungen gang und gäbe seien, so zeigen sich viele Anleger heute ähnlich konsterniert darüber, daß Deutschland inzwischen zur Aufholjagd angesetzt hat. Zugegeben, noch sind keine Prämien, also Aufgelder, auf die Net Asset Values (Nettosubstanzwerte) wie in Frankreich oder Spanien zu beobachten, aber von vereinzelter Ratlosigkeit wie vor einem Jahr kann anno 2005 auch nicht mehr die Rede sein.

## NET ASSET VALUE

Unter Net Asset Value (Nettosubstanzwert) versteht man den Gegenwartswert eines Immobilienportfolios, wobei die Verschuldung bereits subtrahiert worden ist. In der Immobilienbranche ist diese Kennzahl das wichtigste Kriterium bei der Analyse eines Objektportfolios.

## Gesucht, aber noch nicht gefunden

Es tat und tut sich etwas am deutschen Immobilienmarkt. So sind vorwiegend angelsächsische Investoren seit einiger Zeit mangels Alternativen in eigenen Ländern auf der verstärkten Suche nach langfristigen Wertsteigerungen, die sie in Deutschland zu finden hoffen. Kein Wunder, hielten sich die börsennotierten deutschen Immobilienaktien bis Anfang dieses Jahres wie gesagt auf gedrücktem Niveau auf, quasi in respektvoller Distanz zu ihren ausgewiesenen Net Asset Values. Warum dies vermeintlich so zu sein hatte, war Gegenstand vielfältiger Analysen und Hintergrundgespräche unter anderem auf der 4. Fachkonferenz Immobilien-Aktie vor einem Jahr. Mit den gestiegenen Kursen verhält es sich aber wie mit einem lieblichen Wein: Man darf nicht zuviel davon kosten, um noch klar zu bleiben. Wenn sich jetzt der Zeitplan für eine Einführung deutscher REITs auf unbestimmt verschieben sollte, droht Ungemach. Da kann noch so viel darüber sinniert werden, daß die Bewertungsangleichung ja ohnehin mehr oder minder hätte einsetzen müssen. Wieviel Geduld ausländische Investoren auf-

## BÖRSENNOTIERTE DEUTSCHE IMMOBILIENAKTIEN AUS DER SONDERBEILAGE 11/2004

UNTERNEHMEN	KURS AKT.	MARKTKAP. (MIO.)	PERFOR- MANCENZ*	VOTUM SB**	KURS / NAV***
VIVACON	27,23	473,8	+442,3 %	KAUF	N.A.
IVG IMMOBILIEN	16,49	1.912,8	+73,6 %	KAUF	1,0
DEUTSCHE WOHNEN	189,10	756,4	+51,7 %	KAUF	1,0
TAG TEGERNSEE	8,50	85,4	+29,2 %	KAUF	0,5
DEUTSCHE EUROSHOP	45,03	703,6	+29,0 %	KAUF	1,0
DT. BV IMMOB.HOLDG.	8,50	81,9	+9,5 %	KEIN VOTUM	N.A.
AGIV REAL ESTATE	0,10	3,8	-88,3 %	KEIN VOTUM	N.A.

\*) seit Erscheinen der Sonderbeilage 11/2004 am 21.10.2004

\*\*) SB: Sonderbeilage „Immobilien-Aktien“; Research-Partner: Independent Research

\*\*\*) Bei Nicht-Bestandshaltern kein NAV ausgewiesen bzw. ermittelbar;

Quelle: Unternehmensangaben; alle Angaben in Euro



## KURZFASSUNG VERANSTALTUNGSPLAN 5. FACHKONFERENZ INITIATIVE IMMOBILIEN-AKTIE

### Di, 25. Oktober

Get Together am Veranstaltungsort ArabellaSheraton Grand Hotel, Frankfurt am Main

### Mi, 26. Oktober

08:30 Registrierung

09:00 Begrüßung durch Claus-Matthias Böge, Deutsche EuroShop AG

09:15 „Real Estate Stocks as Part of a Diversified Portfolio“; Fraser Hughes, EPRA

09:45 „Die deutschen Immobilienmärkte: Entwicklung in 2005 und Ausblick“; Matthias Barthauer von Jones Lang LaSalle und Peter Wallner von der Innova Gesellschaft für Unternehmensentwicklung mbH

10:45 Unternehmenspräsentation IVG Immobilien AG sowie TAG Tegernsee AG

11:30 Unternehmenspräsentation Deutsche EuroShop AG sowie Colonia Real Estate AG

12:15 Kaffeepause

12:30 Vortrag: „G-REIT – aktueller Status Quo“; Dr. Hans Volkert Volckens, Fachanwalt, anschließend: Podiumsdiskussion mit Dr. Dirk Matthey, Finanzvorstand IVG Immobilien, Dr. Hans Volkert Volckens, Fachanwalt, und Dr. Wolfgang Schäfers, Sal. Oppenheim

13.15 Mittagessen

14:15 Podiumsdiskussion: „Immobilien und Börse – eine Story mit Zukunft?!“ mit Patrick Kiss, Head of Investor & Public Relations der Deutsche EuroShop AG (Moderation), Dr. Martin Steinbach, Head of Issuer Relations der Deutsche Börse AG, Stefan Jekel, Director European Corporate Clients der New York Stock Exchange, René Parmantier, Head of Designated Sponsoring von Close Brothers Seydler, sowie Christian Schiffmacher, Chefredakteur des GoingPublic Magazins

15:00 Unternehmenspräsentation Vivacon AG sowie Polis AG

15:45 Unternehmenspräsentation Deutsche Beamtenvorsorge Immobilien Holding AG sowie Deutsche Grundstücksauktionen AG

16:30 Kaffeepause

16:45 Podiumsdiskussion: „EPRA Best Practices for Reporting under IFRS-Guidance for Listed Property Companies“ mit Hans Grönloh, Chairman EPRA Best Practice Committee, Dr. Georg Kanders, Finanzanalyst WestLB, sowie Thomas Körfgan, Leiter Fondsmanagement Deutschland der SEB Invest GmbH

Internet: [www.initiative-immobilien-aktie.de](http://www.initiative-immobilien-aktie.de)

bringen mögen, wenn die deutsche Gesetzgebungsmalaise auch unter der neuen Großen Koalition anhält, sollte besser nicht ausgetestet werden. Harte und vor allem verlässliche Rahmenbedingungen müssen jetzt den bereits gesehenen Entwicklungen folgen.

### Heimliche (?) Börsenlieblinge

So stellt sich die Welt der börsennotierten deutschen Immobilienaktien Ende 2005 gänzlich anders dar als im Vorjahr. Bis auf TAG Tegernsee, die aus anderweitigen Gründen seit jeher mit einem relativ hohen Risikoabschlag auf ihren Net Asset Value zu kämpfen hat, erreichten die anderen Unternehmen ihren Nettosubstanzwert oder überschritten diesen sogar – größtenteils zum ersten Mal überhaupt seit ihrem Being Public. Eine sagenhafte Performance von mehr als 400 % bescherte Vivacon den unangefochtenen Spitzenplatz, während man bei AGIV nüchtern feststellen muß, daß die Neuaufstellung und Restrukturierung in keinsten Weise gelang. Dies zeichnete sich bereits vor einem Jahr ab, als das Hamburger Unternehmen entgegen der Ankündigung in der Programmausschreibung für die Fachkonferenz 2004 ohne Angabe von Gründen auf eine Teilnahme verzichtete. Da der Zustand bei AGIV auf Managementfehler zurückzuführen war, blieb die Branche folgerichtig von einem Generalverdacht verschont.

### Ausblick

Die anderen sieben Unternehmen sind auch dieses Jahr wieder mit von der Partie, ergänzt um die zwei Neuzugänge Colonia Real Estate AG sowie Deutsche Grundstücksauktionen AG. Nicht nur die Besetzung der teilnehmenden Unternehmen ist dieses Jahr leicht verändert, auch ist die diesjährige Fachkonferenz\* verstärkt „diskussionslastig“ (siehe Veranstaltungsplan). Hochkarätige Referenten wechseln sich ab mit Vorständen der teilnehmenden Immobiliengesellschaften. Und wer weiß: Angesichts des erweiterten Programms wird man im kommenden Jahr die Fachkonferenz Initiative Immobilien-Aktie womöglich als zweitägige Veranstaltung planen müssen – was sicherlich kein Malus wäre und der gesteigerten Bedeutung der deutschen Immobilienbranche adäquat Rechnung tragen würde. Die Etablierung einer Art Asset-Klasse (deutsche) Immobilien-Aktie ist weiter auf dem Vormarsch.

### Zur vorliegenden Sonderbeilage

Die ab Seite 12 vorzufindenden Einzelwertanalysen stammen von unserem Kooperationspartner für diese Sonderbeilage, Bankhaus Lampe. Die Kehrseite der Aufholjagd am deutschen Immobilienmarkt spiegelt sich darin wider, daß anders als im vergangenen Jahr nur noch vereinzelt nennenswertes Kurspotential lokalisiert werden konnte. Mit anderen Worten: Man muß jetzt schon genauer hinsehen. Die Reihenfolge der Analysen ist erneut alphabetisch und nicht an das abschließende Fazit geknüpft. Und ebenfalls wie vor einem Jahr schließt ein Interview, dieses Mal mit Martin Praum, Immobilienspezialist beim Bankhaus Sal. Oppenheim, diese Analysen ab. Aus Platzgründen hatte es leider auf nur einer einzelnen Seite unterzukommen, Sie finden es auf Seite 30. Die darin angesprochenen Themen werden sicherlich auch auf der 5. Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie nicht zu knapp kommen.

Falko Bozicevic

*\*) Die 5. Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie fand am 26. Oktober statt. Das Erscheinen dieser Sonderbeilage wurde wie im letzten Jahr entsprechend zeitlich vorverlegt, so daß sie auf der Veranstaltung ausliegen kann bzw. konnte. Leser des Smart Investor Magazins erhalten die Sonderbeilage als Bestandteil der am 29. Oktober erscheinenden Ausgabe 11/2005.*

# Hängepartie: REIT-Etablierung bleibt ein Geduldspiel

*Die Einführung von börsennotierten Immobiliengesellschaften, sogenannten Real Estate Investment Trusts (REITs), nach dem Vorbild der USA läßt hierzulande nach wie vor auf sich warten. Weiterhin zögerliches Verhandeln wäre jedoch Gift für die deutsche Immobilienbranche.*

Der realistische Zeitpunkt für die Einführung von REITs verschiebt sich inzwischen immer weiter nach hinten. Mittlerweile geht niemand mehr ernsthaft von einem Datum vor Mitte 2006 aus. Dabei war Anfang dieses Jahres noch Durchatmen angesagt, als sich Regierung und Opposition endlich auf einen entsprechenden Gesetzesentwurf verständigen konnten, der den Finanzplatz Deutschland stärken und ausländisches Kapital anziehen sollte. REITs sind von der Gewerbe- und Körperschaftsteuer befreit, müssen aber im Gegenzug mindestens 90 % ihrer Gewinne als Dividende ausschütten. Daß sich mittels Großer Koalition Mitte Oktober 2005 endlich doch noch zwei Parteien gefunden haben, die sich das Land zu regieren imstande sehen, ist zwar auf den ersten Blick erfreulich, allerdings droht dem sich in der Schwebe befindlichen REIT-Projekt Marke Deutschland massiver Gegenwind von fiskalpolitischer Seite.

## Fragen ohne Antworten – noch

Die Probleme ergeben sich u.a. daraus, daß ausländische Gesellschaften auf die Dividende einer deutschen Aktiengesellschaft eine Quellensteuer von ca. 20 % abführen müssen, diese mit Hilfe der REIT-Regelung aber auf Null gedrückt werden könnte. Der deutsche Fiskus würde vollständig leer ausgehen. Unklar bleibt fernerhin die Besteuerung stiller Reserven, wenn Unternehmen eine Immobilie in einen REIT einbringen. Das EU-Recht könnte ohne zusätzliche Besteuerung auf unerlaubte steuerliche Beihilfe entscheiden – nicht gerade erbaulich. Offenbar erst wenn das völlig zersplitterte deutsche Steuersystem mit seinen überabzählbar vielen Ausnahmetatbeständen gekittet sein wird, kann überhaupt erst an einen freien Weg zur Etablierung von REITs in Deutschland gedacht werden. Zunächst das eine, dann erst das andere. Und dieser Prozeß

### VIER VARIANTEN EINES IMMOBILIENINVESTMENTS

Es gibt vier Möglichkeiten, sich auf dem Immobiliensektor zu engagieren. Neben einem Direktinvestment in Baueigentum erfreuten sich geschlossene, vor allem aber offene Immobilienfonds lange Zeit großer Beliebtheit. Als dritte Säule kamen nach und nach börsennotierte Immobilienaktien hinzu. Einer ihrer größten Vorteile ist die jederzeit vorhandene Handelbarkeit. Säule vier sollen nun REITs werden, mit denen Deutschland international gleichziehen würde mit Ländern, die diese Innovation schon vor vielen Jahren einführten, allen voran die USA, aber auch Frankreich.



Eine Kursentwicklung wie in den USA (REITs gegenüber dem marktbreiten S&P 500) wünscht man sich auch hierzulande nach einer künftigen REIT-Etablierung; Quelle: psb.org

nimmt schon jetzt deutlich mehr Zeit in Anspruch, als der deutschen Immobilienbranche sowie aktuellen und zukünftigen Investoren lieb sein kann.

## Vorteil verschlafen?

Welchen Effekt eine REIT-Etablierung haben könnte, zeigt das Beispiel Frankreich. Als dort im vorletzten Jahr REIT-Strukturen zugelassen wurden, existierten gerade einmal fünf Immobilienunternehmen nennenswerter Größe und Liquidität. Drei dieser fünf avancierten umgehend zu Übernahmeobjekten mit konkreten Angeboten. Unibail, bislang noch ohne Übernahmeofferte geblieben, ist heute eines der teuersten Immobilienunternehmen im gesamten europäischen Sektor (auf Basis des Kurses im Verhältnis zum Net Asset Value). Zusätzlich traten zahlreiche kleinere Immobiliengesellschaften auf den Plan. Länder wie Australien, Italien und erst recht die USA verfügen schon über langjährige Erfahrungen mit Trusts. Speziell US-Investoren sehen sich seit einiger Zeit auf dem moderat bewerteten deutschen Immobilienmarkt um, da in Spanien, Großbritannien, Frankreich und natürlich den USA selbst keine Schnäppchen mehr zu machen sind. Teilweise scheint aber eine zeitnahe REIT-Einführung bereits antizipiert worden zu sein.

## Riesiges Potential

Da ist zum einen der Umstand, daß bei einem Verkauf von realisierten stillen Reserven bislang die volle Besteuerung fällig wird, so auch bei einer Ausgliederung des Immobilien-

besitzes aus den Bilanzen. Potential wäre vorhanden: Während in den USA nur ein Viertel der Unternehmen ihre Immobilien selbst besitzt, sind es hierzulande fast drei Viertel – und dies bindet erhebliches Kapital, das im Kerngeschäft besser aufgehoben sein könnte. So schätzt M.M. Warburg Investment Research in einer aktuellen Studie, daß die 65 größten börsennotierten deutschen Unternehmen über mindestens 80 Mrd. Euro stiller Reserven im Immobilienvermögen verfügen. Auch die Öffentliche Hand besitzt große Bestände, die effizienter eingesetzt werden könnten. Und die Summen, um die es hierbei geht, sind erheblich: 50 bis 130 Mrd. Euro an Immobilienvermögen könnten bis 2010 hierzulande in REITs eingebracht werden.

#### **Wunde Punkte**

Zusätzliche prinzipielle Fragen, die in Gesprächen mit Brancheninsidern und Vorständen immer wieder zu hören sind, bleiben indes offen. Woher, wenn nicht aus den bisher schon gemanagten Immobilienfonds – mit ihren fraglichen Erfolgen –, sollen eigentlich die hiesigen REIT-Profis stammen? Ferner könnten REITs zur Entsorgungsstelle für Immobilienfonds-Reste mutieren. Und natürlich nicht zuletzt: die deutsche Reglementierungswut. Ausländische Investoren müßten sich mit einer „Big Brother“-BaFin-Aufsicht deutscher Prägung erst noch anfreunden. Auch der Ausschüttungszwang von mindestens 90 % ist eigentlich überflüssig. Einzig steuerfrei bleibende Veräußerungsgewinne bzw. Wertsteigerungen würden eine echte Innovation für den Finanzplatz Deutschland bedeuten. Bis das aber schlußendlich in die Tat umgesetzt sein wird, dürfte noch viel Wasser die Spree herunterfließen, auch wenn eine Große Koalition nominell über sämtliche Mehrheiten verfügt, die man auf dem Weg dahin nur brauchen könnte. So kann nur gehofft werden, daß Investoren bei dieser Hängepartie – um im Schachspiel-Jargon zu bleiben – nicht in Zeitnot geraten oder ihnen die Lust am Spiel vergeht.

Falko Bozicevic



Die Erwartungen an REITs wachsen hoch hinaus



## **GRUNDLEGENDE. BEWEGLICH.**

### **Bei Immobilien schätzt man unsere Flexibilität.**

Bürohaus, Wohnanlage, Einkaufszentrum: anspruchsvolle Immobilienprojekte verlangen ein nahtloses Zusammenspiel von Know-how, Konzeption und Kapital. Genau das ist eine Stärke der HSH Nordbank. Denn wir bieten nicht nur klassische Finanzierung. Sondern auch Spezialfonds, Projektentwicklung oder Immobilien-Investmentbanking. Übrigens expandieren wir auch international: Wir sind in London, New York, Kopenhagen, Stockholm, Amsterdam, Paris und in Warschau vertreten.  
[www.hsh-nordbank.de](http://www.hsh-nordbank.de)

# Colonia Real Estate AG



*Von Null auf Hundert – beeindruckende Wachstumszahlen*

## Unternehmensprofil

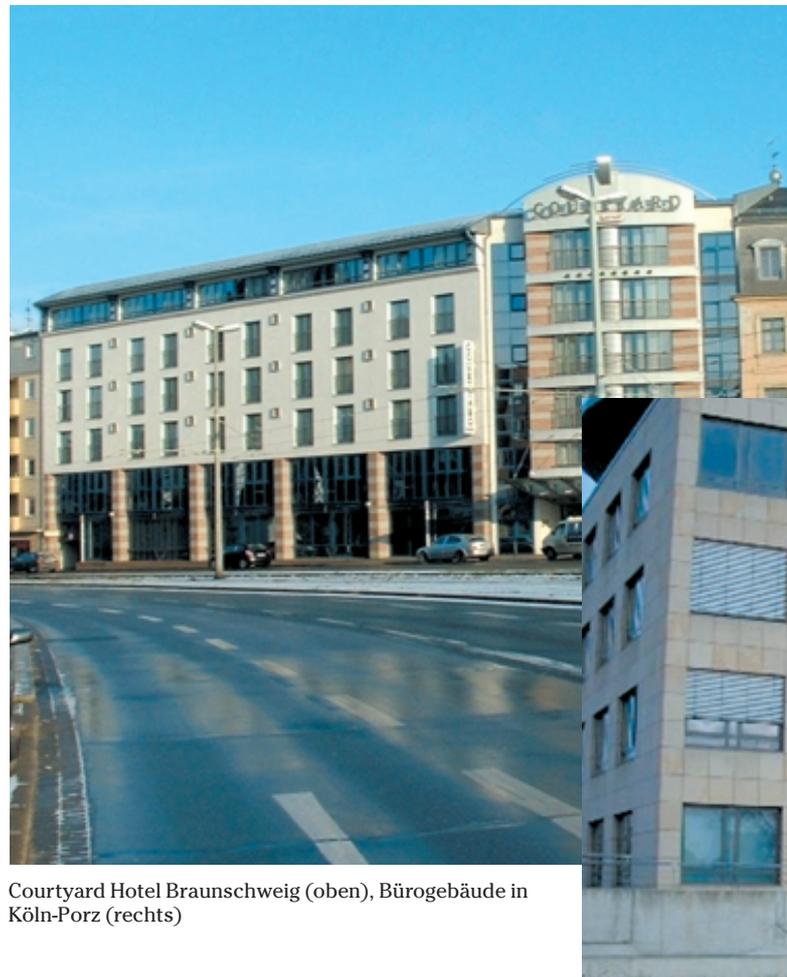
Die Geschichte der Gesellschaft in ihrer heutigen Form geht auf die im März 2003 erfolgte Übernahme von 85 % des Aktienkapitals der bereits 1875 gegründeten Küppersbusch AG durch die Schweizer SwissReal Estate AG zurück. Im November 2003 erfolgte schließlich mit der Umfirmierung in die Colonia Real Estate AG eine gleichzeitige Neuausrichtung der Geschäftstätigkeiten als Immobilien- und Beteiligungsgesellschaft. Das Immobilienportfolio, welches sich zur Zeit noch im Aufbau befindet, besteht aus Wohn-, Hotel- und Gewerbeimmobilien in Deutschland. Aktuell setzt sich das Portfolio zu 68 % aus Wohnimmobilien, zu 21 % aus Hotelimmobilien und zu 11 % aus Gewerbeimmobilien zusammen.

## Unternehmensstrategie

Das Ziel des Unternehmens ist der Aufbau eines diversifizierten Immobilienportfolios aus renditestarken Objekten, wobei der entscheidende Faktor die Renditeerwartung und nicht die Art der Immobilie ist. Die Kernkompetenz der Gesellschaft ist angebegemäß die Identifikation von unterbewerteten Immobilien, deren bevorzugte Investitionsgröße zwischen 10 und 50 Mio. Euro liegt. Mit dieser Grenze will die Gesellschaft bewußt unterhalb der herkömmlichen Investitionsgröße institutioneller Investoren liegen. Die Diversifikation in die verschiedenen Immobilienkategorien soll zu einem ausgewogenen Immobilienbestand führen und das Gesamtrisiko vermindern. Der Investitionsschwerpunkt soll in Deutschland liegen. Die Gesellschaft verfolgt dabei eine aktive Buy-and-Sell-Strategie, 30 % bis 40 % des Gesamtportfolios sind für die kurzfristige Weiterveräußerung vorgesehen.

Anhand eines zehnstufigen Screening-Modells werden Immobilien identifiziert, die zu attraktiven Renditen erworben werden können und ein langfristiges Wertsteigerungspotential besitzen. Angestrebt wird dabei, daß die erworbenen Immobilien innerhalb einer Haltedauer von zwei bis acht Jahren eine Eigenkapitalrendite von mindestens 15 % erreichen. Abgesehen von Direktinvestitionen will das Management auch Mehrheitsanteile an privaten oder börsennotierten Immobiliengesellschaften erwerben, die einen erheblichen Abschlag zum Verkehrswert aufzeigen. Das langfristige Ziel von Colonia Real Estate ist die Marktführerschaft für unterbewertete und hochrentierliche Immobilienanlagen in Deutschland.

Neben dem weiteren Ausbau des Investmentportfolios will sich das Unternehmen in den kommenden Perioden auch als Dienstleister im Asset- und Restrukturierungsmanagement für institu-



Courtyard Hotel Braunschweig (oben), Bürogebäude in Köln-Porz (rechts)

## Colonia Real Estate AG

		Kennzahlen in Euro bzw. Mio. Euro						
Internetadresse	www.coloniarealestate.com	nach IAS	2004	2005e	2006e	2007e	Kennzahlen	
ISIN	DE0006338007	<b>Umsatz</b>	<b>0,7</b>	<b>10,0</b>	<b>35,0</b>	<b>55,0</b>	KGV 2005e	136,4
Wertpapierkennnummer (WKN)	633800	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	1.269,9 %	250,0 %	57,1 %	KGV 2006e	22,7
Bloombergkürzel	KBU	<b>EBIT</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,0</b>	<b>16,0</b>	<b>25,0</b>	KGV 2007e	13,6
<b>Kurs (14.10.2005) in Euro</b>	<b>40,00</b>	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-766,7 %	433,3 %	56,3 %		
Aktienanzahl in Mio.	3,4	- EBIT-Marge	-61,6 %	30,0 %	45,7 %	45,5 %	Dividendenrendite 2005e	0,0 %
<b>Marktkapitalisierung in Mio. Euro</b>	<b>136,4</b>	<b>EBT</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>10,0</b>	<b>17,0</b>	Dividendenrendite 2006e	1,3 %
52-Wochen-Hoch (in Euro)	41,96	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-211,1 %	900,0 %	70,0 %	Dividendenrendite 2007e	2,5 %
52-Wochen-Tief (in Euro)	6,023	- EBT-Marge	-123,3 %	10,0 %	28,6 %	30,9 %		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	8.053	<b>Jahresüberschuß</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>6,0</b>	<b>10,0</b>	Buchwert je Aktie 2004 (in Euro)	0,93
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	491,3 %	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	-266,7 %	500,0 %	66,7 %	Net Asset Value 2004 (in Euro)	- - -
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	4.216,6 %	- Nettomarge	-82,2 %	10,0 %	17,1 %	18,2 %	Anzahl der Wohnungen (Juni 2005)	3488
CDAX-Gewichtung	-	<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>-0,27</b>	<b>0,29</b>	<b>1,76</b>	<b>2,93</b>	Anzahl der Gewerbeobjekte (Juni 2005)	5
EPRA*-Gewichtung	-	- Veränderung ggü. Vorjahr	0,0 %	-208,6 %	500,0 %	66,7 %	Vermietete Fläche (in qm) (Juni 2005)	236.000
Geschäftsjahr	31.12.	<b>Dividende je Aktie</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,50</b>	<b>1,00</b>	Leerstandsquote (in 2004)	5,0 %
Nächster Termin	- - -	- Veränderung ggü. Vorjahr	- - -	- - -	- - -	100,0 %	Mitarbeiter	7
<b>Aktionärsstruktur (30.08.05)</b>	Swiss Real Estate mit 54 %; P. May mit 7%; 39 % Freefloat							

Quelle: Bankhaus Lampe, Colonia Real Estate  
\* European Public Real Estate Association

tionelle Kunden betätigen. Für diesen Geschäftszweig wurde bereits eine Tochtergesellschaft gegründet, die sich dem Objektresearch, dem Asset- und Restrukturierungsmanagement sowie der Konzeption geschlossener Immobilienfonds für private und institutionelle Anleger widmet.

### Operative Entwicklung

Die Gesellschaft hat in den letzten 12 Monaten ein rasantes Expansionstempo vorgelegt. Bereits im Oktober 2004 wurden im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung 86 % der Anteile an der ARCON Trust GmbH übernommen, wodurch eine Erweiterung des Portfolios um drei Marriott Hotels erfolgte, die der Gesellschaft durch bestehende Mieterverträge bis zum Jahr 2021 langfristige Erträge sichern. Im Juni 2005 wurde diese Beteiligung, die zwischenzeitlich in die CRE Hotel Immobilien GmbH umfirmiert wurde, auf 94 % aufgestockt.

Eine erneute Vergrößerung des Portfolios erfolgte Anfang dieses Jahres durch den Kauf von zwei Büroimmobilien in Köln sowie durch die Ver-



größerung des Portfolios um 3.488 Mietwohnungen in Niedersachsen mit jährlichen Nettomieteinnahmen von ca. 10 Mio. Euro, welche durch die direkte und indirekte Übernahme von 99,64 % des Aktienkapitals der niederländischen Gesellschaft Grasmus Holding B.V. erworben wurden. Finanziert wird diese Übernahme, deren Kosten sich voraussichtlich auf 26 bis 27,5 Mio. Euro belaufen werden, durch einen Überbrückungskredit in Höhe von 10 Mio. sowie durch die Ausgabe einer Schuldverschreibung mit einem Volumen von 10 Mio. Euro. Darüber hinaus hat die Gesellschaft Ende September eine Kapitalerhöhung mit einem Emissionserlös in Höhe von 16,2 Mio. Euro abgeschlossen.

Die aktuellen Bilanzzahlen der Gesellschaft sind unseres Erachtens vor dem Hintergrund des derzeitigen Expansionstempos sowie der noch jungen Geschichte des Unternehmens wenig aussagefähig. Bei Umsatzerlösen von 1,2 Mio. Euro (2004: 0 Euro) erzielte die Gesellschaft in der ersten Jahreshälfte 2005 ein EBIT in Höhe von 0,5 Mio. Euro (2004: -0,4 Mio. Euro) sowie ein Periodenergebnis von -0,1 Mio. Euro (2004: -0,3 Mio. Euro).

Der Vorstand rechnet damit, im vierten Quartal weitere Zukäufe tätigen zu können, wobei entsprechende Aktivitäten bereits eingeleitet seien, jedoch bislang zu keinen konkreten Abschlüssen geführt haben. Dennoch bekräftigt das Management die Tatsache, daß es der Gesellschaft innerhalb eines Jahres seit Durchführung des ersten Investments gelungen sei, ein Geschäftsvolumen zu generieren, das die Eigenständigkeit ohne weitere finanzielle Hilfe des Großaktionärs ermöglicht.

### Fazit

Colonia Real Estate 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. Im Zuge der hohen Wachstumszahlen ist eine abgesicherte fundamentale Bewertung nur schwer darzustellen, so daß wir lediglich dem risikobewußten Anleger zu einem Engagement in die CRE-Aktie raten.

Roland Könen, Bankhaus Lampe

# DBVI – Deutsche Beamtenvorsorge Immobilienholding AG



## Wann kommt der Turnaround?

Die 1990 gegründete Deutsche Beamtenvorsorge Immobilienholding AG (DBVI AG) hält als Holding keinen eigenen Immobilienbestand, ist jedoch über acht grundbesitzverwaltende Tochtergesellschaften direkt oder indirekt an deren Immobilienbestand beteiligt.

Die DBVI verfügt über die beiden Geschäftsfelder Immobilienmanagement und Finanzdienstleistungen um die Immobilie. Das Segment Immobilienmanagement gliedert sich dabei in die Bereiche Wohnungs-, Büro- und Handelsflächenbewirtschaftung, wobei das gesamte Konzernportfolio Ende letzten Jahres 13 Immobilien mit einer Gesamtfläche von über 122.000 qm umfaßte, die sich ausschließlich im Inland befinden. Die acht West-Immobilien machen dabei zusammen rund 74 % des Bestandes aus, die fünf Ost-Immobilien haben einen Anteil von 26 %. Zu beachten ist, daß die beiden Leasingobjekte WDR-Arkaden und Opel-Hauptverwaltung zusammen 48 % des Westbestandes ausmachen.

Bei den Dienstleistungen handelt es sich in erster Linie um Miet- und Objektverwaltung durch die Deutsche Beamtenvorsorge Immobilienmanagement GmbH sowie um Finanzdienstleistungen, die von der Deutschen Beamtenvorsorge Finanzmarketing GmbH und der DBVI AG erbracht werden.

### Strategie

Die seit 1994 börsennotierte Gesellschaft wurde nach dem Vorbild der aus den USA stammenden REITs (Real Estate Investment Trusts) gegründet. Demnach ist es das erklärte Ziel der Gesellschaft, jedem Interessenten die Möglichkeit zu geben, sich als Aktionär an der Gesellschaft oder über andere Beteiligungsformen an Immobilienbesitz zu beteiligen. Ende 2004 waren rund 15.000 Anleger an den Fonds der Gesellschaft beteiligt und ca. 40.000 als Aktionäre an der DBVI AG selbst, wobei sich 100 % der nach zwei in 2005 durchgeführten kleineren Kapitalerhöhungen auf über 9,6 Mio. erhöhten Stückaktien im Streubesitz befinden.

Zur Risikodiversifikation konzentriert sich die DBVI AG überwiegend auf gemischnutzbare Immobilien in Zentren deutscher Großstädte. Dabei ist das Immobilienportfolio über das ganze Bundesgebiet verstreut (München, Nürnberg, Rüsselsheim, Wiesbaden, Köln, Dortmund, Potsdam, Leipzig und Dresden). Der Fokus der westdeutschen Immobilien liegt mit 55 % der Objektflächen auf Büroflächen und mit 26 % auf Wohnflächen, wohingegen Handelsflächen nur rund 20 % ausmachen. In Ostdeutschland konzentriert sich die Gesellschaft hin-



gegen verstärkt auf Handelsflächen (54 %).

### Operative Entwicklung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2004 konnte die Gesellschaft mit einem EBITDA von 12,5 Mio. Euro nach 9,0 Mio. Euro auf Konzernebene eine Verbesserung des operativen Ergebnisses erreichen. Das Konzernergebnis konnte deutlicher verbessert werden, wies aber immer noch einen Fehlbetrag von 5,9 Mio. Euro (2004: -15,4 Mio. Euro) auf. Der größte Ergebnistreiber war hier die Reduzierung der Abschreibungen um rund 18 Mio. Euro auf 6 Mio. Euro. Trotz des negativen Jahresergebnisses stieg die Eigenkapitalquote von 40 % auf 42 %, da die Verbindlichkeiten überproportional reduziert werden konnten.

Die Leerstandsquote lag Ende 2004 insgesamt bei rund 8 %, wobei gerade die Immobilien in Ostdeutschland mit einer Quote von 16 % negativ hierzu beigetragen haben, dort insbesondere der geringe Vermietungsbestand von nur 72,7% bei den Büroflächen. In Westdeutschland hingegen stehen nur 5,5 % der Im-



Marktcener Potsdam (oben) und das Famulus-Haus zu Leipzig (rechts)

## DBVI AG

		Kennzahlen in Euro bzw. Mio. Euro						
Internetadresse	www.dbvi.de	nach HGB	2004	2005e	2006e	2007e	Kennzahlen	
ISIN	DE0005222947	<b>Umsatz</b>	<b>23,3</b>	<b>24,0</b>	<b>24,5</b>	<b>25,0</b>	KGV 2005e	neg.
Wertpapierkennnummer (WKN)	522294	- Veränderung ggü. Vorjahr	-3,8 %	3,0 %	2,1 %	2,0 %	KGV 2006e	neg.
Bloombergkürzel	DVU	<b>EBIT</b>	<b>8,0</b>	<b>12,0</b>	<b>13,0</b>	<b>14,0</b>	KGV 2007e	neg.
<b>Kurs (14.10.2005) in Euro</b>	<b>8,50</b>	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---		
Aktienanzahl in Mio.	9,6	- EBIT-Marge	34,5 %	51,5 %	55,8 %	60,1 %	Dividendenrendite 2005e	0,0 %
<b>Marktkapitalisierung in Mio. Euro</b>	<b>81,9</b>	<b>EBT</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,0</b>	Dividendenrendite 2006e	0,0 %
52-Weeken-Hoch (in Euro)	8,70	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---	Dividendenrendite 2007e	0,0 %
52-Weeken-Tief (in Euro)	7,48	- EBT-Marge	-14,6 %	-8,3 %	-4,1 %	0,0 %		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	822	<b>Jahresüberschuß</b>	<b>-5,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,0</b>	Buchwert je Aktie 2004 (in Euro)	18,08
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	6,5 %	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---	Net Asset Value 2004 (in Euro)	---
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	-2,7 %	- Nettomarge	-25,5 %	-18,8 %	-12,2 %	-8,0 %		
CDAX-Gewichtung	---	<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>-0,63</b>	<b>-0,47</b>	<b>-0,31</b>	<b>-0,21</b>	Anzahl der Objekte (in 2004)	15
EPRA*-Gewichtung	---	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---	Vermietete Fläche (in qm) (in 2004)	124.624
Geschäftsjahr	31.12.	<b>Dividende je Aktie</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	Leerstandsquote (in 2004)	8,2 %
Nächster Termin	Juli 2006 (HV)	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---	Mitarbeiter	19
<b>Aktionärsstruktur (28.07.05)</b>	100 % Freefloat							

Quelle: Bankhaus Lampe, DBVI  
\* European Public Real Estate Association

mobilenflächen leer, wobei das Kurfürsten-Center in München renovierungsbedingt zum Stichtag 31.12.2004 eine Leerstandsquote von 46 % aufweist.

### Ausblick

Die Lage des Konzerns stellt sich weiter problematisch dar, besonders aufgrund der Einnahmesituation der Fondsgesell-

schaften. Hierdurch könnte sich die Liquiditäts- und Ertragslage der Gesellschaft weiter verschlechtern. Neben Gesprächen mit den kreditgebenden Banken insbesondere bei den Ostobjekten diskutiert das Management aktuell auch über den Verkauf von Beteiligungen, z.B. die Minderheitsbeteiligung an der Schrannehalle in München. Sollten alle angestrebten Vorhaben nicht umgesetzt werden können, sieht der Vorstand sogar den Bestand des Unternehmens gefährdet.

Dennoch sieht das Management Zeichen für den Turnaround, da beispielsweise mit einem Vertriebspartner die Auflage mehrerer Fonds geplant ist, die dieser exklusiv vertreiben will. Die Schwäche des inländischen Immobilienmarktes erkennt der Vorstand daher auch als Chance, bereits frühzeitig entsprechende Projekte für den Fondsvertrieb zu akquirieren. Darüber hinaus soll die Einführung der REITs Chancen für zukünftige strategische Partnerschaften eröffnen.

Durch die Ausplazierung der Rheinfelden KG fallen im laufenden Jahr Erträge aus der Eigenkapitalplazierung an, die sich positiv auf die Gewinnsituation des Konzerns auswirken sollten. Ab 2006 werden sich darüber hinaus nach Angaben des Vorstandes im Kurfürsten-Center in München nach Abschluß der Baumaßnahmen voraussichtlich um 0,6 Mio. Euro höhere Mieterträge generieren lassen.

### Bewertung und Fazit

Bei einem Buchwert in Höhe von rund 18 Euro erscheint das aktuelle Kursniveau von 8 bis 9 Euro zunächst eher konservativ. Unter Berücksichtigung der Tatsache, daß in den letzten Jahren keine positiven Jahresergebnisse erzielt werden konnten und die aktuellen Unternehmensdaten nicht auf einen deutlichen Turnaround schließen lassen, ist die derzeitige Kursentwicklung unseres Erachtens jedoch nachvollziehbar. Angesichts der aktuellen Geschäftsentwicklung sowie vor dem Hintergrund des nur sehr geringen Handelsvolumens von rund 1.200 Stück pro Tag in den letzten 12 Monaten erachten wir ein Investment in die DBVI-Aktie derzeit als sehr risikoreich und raten dem konservativen Anleger vom Kauf der Aktie ab.

Roland Könen, Bankhaus Lampe



# Deutsche EuroShop AG

**DES**  
Deutsche EuroShop AG

*Der Shoppingcenter-Spezialist*

## Unternehmensprofil

Die 1997 gegründete Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Immobilienaktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Zur Zeit verfügt der Konzern über ein ausgewogenes diversifiziertes Portfolio aus 14 Shoppingcentern in Innenstadtlagen sowie an etablierten Standorten im In- und europäischen Ausland.

## Strategie

Die Gesellschaft beteiligt sich ausschließlich 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 langfristig stabile Wertsteigerung erwarten lassen. Die durchschnittliche Gesamtinvestition in ein Shoppingcenter beläuft sich auf 80 bis 100 Mio. Euro, wobei die Gesellschaft hier meist 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 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 zu, wie z.B. der Verantwortung für einen besucherorientierten Auftritt der Center, der Einhaltung der Öffnungszeiten, der kundenbezogenen Gestaltung der Verkaufsflächen oder der ansprechenden Dekoration. 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 beispielsweise mit der zur Otto-Gruppe gehörenden ECE zusammen, die seit über 40 Jahren am Markt für Shoppingcenter tätig und dabei führend in Europa ist und mit der bereits seit Jahren enge Geschäftsbeziehungen bestehen.

Das Ziel ist es, einen möglichst hohen Gesamtertrag zu generieren, der dann durch jährliche Dividendenzahlungen mit einer Mindestausschüttung von zuletzt 1,92 Euro je Aktie an die Aktionäre weitergegeben wird. Auf aktuellem Kursniveau entspricht dies einer Verzinsung von rund 4 %. Zumindest bis zum Jahr 2012 dürfte die Ausschüttung darüber hinaus für den Aktionär steuerfrei bleiben.

## Operative Entwicklung

Die Deutsche EuroShop AG hatte Mitte August ihre Zahlen für das erste Halbjahr 2005 vorgestellt, die angesichts des stabilen Geschäftsmodells der Gesellschaft wie erwartet keine Überraschun-



Forum Wetzlar

## Deutsche EuroShop AG

		Kennzahlen in Euro bzw. Mio. Euro						
Internetadresse	www.deutsche-euroshop.de	nach IFRS	2004	2005e	2006e	2007e	Kennzahlen	
ISIN	DE0007480204	<b>Umsatz</b>	<b>61,4</b>	<b>70,0</b>	<b>75,0</b>	<b>80,0</b>	KGV 2005e	23,9
Wertpapierkennnummer (WKN)	748020	- Veränderung ggü. Vorjahr	6,1 %	14,0 %	7,1 %	6,7 %	KGV 2006e	22,5
Bloombergkürzel	DEQ	<b>EBIT</b>	<b>50,7</b>	<b>58,5</b>	<b>62,5</b>	<b>67,0</b>	KGV 2007e	21,1
<b>Kurs (14.10.2005) in Euro</b>	<b>45,03</b>	- Veränderung ggü. Vorjahr	25,1 %	15,4 %	6,9 %	7,2 %		
Aktienanzahl in Mio.	15,6	- EBIT-Marge	82,5 %	83,6 %	83,4 %	83,8 %	Dividendenrendite 2005e	4,4 %
<b>Marktkapitalisierung in Mio. Euro</b>	<b>703,6</b>	<b>EBT</b>	<b>38,2</b>	<b>41,3</b>	<b>44,0</b>	<b>47,0</b>	Dividendenrendite 2006e	4,4 %
52-Wochen-Hoch (in Euro)	52,20	- Veränderung ggü. Vorjahr	37,0 %	8,2 %	6,6 %	6,8 %	Dividendenrendite 2007e	4,4 %
52-Wochen-Tief (in Euro)	34,3	- EBT-Marge	62,2 %	59,0 %	58,7 %	58,8 %		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	40.570	<b>Jahresüberschuß</b>	<b>27,7</b>	<b>29,5</b>	<b>31,3</b>	<b>33,4</b>	Buchwert je Aktie 2004 (in Euro)	40,65
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	16,3 %	- Veränderung ggü. Vorjahr	46,0 %	6,2 %	6,4 %	6,6 %	Net Asset Value 2004 (in Euro)	43,96
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	47,6 %	- Nettomarge	45,2 %	42,1 %	41,8 %	41,7 %		
CDAX-Gewichtung	0,1 %	<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>1,78</b>	<b>1,89</b>	<b>2,01</b>	<b>2,14</b>	Anzahl der Objekte (in 2004)	14
EPRA*-Gewichtung	0,8 %	- Veränderung ggü. Vorjahr	45,5 %	6,2 %	6,4 %	6,6 %	Vermietete Fläche (in qm) (in 2004)	526.000
Geschäftsjahr	31.12.	<b>Dividende je Aktie</b>	<b>1,92</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	Leerstandsquote (in 2004)	unter 1 %
Nächster Termin	10.11. (Q III)	- Veränderung ggü. Vorjahr	0,0 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	Mitarbeiter	5
<b>Aktionärsstruktur (1.10.05)</b>	Familie Otto 21 %, rund 79 % Freefloat (davon Private Investoren 47 % und Institutionelle Investoren 32 %)							

Quelle: Bankhaus Lampe, Deutsche EuroShop  
\* European Public Real Estate Association

gen beinhaltet haben. So konnte der Umsatz in den ersten sechs Monaten 2005 gegenüber der Vorjahresperiode um 14 % auf 35,2 Mio. Euro gesteigert werden, wobei dies zum Großteil auf Neueröffnungen zurückzuführen war. Insgesamt verbesserte sich das operative Ergebnis (EBIT) um 17 % auf 28,4 Mio. Euro und lag damit am oberen Rand der vom Unternehmen für 2005 ausgegebenen Gesamtjahresplanung, die das Management angesichts der vorgelegten Daten für das erste Halbjahr 2005 nochmals bekräftigt hatte.

Diese beinhalten Umsatzerlöse von 68 bis 72 Mio. Euro und ein währungsbereinigtes EBIT in Höhe von 53 bis 56 Mio. Euro. Das währungsbereinigte Vorsteuerergebnis soll dabei 28 bis 30 Mio. Euro betragen. Zu beachten ist, daß in dieser Spanne jedoch kein Bewertungsergebnis enthalten ist, das der Vorstand für 2006 jedoch eher im positiven Bereich erwartet. Insgesamt will die Gesellschaft einen Free Cash Flow von über 30 Mio. Euro erwirtschaften, der eine Dividendenzahlung von mindestens 1,92 Euro ermöglichen soll.

Auf der Akquisitionseite ist das Management zuversichtlich, die geplante Erweiterung des Portfolios im Umfang von 100 bis 150 Mio. Euro umsetzen zu können. Hierzu soll bereits in den kommenden Wochen ein weiteres Center gekauft werden, das sich nach Aussagen des Vorstandes tendenziell eher in Deutschland befinden sollte. Seit wenigen Tagen ist zudem der vakante Posten des zweiten Vorstandes wieder besetzt. Die Nachfolge des bereits vor einigen Monaten ausgeschiedenen Dirk Hasselbring hat zwischenzeitlich Olaf Borkers angetreten, der zuvor bei der



Innenansicht der Galeria Dominikanska in Breslau

TAG Tegernsee im Vorstand für Finanzen und Investor Relations verantwortlich war.

### Bewertung

Nachdem bereits die Daten zum ersten Quartal eine solide Entwicklung der einzelnen Shoppingcenter der Gesellschaft gezeigt haben, bestätigen die Halbjahreszahlen diesen Trend. Unsere Bewertungsmodelle zeigen aktuell einen Fair Value für die Aktie in einer Bandbreite zwischen 47 und 53 Euro, wobei die Gesellschaft den Net Asset Value (NAV) zum Geschäftsjahresende 2004 mit knapp 44 Euro je Aktie angegeben hatte. Angesichts der zu erwartenden Bewertungsergebnisse zum Jahresende können wir uns vorstellen, daß der NAV zum 31.12.2005 deutlich über den zuletzt gezeigten 44 Euro liegen wird.

Mit Blick auf die hohe steuerfreie Dividendenzahlung und den Diversifikationscharakter der Aktie halten wir den Titel unverändert für ein attraktives, langfristiges Investment, auch als Alternative zu offenen Immobilienfonds. Der Kurs der Aktie hatte nach deutlichen Kursgewinnen 2005 in den letzten Wochen leicht konsolidiert, so daß gegenüber unserem Kursziel von 50 Euro nun wieder ein gewisses Kurspotential vorhanden ist. Insgesamt bestätigen wir trotz der grundsätzlich positiven Einschätzung zu der Gesellschaft unser Anlagevotum mit Halten, empfehlen jedoch, weitere Kurschwächen für Zukäufe zu nutzen.

Roland Könen, Bankhaus Lampe

# Deutsche Grundstücksauktionen AG



DEUTSCHE GRUNDSTÜCKSAUKTIONEN AG

*Klein, aber fein – Marktführer für Grundstücksauktionen*

## 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 erfolgten dann die Umfirmung in die Deutsche Grundstücksauktionen AG (DGA) und bereits ein Jahr später der Börsengang. Das Kerngeschäft der Gesellschaft stellt die Versteigerung von fremden Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten dar. Der Konzern gliedert sich neben der Stammesellschaft in die Sächsische Grundstücksauktionen AG, die Norddeutsche Grundstücksauktionen AG und die Brecht-Immobilien (Auktionen) GmbH. Seit dem Jahr 2003 hat der Konzern seine Aktivitäten auch auf das Internet ausgeweitet, wofür 2004 eigens die Deutsche Internet Immobilien Auktionen GmbH gegründet wurde.

## Unternehmensstrategie

Zukünftig will die DGA in den beiden Geschäftsfeldern elektronische sowie traditionelle Versteigerungen aktiv bleiben, wobei



Auktionsobjekt der Deutsche Grundstücksauktionen AG



der Vorstand dabei jedoch deutliche Grenzen im elektronischen Handel sieht. Eine komplette Verschiebung der Geschäftstätigkeiten auf die Online-Auktionen soll daher in näherer Zukunft nicht erfolgen. Bei den zu versteigernden Objekten reicht das Spektrum von gewöhnlichen Mietshäusern über Inseln bis zu Schlössern. Die Auftraggeber des Konzerns gliedern sich in 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 zählten beispielsweise 2004 der Bund und seine Gesellschaften, z.B. die TLG Immobilien GmbH und die Bodenverwertungs- und -verwaltungs GmbH, zu den Hauptauftraggebern. Stark zugenommen haben auch die Versteigerungsaufträge der Insolvenzverwalter und Nachlaßpflegschaften. Hier arbeitet das Unternehmen für etwa 100 Mitglieder dieser Berufsgruppe bundesweit.

## Operative Entwicklung

Im bislang erfolgreichsten Geschäftsjahr 2004 konnten insgesamt 2.978 Objekte verkauft werden, was einer Steigerung um 22 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Durch die Zunahme der Objektverkäufe konnte der Umsatz um rund 17 % auf 100,9 Mio. Euro erhöht und der Jahresüberschuß im Konzern auf 1,2 Mio. Euro (2004: 1 Mio. Euro) verbessert werden. Die Tochtergesellschaften Deutsche Grundstücksauktionen AG inklusive der Internetauktionen und Norddeutsche Grundstücksauktionen AG konnten dabei Zuwächse bei den Objekten und im Umsatz von rund 20 % bzw. 30 % erzielen. Lediglich die Ergebnisseite wurde bei der Norddeutsche Grundstücksauktionen AG durch Investitionen in die Expansion, die sich angabegemäß je-

<b>Deutsche Grundstücksauktionen AG</b>		Kennzahlen in Euro bzw. Mio. Euro						
Internetadresse	www.immobilien-auktionen.de	nach IAS	2004	2005e	2006e	2007e	<b>Kennzahlen</b>	
ISIN	DE0005533400	<b>Umsatz</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>	KGV 2005e	16,6
Wertpapierkennnummer (WKN)	553340	- Veränderung ggü. Vorjahr	25,4 %	9,2 %	7,7 %	7,1 %	KGV 2006e	15,0
Bloombergkürzel	DGR	<b>EBIT</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	KGV 2007e	13,5
<b>Kurs (14.10.2005) in Euro</b>	<b>29,33</b>	- Veränderung ggü. Vorjahr	28,5 %	14,9 %	11,1 %	10,0 %		
Aktienanzahl in Mio.	0,8	- EBIT-Marge	32,9 %	34,6 %	35,7 %	36,7 %	Dividendenrendite 2005e	5,8 %
<b>Marktkapitalisierung in Mio. Euro</b>	<b>23,5</b>	<b>EBT</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	Dividendenrendite 2006e	6,5 %
52-Wochen-Hoch (in Euro)	35,00	- Veränderung ggü. Vorjahr	25,3 %	12,9 %	10,6 %	11,5 %	Dividendenrendite 2007e	7,2 %
52-Wochen-Tief (in Euro)	20,9	- EBT-Marge	35,0 %	36,2 %	37,1 %	38,7 %		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	2.354	<b>Jahresüberschuß</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	Buchwert je Aktie 2004 (in Euro)	10,85
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	9,4 %	- Veränderung ggü. Vorjahr	19,3 %	17,5 %	10,6 %	11,5 %	Net Asset Value 2004 (in Euro)	- - -
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	220,4 %	- Nettomarge	20,2 %	21,7 %	22,3 %	23,2 %		
CDAX-Gewichtung	- - -	<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>1,50</b>	<b>1,76</b>	<b>1,95</b>	<b>2,18</b>	Anzahl der Objekte (in 2004)	- - -
EPRA-Gewichtung	- - -	- Veränderung ggü. Vorjahr	19,4 %	17,5 %	10,6 %	11,5 %	Vermietete Fläche (in qm) (in 2004)	- - -
Geschäftsjahr	31.12.	<b>Dividende je Aktie</b>	<b>1,50</b>	<b>1,70</b>	<b>1,90</b>	<b>2,10</b>	Leerstandsquote (in 2004)	- - -
Nächster Termin	- - -	- Veränderung ggü. Vorjahr	20,0 %	13,3 %	11,8 %	10,5 %	Mitarbeiter (in 2004)	47
<b>Aktionärsstruktur (08.04.05)</b>	100 % Freefloat							

Quelle: Bankhaus Lampe, Deutsche Grundstücksauktionen  
 \* European Public Real Estate Association

doch im laufenden Geschäftsjahr positiv auswirken sollen, belastet. Die Brecht Immobilien GmbH hat sich als Auktionshaus/Maklerunternehmen auf die individuelle Betreuung von einzelnen Kunden spezialisiert und konnte bei einem mehr als verdoppelten Umsatz von 8 Mio. Euro 2004 den Turnaround erzielen, während die Sächsische Grundstücksauktionen AG das Vorjahresergebnis aufgrund von positiven Sonderfaktoren im Vorjahr nicht wiederholen konnte und einen halbierten Vorsteuergewinn von 0,5 Mio. Euro ausweisen mußte.

### 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, wobei die Gesellschaft dabei zunehmend von der Verwertung auch in den alten Bundesländern profitiert. Aufgrund der verstärkten Präsenz in den alten Bundesländern wird dort in den kommenden Perioden mit steigenden Auftragsvolumina gerechnet. Das Geschäft mit Kreditinstituten und Hypothekenbanken will die Gesellschaft dagegen weiter ausbauen. Hier wurden bereits bis zum Herbst 2005 große Aufträge sehr erfolgreich durchgeführt, so daß zu erwarten ist, daß sich diese Auftragssituation wegen der guten erzielten Auktionsergebnisse erheblich ausweiten wird. Trotz positiver Aussichten auf dem Versteigerungsmarkt liegt das Augenmerk des Managements nicht auf dem Objektumsatz alleine. Primäres Ziel ist die Verbesserung der Rentabilität, so daß sich der Vorstand insbesondere auf die Kosten- und Ertragsseite konzentrieren will.

Für das Gesamtjahr sieht das Management zwar das Übertreffen der 2004 erreichten Umsatzmarke von 100 Mio. Euro als große Herausforderung an. Insgesamt rechnet die Gesellschaft jedoch für 2005 mit mindestens gleichen Umsätzen sowie Ergebnissen wie 2004. Grund für die positiven Aussichten ist die Zunahme des Auftragsvolumens der eingelieferten Immobilien für die Frühjahrsauktionen sowie die ersten positiven Auktionsergebnisse des Jahres 2005.

### Fazit

Bei einer Bilanzsumme von 10 Mio. Euro verfügt die Gesellschaft über eine stattliche Eigenkapitalquote von über 85 %.



Auktionsobjekt der Deutsche Grundstücksauktionen AG

Zum Geschäftsjahresende betrug die Netto-Cash-Position zudem rund 2 Mio. Euro, so daß nahezu der gesamte Jahresüberschuß als Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet worden ist. Wir gehen auch für die kommenden Perioden von einer Beibehaltung dieser Dividendenpolitik aus, so daß wir bei stetig steigenden Gewinnen auch mit höheren Ausschüttungen rechnen. Auf Basis unserer Planzahlen liegt die aktuelle Dividendenrendite bei rund 6 % und sollte somit ein mögliches Rückschlagpotential deutlich minimieren. Mit einer Marktkapitalisierung von knapp 25 Mio. Euro ist die Gesellschaft jedoch relativ klein, so daß wir trotz der Konsolidierung des Aktienkurses seit dem Höchststand um rund 15 % in den letzten Monaten die Aktie nur als renditestarke Beimischung empfehlen.

Roland Könen, Bankhaus Lampe

# Deutsche Wohnen AG



*Auch nach Kursanstieg noch attraktive steuerfreie Dividendenrendite*

## Unternehmensprofil

Die Gesellschaft ist 1998/99 durch den Erwerb der Wohnungsbestände der ehemaligen Hoechst AG und der Heimstätte Rheinland-Pfalz als börsennotiertes Immobilienanlageprodukt des Deutsche Bank-Konzerns entstanden. Die Deutsche Wohnen AG ist bezogen auf den Marktwert ihrer Wohnungsbestände und die Marktkapitalisierung die größte deutsche börsennotierte Wohnimmobilien-Aktiengesellschaft. Die Bestände befinden sich größtenteils in Rheinland-Pfalz und im Rhein-Main-Gebiet. Die Tätigkeitsfelder der Deutsche Wohnen AG gliedern sich in die drei Bereiche der Wohnungsbewirtschaftung (Modernisierungen, Instandhaltungen, Betreuung der Mieter etc.), der Wohnungsprivatisierung und des Portfoliomanagements. Letzteres stellt das Bindeglied zwischen der Wohnungsbewirtschaftung und -privatisierung dar.

## Strategie

Seit 1999 hat sich der Wohnungsbestand aufgrund der vorgenommenen Verkäufe im Rahmen der Wohnungsprivatisierung um rund 4.400 auf 22.750 Einheiten bis Ende 2004 verringert. Im vergangenen Jahr wurde das Portfolio erstmals auch durch Zukäufe (etwa 1.000 Einheiten) im Raum Kassel und Nordhessen gestärkt. Das mittelfristige Ziel des Vorstandes ist es, eine strukturell-wirtschaftliche Optimierung und eine substantielle Erweiterung des Portfolios vorzunehmen. Das Geschäftsmodell sieht die kontinuierliche Privatisierung des Bestandes vor, primär über mieternahen Verkauf. Eine Erweiterung des Geschäftsmodells auf Portfoliozukäufe wird intern diskutiert, eine Konkretisierung und Umsetzung dieser Entwicklung ist jedoch derzeit nicht absehbar. Die Deutsche Wohnen AG konzentriert sich neben ihrem Engagement im Rhein-Main-Gebiet insbesondere auf Nischenmärkte (ländliche Regionen von Rheinland-



Wohnimmobilie im Rhein-Main-Gebiet



Pfalz, Nordhessen). In diesen Gebieten ist die Gesellschaft aufgrund ihres speziellen Know-hows in der Bewirtschaftung und der Privatisierung ihrer Wohnungen in der Lage, strukturell schwierige (z.B. vergleichsweise hohe Arbeitslosigkeit im Westen und Südwesten von Rheinland-Pfalz) 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 zehn 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. Ein primäres Investitionskriterium für die Aktie ist die Dividende, die sich an dem erwirtschafteten Cash Flow orientiert und zur Zeit noch steuerfrei ist. Die Steuerfreiheit resultiert dabei aus der Schaffung eines steuer-



Wohnimmobilie in Rheinland-Pfalz

## Deutsche Wohnen AG

		Kennzahlen in Euro bzw. Mio. Euro						
Internetadresse	www.deutsche-wohnen.de	nach HGB	2004	2005e	2006e	2007e	Kennzahlen	
ISIN	DE0006283302	<b>Umsatz</b>	<b>116,9</b>	<b>120,0</b>	<b>125,0</b>	<b>130,0</b>	KGV 2005e	81,3
Wertpapierkennnummer (WKN)	628330	- Veränderung ggü. Vorjahr	-6,4 %	2,6 %	4,2 %	4,0 %	KGV 2006e	58,1
Bloombergkürzel	DWN	<b>EBIT</b>	<b>47,2</b>	<b>40,0</b>	<b>45,0</b>	<b>50,0</b>	KGV 2007e	45,2
<b>Kurs (14.10.2005) in Euro</b>	<b>189,10</b>	- Veränderung ggü. Vorjahr	-1,2 %	-15,2 %	12,5 %	11,1 %		
Aktienanzahl in Mio.	4,0	- EBIT-Marge	40,3 %	33,3 %	36,0 %	38,5 %	Dividendenrendite 2005e	4,6 %
<b>Marktkapitalisierung in Mio. Euro</b>	<b>756,4</b>	<b>EBT</b>	<b>21,2</b>	<b>15,0</b>	<b>21,0</b>	<b>27,0</b>	Dividendenrendite 2006e	4,6 %
52-Wochen-Hoch (in Euro)	214,94	- Veränderung ggü. Vorjahr	6,6 %	-29,4 %	40,0 %	28,6 %	Dividendenrendite 2007e	4,6 %
52-Wochen-Tief (in Euro)	130	- EBT-Marge	18,2 %	12,5 %	16,8 %	20,8 %		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	11.106	<b>Jahresüberschuß</b>	<b>13,1</b>	<b>9,3</b>	<b>13,0</b>	<b>16,7</b>	Buchwert je Aktie 2004 (in Euro)	101,35
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	33,8 %	- Veränderung ggü. Vorjahr	22,6 %	-28,9 %	40,0 %	28,6 %	Net Asset Value 2004 (in Euro)	196,88
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	31,3 %	- Nettomarge	11,2 %	7,8 %	10,4 %	12,9 %		
CDAX-Gewichtung	- - -	<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>3,26</b>	<b>2,33</b>	<b>3,26</b>	<b>4,19</b>	Anzahl der Objekte (in 2004)	22.779
EPRA*-Gewichtung	0,9 %	- Veränderung ggü. Vorjahr	61,4 %	-28,7 %	40,0 %	28,6 %	Vermietete Fläche (in qm) (in 2004)	1.450.000
Geschäftsjahr	31.12.	<b>Dividende je Aktie</b>	<b>8,75</b>	<b>8,75</b>	<b>8,75</b>	<b>8,75</b>	Leerstandsquote (in 2004)	7,8 %
Nächster Termin	8.11. (Q III)	- Veränderung ggü. Vorjahr	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	Mitarbeiter	283
<b>Aktionärsstruktur (09.08.05)</b>	Deutscher Herold: 6,7 %, 180 institutionelle Aktionäre mit unter 5 %, Freefloat: 93,3 %							

Quelle: Bankhaus Lampe, Deutsche Wohnen AG  
\* European Public Real Estate Association

lichen Einlagenkontos vor dem Börsengang im Jahr 1999, welches seither über jährliche Entnahmen zurückgeführt wird.

### Operative Entwicklung

Das erste Halbjahr 2005 verlief mit einem um fast 19 % auf 16 Mio. Euro rückläufigen EBIT eher enttäuschend. Zwar stieg dagegen der Überschuß in der ersten Jahreshälfte um 4,5 Mio. auf 7,5 Mio. Euro, was jedoch fast ausschließlich auf eine Steuerrückholung in Höhe von 4,4 Mio. Euro in Verbindung mit einer aktivierten Grunderwerbsteuer zurückzuführen ist.

Die relativ schwachen Ergebniszahlen sind vor allem auf den Geschäftsbereich der Wohnungsprivatisierung zurückzuführen. So lag die Anzahl der bilanzwirksam verkauften Wohneinheiten mit 150 Einheiten ebenso wie der durchschnittliche Verkaufspreis, der aufgrund der operativen Konzentration auf

strukturschwächere Regionen (Portfoliobereinigung) mit nur 944 Euro pro qm um fast 190 Euro im Vergleich zum Vorjahreswert rückläufig war, auf dem tiefsten Niveau der vergangenen Jahre. Folglich belief sich das Rohergebnis des Geschäftsbereichs der Wohnungsprivatisierung lediglich auf 3,1 Mio. Euro (2004: 6,5 Mio. Euro) und der Buchgewinn aus dem Verkauf auf 4,3 Mio. Euro (2004: 8,9 Mio. Euro). Die Steigerung der protokollierten Wohnungsverkäufe ist hingegen um 23 % auf 406 erhöht worden, so daß hier in der zweiten Jahreshälfte entsprechende positive bilanzielle Auswirkungen zu erwarten sind.

Der Geschäftsbereich der Wohnungsbewirtschaftung verzeichnete im Vergleich zum ersten Halbjahr 2004 bei einem Anstieg um 0,1 Mio. Euro auf 17,5 Mio. Euro eine stabile Entwicklung. Der Wohnungsbestand verringerte sich minimal auf 22.625 Einheiten, wobei sich die Leerstandsquote um 0,2 Prozentpunkte auf 7,9 % erhöhte. Zu beachten bleibt hier jedoch, daß ca. 75 % der Leerstandsquote maßnahmenbedingt sind.

### Bewertung

Börsenumsätze und Aktienkurs haben seit Anfang des Jahres einen deutlichen Aufwärtstrend erfahren. Die Aktie ist mit 141,35 Euro ins laufende Geschäftsjahr 2005 gestartet und hat zur Zeit ein Kursniveau von über 190 Euro erreicht. Die mögliche REIT-Einführung, die vom Vorstand angestrebte Weiterentwicklung des Geschäftsmodells sowie die Gerüchte über eine mögliche Übernahme durch die beiden US-Investmentfirmen Cerberus und Fortress, die sich jedoch bis heute nicht bestätigten, waren unseres Erachtens ursächlich für diesen Kursanstieg.

Da das Geschäftsmodell der Deutsche Wohnen AG einen konstanten bzw. leicht ansteigenden Zahlungsstrom an die Anteilseigner vorsieht, halten wir ein Dividendenmodell für die Bewertung der Aktie für am besten geeignet. Für die kommenden drei Ausschüttungszeitpunkte rechnen wir zunächst mit konstanten und zudem steuerfreien Zahlungen von 8,75 Euro je Aktie, die danach leicht ansteigen sollten. Den fairen Wert ermitteln wir insgesamt bei rund 210 Euro, was einen leichten Aufschlag auf den Net Asset Value Ende 2004 bedeutet.

Roland Könen, Bankhaus Lampe



# IVG AG

## DIE deutsche Immobilienaktie



### Unternehmensprofil

Die IVG AG gehört mit einem betreuten Immobilienvermögen von rund 16 Mrd. Euro und einem eigenen Immobilienbestand von 3,3 Mrd. Euro zu den weltweit führenden Immobilien-Asset-Managern. Die Gesellschaft ist in den Kerngeschäftsfeldern Portfoliomanagement, Projektentwicklung und Immobilienfonds tätig und konzentriert sich auf Büroimmobilien und Businessparks 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 50,1 %igen Beteiligung an der Oppenheim Immobilien-KAG (OIK), dem deutschen Marktführer für Immobilien-Spezialfonds, entscheidend ausgebaut worden.

### Strategie

In den Kerngeschäftsfeldern verfolgt die Gesellschaft mit der Konzentration auf Büroimmobilien und Businessparks, 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, die zusammen mit der wertorientierten Unternehmenspolitik auch in Zukunft für profitables Wachstum stehen soll.

Während andere Investoren häufig nur einzelne Immobilien erwerben, sucht die 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 wiederverkauft 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.

### Operative Entwicklung

Die IVG mußte im ersten Halbjahr 2005 einen leichten Umsatzrückgang um 1 % auf 211 Mio. Euro verzeichnen, wobei zu beachten ist, daß in der Vorjahresperiode ein Teil der Projektentwicklung Nordbahnhof (Berlin) enthalten war. Unter Einbeziehung der Steuerzahlungen sowie der Anteile Dritter (insbesondere OIK) erzielte der Konzern ein Halbjahresergebnis von 21 Mio. Euro gegenüber 11 Mio. Euro in 2004. Hier ist jedoch zu beachten, daß der größte Ergebnisbeitrag traditionell im zweiten Halbjahr erwirtschaftet wird.



Anfang Oktober gab die Gesellschaft bekannt, daß für 2005 mit einer deutlichen Ergebnissteigerung mit einem Konzernergebnis nach Ertragssteuern von ca. 100 Mio. Euro (2004: 75 Mio. Euro) zu rechnen sei. Zu der Ergebnissteigerung sollen angabegemäß alle drei Kerngeschäftsfelder beitragen, die von der Erholung der europäischen Immobilienmärkte, dem Verkaufsprogramm, dem Erwerb der Bundeskavernen sowie dem schnell wachsenden Fondsgeschäft profitieren. Darüber hinaus erwartet das Unternehmen eine weitere Steigerung des Net Asset Values gegenüber dem Wert Ende 2004 (15,20 Euro je Aktie) und beabsichtigt aufgrund der positiven Geschäftsentwicklung die Dividende für 2005 erneut zu erhöhen (2004: 0,35 Euro).

### Aktuelle Nachrichten

Ende September haben sich die beiden Großaktionäre der Gesellschaft von jeweils 5 % ihrer IVG-Anteile getrennt, wobei die Aktien überwiegend bei ausländischen Investoren plaziert worden sind. Sal. Oppenheim hält nach dieser Transaktion 20,1 %,

## IVG Immobilien AG

Kennzahl	Wert	Veränderung ggü. Vorjahr	Kennzahlen in Euro bzw. Mio. Euro				Kennzahlen		
			2004	2005e	2006e	2007e			
Internetadresse	www.ivg.de		nach IFRS						
ISIN	DE0006205701		<b>Umsatz</b>	<b>507,3</b>	<b>525,0</b>	<b>545,0</b>	<b>570,0</b>	KGV 2005e	19,2
Wertpapierkennnummer (WKN)	620570			2,3 %	3,5 %	3,8 %	4,6 %	KGV 2006e	17,9
Bloombergkürzel	IVG		<b>EBIT</b>	<b>202,6</b>	<b>246,3</b>	<b>257,1</b>	<b>271,9</b>	KGV 2007e	16,3
<b>Kurs (14.10.2005) in Euro</b>	<b>16,49</b>			10,2 %	21,6 %	4,4 %	5,7 %		
Aktienanzahl in Mio.	116,0		- EBIT-Marge	39,9 %	46,9 %	47,2 %	47,7 %	Dividendenrendite 2005e	2,4 %
<b>Marktkapitalisierung in Mio. Euro</b>	<b>1912,8</b>		<b>EBT</b>	<b>96,5</b>	<b>156,3</b>	<b>169,6</b>	<b>186,9</b>	Dividendenrendite 2006e	2,5 %
52-Wochen-Hoch (in Euro)	18,81		- Veränderung ggü. Vorjahr	-15,1 %	62,0 %	8,5 %	10,1 %	Dividendenrendite 2007e	2,7 %
52-Wochen-Tief (in Euro)	10,23		- EBT-Marge	19,0 %	29,8 %	31,1 %	32,8 %		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	259.528		<b>Jahresüberschuß</b>	<b>70,9</b>	<b>99,7</b>	<b>107,2</b>	<b>117,2</b>	Buchwert je Aktie 2004 (in Euro)	7,43
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	37,9 %		- Veränderung ggü. Vorjahr	-32,9 %	40,7 %	7,4 %	9,4 %	Net Asset Value 2004 (in Euro)	15,20
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	96,5 %		- Nettomarge	14,0 %	19,0 %	19,7 %	20,6 %		
CDAX-Gewichtung	0,2 %		<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>0,61</b>	<b>0,86</b>	<b>0,92</b>	<b>1,01</b>	Anzahl der Objekte (in 2004)	205
EPRA*-Gewichtung	1,7 %		- Veränderung ggü. Vorjahr	-32,8 %	40,7 %	7,4 %	9,4 %	Vermietete Fläche (in qm) (in 2004)	1.789.500
Geschäftsjahr	31.12.		<b>Dividende je Aktie</b>	<b>0,35</b>	<b>0,40</b>	<b>0,42</b>	<b>0,44</b>	Leerstandsquote (in 2004)	7,3 %
Nächster Termin	15.11. (Q III)		- Veränderung ggü. Vorjahr	2,9 %	14,3 %	5,0 %	4,8 %	Mitarbeiter	930
<b>Aktionärsstruktur (09.08.05)</b>	Sal. Oppenheim 20,1 %, HSH Nordbank 5,1 %, Freefloat 74,8 %								

Quelle: Bankhaus Lampe, IVG Immobilien  
\* European Public Real Estate Association



Brüssel North Gate-1 (links) und die Londoner St. James Street (unten)



die HSH Nordbank 5,1 %, so daß der Streubesitz aktuell auf knapp 75 % angestiegen ist.

Zuletzt hatte der Konzern eine Immobilientransaktion mit Rodamco Europe im Volumen von 215 Mio. Euro bekanntgegeben. Auf der einen Seite verkauft die IVG dabei ein Shopping-

center in Helsinki für ca. 135 Mio. Euro. Auf der anderen Seite erwirbt die Gesellschaft drei Büroimmobilien in Paris und München für ca. 80 Mio. Euro und erhält zusätzlich einen Barausgleich von rund 55 Mio. Euro sowie ein Vorkaufsrecht auf eine Büroprojektentwicklung in Paris. Darüber hinaus hatte die Gesellschaft Ende August den Erwerb zweier Gewerbeimmobilien in München für über 50 Mio. Euro bekanntgegeben.

### Bewertung

Das Management hat unseres Erachtens in der Vergangenheit gezeigt, daß es auf die stetig veränderten Marktbedingungen stets adäquat reagiert hat und die unterschiedlichen Marktzyklen im Rahmen ihrer aktiven Buy-and-Sell-Strategie gut ausnutzt. Wir glauben, daß sich durch die EU-Osterweiterung neue Chancen und Perspektiven ergeben, da hier aktuell höhere Durchschnittsrenditen zu erzielen sind. Aufgrund der vollständigen Konsolidierung der Polar-Gruppe, des Erwerbs der Kavernen sowie der Ergebnisbeiträge der OIK sollte sich die Ergebnisseite im laufenden Geschäftsjahr zusammen mit dem stabilen Vermietungsgeschäft und Gewinnen aus dem Verkauf von Immobilien, die weiterhin die größten Ergebnisträger sind, sowie Projektentwicklungen im Vergleich zu 2004 auf einem gesteigerten Niveau bewegen, was sich in unseren Prognosen sowie im Unternehmensausblick auch widerspiegelt.

Unsere Prognosen für 2005 und 2006 sehen daher deutlichere Steigerungen auf der Gewinnseite vor, wobei die Schätzungen durch den Charakter des Projektgeschäfts mit gewissen Unsicherheiten behaftet sind. Die steigenden Ergebnisse sollten sich unseres Erachtens auch in höheren Dividendenzahlungen auswirken. Insgesamt gehen wir zudem von einem weiter steigenden NAV aus, aus dem wir für die Aktie ein Kursziel auf Jahressicht von 18,00 Euro ableiten. Nach den Kurssteigerungen der letzten Monate, die zu einem Teil sicherlich auch durch die Diskussionen über die Einführung von REITs in Deutschland getrieben sind, würden wir aktuell Käufe zurückstellen.

Roland Könen, Bankhaus Lampe

# POLIS AG

Wann kommt der Börsengang?



## Unternehmensprofil

Die 1998 gegründete POLIS Grundbesitz und Beteiligungs AG ist eine Holdinggesellschaft, die sich auf den deutschen Immobilienmarkt, insbesondere auf Büroimmobilien in Groß- und Mittelstädten, konzentriert. Dabei schwankt die Objektgröße zwischen 5 und 25 Mio. Euro, wobei jede Immobilie von einer eigenen Objektgesellschaft gehalten wird. Ende 2004 verfügte die POLIS AG über neun Immobilien an vier verschiedenen Standorten (Düsseldorf, Berlin, Frankfurt und Rhein/Ruhr-Gebiet).

Bereits im Jahr 2003 fand eine Umstrukturierung statt, in deren Rahmen ein Asset Management-Vertrag mit der Bouwfonds Real Estate Services Deutschland GmbH, einer Tochtergesellschaft der ABN AMRO Bank, abgeschlossen wurde. Das Ziel der Zusammenarbeit ist es, die POLIS-Gesellschaft zu vergrößern und mittelfristig die Kapitalmarktfähigkeit zu erreichen. Bouwfonds hat der POLIS AG im vergangenen Geschäftsjahr einen Kredit in Höhe von 7,1 Mio. Euro zur Verfügung gestellt, mit dessen Mitteln der Ankauf der Immobilien in Essen und Mülheim finanziert wurde. Die Tilgung ist in der Zwischenzeit aus Verkaufserlösen erfolgt, da die beiden Objekte an zwei Immobilienfonds weiterveräußert wurden. Zum heutigen Zeitpunkt hält Bouwfonds rund 29 % der Aktien an der POLIS AG. Die restlichen 71 % liegen bei etwa 45 Aktionären, davon sechs institutionellen Anlegern mit einem Anteil von jeweils max. 10 %, sowie zahlreichen privaten Kapitalanlegern, u.a. beim Vorstandsmitglied Dr. Alan Cadmus.



Berlin, Rankestraße

## Strategie

Bereits im vergangenen Geschäftsjahr hat sich die Gesellschaft verstärkt auf den Zukauf von Single-Tenant-Immobilien (Essen und Mülheim), insbesondere von Büro- und Einzelhandelsobjekten, in attraktiven Lagen mit langfristig gesicherten Mietverträgen konzentriert. In der Vergangenheit war die POLIS AG hauptsächlich auf Multi-Tenant-Büro- und Geschäftshäuser in Groß- und Mittelstädten, die ein kurz- oder mittelfristiges Entwicklungspotential aufweisen, focussiert. Durch diesen so entstandenen Portfoliomix will sich die Gesellschaft den veränderten Marktgegebenheiten anpassen und Marktrisiken entgegenwirken. Das Risikoprofil wird u.a. durch die regionale Dezentralisierung der Immobilienstandorte verringert. Ganz bewußt vermeidet der Konzern dabei das Risiko der Neubaugentwicklung.

Weitere Kosten aufgrund von Modernisierungsarbeiten sollen nach dem im Jahr 2004 erfolgten Abschluß der Modernisierung der Immobilie in Berlin (Potsdamer Str. 58) in näherer Zukunft



POLIS-Objekt in Essen

<b>POLIS AG</b>		Kennzahlen in Euro bzw. Mio. Euro						
Internetadresse	www.polisag.de	nach HGB	2004	2005e	2006e	2007e	<b>Kennzahlen</b>	
ISIN	DE00069133304	<b>Umsatz</b>	6,0	---	---	---	KGV 2005e	---
Wertpapierkennnummer (WKN)	691333	- Veränderung ggü. Vorjahr	18,9 %	---	---	---	KGV 2006e	---
Bloombergkürzel	---	<b>EBIT</b>	-0,7	---	---	---	KGV 2007e	---
<b>Kurs (10.10.2005) in Euro</b>	nicht börsennotiert	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---		
Aktienanzahl in Mio.	7,6	- EBIT-Marge	-12,4 %	---	---	---	Dividendenrendite 2005e	---
<b>Marktkapitalisierung in Mio. Euro</b>	---	<b>EBT</b>	-4,1	---	---	---	Dividendenrendite 2006e	---
52-Wochen-Hoch (in Euro)	---	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---	Dividendenrendite 2007e	---
52-Wochen-Tief (in Euro)	---	- EBT-Marge	-68,4 %	---	---	---		
Tagesumsatz (MW d. letzten 6 Monate in Stück)	---	<b>Jahresüberschuß</b>	-3,1	---	---	---	Buchwert je Aktie 2004 (in Euro)	3,90
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	---	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---	Net Asset Value 2004 (in Euro)	4,13
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	---	- Nettomarge	-51,9 %	---	---	---		
CDAX-Gewichtung	---	<b>Ergebnis je Aktie</b>	-0,41	---	---	---	Anzahl der Objekte (in 2004)	9
EPRA*-Gewichtung	---	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	---	Vermietete Fläche (in qm) (in 2004)	56.010
Geschäftsjahr	31.12.	<b>Dividende je Aktie</b>	0,00	---	---	---	Leerstandsquote (in 2004)	10,0 %
Nächster Termin	---	- Veränderung ggü. Vorjahr	0,0 %	---	---	---	Mitarbeiter	2
<b>Aktionärsstruktur</b>	Bouwfonds Asset Management Deutschland mit 29 %, die restlichen 71 % liegen bei 45 Aktionären, darunter sechs institutionelle Anleger mit jew. max. 10 %							

Quelle: Bankhaus Lampe, POLIS AG  
\* European Public Real Estate Association

Leerstandsquote: Selbst berechnet

nicht anfallen, da die noch im Portfolio befindlichen Immobilien nach Angaben der Gesellschaft keinen weiteren Modernisierungsbedarf aufweisen. POLIS will sich somit zunächst vermehrt auf die Portfolioerweiterung konzentrieren, die in Zukunft zum größten Teil durch eigene Mittel finanziert werden soll.

Zu Beginn des laufenden Geschäftsjahres 2005 hat Bouwfonds Single-Tenant-Objekte in Aachen und Würzburg für rund 35 Mio. Euro erworben, die ursprünglich von der POLIS AG nach Durchführung einer Kapitalerhöhung übernommen werden sollten, in der Zwischenzeit jedoch aufgrund von Verzögerungen bei der Kapitaleinwerbung weiterveräußert wurden. Erklärtes Ziel des Konzerns ist es, den Aktionären eine stabile und angemessene Dividende zu zahlen, die mittelfristig bei ca. 5 % des Eigenkapitals liegen soll.

### Operative Entwicklung

Trotz der angabegemäß schwierigen Lage auf dem deutschen Immobilienmarkt konnte die Gesellschaft 2004 vergleichsweise gute Vermietungsergebnisse erzielen. So wurden insgesamt rund 3.400 qm neu- bzw. nachvermietet, was ca. 50 % des Leerstandes Anfang 2004 entsprach. In der AG konnte ein leichter operativer Überschuß (0,2 Mio. Euro) erzielt werden, wohingegen auf Konzernebene noch ein negatives EBIT von 0,7 Mio. Euro hingenommen werden mußte. Insgesamt wurden der Einzelwie auch der Konzernabschluß durch die Korrekturen der Verkehrswerte der Anlageobjekte infolge der schwachen Marktentwicklung beeinflusst. Im Ergebnis beliefen sich die Anpassungen der Verkehrswerte auf rund 5,9 Mio. Euro. In der Folge hat sich auch der Net Asset Value je Aktie gegenüber dem Vorjahr von 4,85 Euro auf 4,13 Euro vermindert.

Für das laufende Geschäftsjahr erwartet der Vorstand im Konzern- sowie im Einzelabschluß einen deutlichen Überschuß. Dieser sollte erreicht werden, da die Gesellschaft in den vergangenen Monaten durch die Veräußerung der Objekte in Mülheim und Essen Buchgewinne von jeweils ca. 1 Mio. Euro erzielen konnte. Das Management sieht auch für 2005 weiteren Abschreibungsbedarf, der jedoch nicht in der Größenordnung



Frankfurt, Gutleutstraße

des Vorjahres liegen soll. Aufgrund dieses Abschreibungsbedarfs hält der Vorstand die ehemals in Aussicht gestellte Dividende für das laufende Geschäftsjahr für gefährdet. Hierzu muß der Geschäftsverlauf der letzten Monate 2005 sowie insbesondere die Vermietungssituation am Jahresende abgewartet werden.

Der ehemals angedachte Börsengang erscheint vor dem Hintergrund der aktuellen Geschäftsentwicklung zumindest kurzfristig nicht realisierbar. Die Durchführung einer Kapitalerhöhung, die notwendig wäre, um das Eigenkapital zu stärken und so eine Erweiterung des Portfolios gewährleisten zu können, sollte dann aussichtsreich sein, wenn die aktuellen Risiken weiter vermindert worden sind, ein positives Ergebnis sowie die Zahlung einer Dividende gesichert sind und insgesamt nachhaltig mit Wertzuwächsen gerechnet werden kann. Die Einführung des REIT-Konzeptes könnte für die weitere Entwicklung der Gesellschaft nach Einschätzung des Managements förderlich sein.

Roland Könen, Bankhaus Lampe

# TAG Tegnernsee Immobilien- und Beteiligungs-AG



## Neue Impulse durch Bilanzmaßnahmen?

### Unternehmensprofil

Die TAG Tegnernsee Immobilien- und Beteiligungs-AG dient als Holding für sieben Tochterunternehmen, von denen der Bau-Verein zu Hamburg AG und die JUS AG mit einem Umsatzanteil von über 95 % die wichtigsten Konzerntöchter sind. Das Kerngeschäftsfeld stellen Wohn- und Spezialimmobilien dar, wobei der Fokus gänzlich auf den deutschen Immobilienmarkt, im speziellen auf nationale Metropolregionen gerichtet ist.

Die größte Gesellschaft im TAG-Konzern ist der Bau-Verein, der aktuell in den drei Geschäftsfeldern Bestandsverwaltung, -entwicklung und Neubau von preiswertem Wohnraum aktiv ist. Das Portfolio des Bau-Vereins umfaßte im Geschäftsjahr 2004 ca. 3.800 Wohnungen in den Ballungsräumen Hamburg, Berlin, München und dem Rhein-Main-Gebiet sowie 642 Wohneinheiten in Bau und 19 Gewerbeeinheiten. Darüber hinaus verwaltet der Bau-Verein über 4.000 Einheiten für Dritte. Die JUS AG hat sich zum einen auf die Sanierung von Altbauten mit einer Konzentration auf die Standorte Berlin und Leipzig spezialisiert und ist zum anderen angabegemäß der Marktführer beim Verkauf von Loftwohnungen.

Die Real Immobilien GmbH, ein Joint Venture mit der Sachsen LB, betätigt sich auf dem Feld von Immobilien aus Insolvenz- und Zwangsverwaltungen. Weitere Tochtergesellschaften sind Trinom, in der die Serviced Apartments (möblierte Appartements für mittelfristige Aufenthalte als Alternative zu Hotels)



Ehemalige Musikbibliothek in Leipzig, Sitz der sächsischen Medienanstalt



zusammengefaßt sind, die historisch bedingten Beteiligungen an der Kraftverkehr Tegnernsee Immobilien GmbH (Immobilien und Grundstücke von ca. 15.000 qm im Tegnernseer Tal) sowie an der Tegnernsee Bahn, die einen Teil der Bahnstrecke zwischen Tegnernsee und München betreibt. Die AGP AG bewirtschaftet als Ein-Objekt-Gesellschaft ein Buch- und Medienhaus in Erfurt.

### Strategie

Die strategische Ausrichtung der Gesellschaft zielt auf eine überdurchschnittliche Rendite aus der Akquisition, dem Management und der Bestandsentwicklung des Immobilien-Portfolios. Die Wertschöpfung soll dabei durch Renovierung und Modernisierung der Bestandsimmobilien und die Hebung stiller Reserven realisiert werden. Daneben beinhaltet die Firmenphilosophie auch die Investition in gewinnbringende immobiliennahe Beteiligungen. Schließlich steht auch die Optimierung der im Tegnernseer Tal vorhandenen Bestände und Grundstücke im Fokus der Unternehmensstrategie.

Der Kern der Akquisitionsstrategie ist der Erwerb von Wohnungsbeständen in den Kerngeschäftsfeldern Wohn- und Spezialimmobilien. Im Wohnungsbereich sollen darüber hinaus Mehrheitsbeteiligungen an Wohngesellschaften und/oder Immobiliengesellschaften eingegangen werden, wobei sich die Gesellschaft weiterhin ausschließlich auf den deutschen Immobilienmarkt konzentrieren will.

Die bisher geringe Eigenkapitalquote von 16 % im Geschäftsjahr 2004 wurde im laufenden Geschäftsjahr

<b>TAG Tegernsee AG</b>		Kennzahlen in Euro bzw. Mio. Euro						
Internetadresse	www.tag-ag.com	nach IAS	2004	2005e	2006e	2007e	<b>Kennzahlen</b>	
ISIN	DE0008303504	<b>Umsatz</b>	<b>121,3</b>	<b>130,0</b>	<b>140,0</b>	<b>150,0</b>	KGV 2005e	71,2
Wertpapierkennnummer (WKN)	830350	- Veränderung ggü. Vorjahr	-0,7 %	7,2 %	7,7 %	7,1 %	KGV 2006e	44,9
Bloombergkürzel	TEG	<b>EBIT</b>	<b>21,9</b>	<b>18,5</b>	<b>20,2</b>	<b>22,5</b>	KGV 2007e	34,2
<b>Kurs (14.10.2005) in Euro</b>	<b>8,50</b>	- Veränderung ggü. Vorjahr	305,7 %	-15,7 %	9,2 %	11,4 %		
Aktienanzahl in Mio.	10,0	- EBIT-Marge	18,1 %	14,2 %	14,4 %	15,0 %	Dividendenrendite 2005e	0,0 %
<b>Marktkapitalisierung in Mio. Euro</b>	<b>85,4</b>	<b>EBT</b>	<b>3,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	Dividendenrendite 2006e	1,2 %
52-Wochen-Hoch (in Euro)	9,29	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-53,8 %	46,7 %	27,3 %	Dividendenrendite 2007e	1,2 %
52-Wochen-Tief (in Euro)	5,81	- EBT-Marge	2,7 %	1,2 %	1,6 %	1,9 %		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	11.273	<b>Jahresüberschuß</b>	<b>2,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	Buchwert je Aktie 2004 (in Euro)	14,51
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	19,6 %	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-41,9 %	58,3 %	31,6 %	Net Asset Value per 30.9.05 (in Euro)	12,38
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	-4,6 %	- Nettomarge	1,7 %	0,9 %	1,4 %	1,7 %		
CDAX-Gewichtung	0,01 %	<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>0,33</b>	<b>0,12</b>	<b>0,19</b>	<b>0,25</b>	Anzahl der Objekte (in 2004)	ca. 4.000
EPRA*-Gewichtung	---	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	-63,8 %	58,3 %	31,6 %	Vermietete Fläche (in qm) (in 2004)	---
Geschäftsjahr	31.12.	<b>Dividende je Aktie</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	Leerstandsquote (in 2004)	3,0 %
Nächster Termin	11.11 (Q III)	- Veränderung ggü. Vorjahr	---	---	---	0,0 %	Mitarbeiter (in 2004)	150
<b>Aktionärsstruktur (30.9.05)</b>	Investorengruppe Dr. Ristow mit 38,3 %, Augendum GmbH mit 9,4 %, ABP Investments mit 4,4%; 47,9 % Freefloat							

Quelle: Bankhaus Lampe, TAG Tegernsee  
\* European Public Real Estate Association

durch drei Kapitalerhöhungen verbessert, liegt aber mit etwas unter 25 % immer noch auf einem nicht zufriedenstellenden Niveau. Bereits durchgeführte bzw. noch fortzusetzende Re- und Neustrukturierungsmaßnahmen beim Bau-Verein und der JUS AG sollen die Kapitalbindung und die Kosten weiter reduzieren.

### Operative Entwicklung

Im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2005 haben sich die Umsatzerlöse des TAG-Konzerns um beachtliche 23 % auf 35,8 Mio. Euro verringert. Ursächlich dafür waren die zurückgegangenen Erlöse in den wichtigen Tochtergesellschaften JUS AG mit einem Umsatzrückgang von 25 % und dem Bau-Verein von 23 %.

Trotz dieser Tatsache konnte das EBIT um 10 % auf 6 Mio. Euro gesteigert werden. Dies resultierte insbesondere aus verringerten Materialaufwendungen von knapp 5 Mio. Euro sowie aus einer Neubewertung der Renditeliegenschaften in Höhe von 3,1 Mio. Euro (2004: 0,3 Mio. Euro). Dadurch hat sich das Konzernergebnis von -1,2 Mio. Euro im Vergleich zum bereinigten Vorjahreswert von -2,7 Mio. Euro verbessert, lag aber immer noch im negativen Bereich.

### Ausblick

Das erklärte Ziel des Vorstandes ist die weitere Verbesserung der Kapitalstruktur des Konzerns, die es den Tochtergesellschaften und der TAG erlauben soll, neues Geschäft zu akquirieren. Das Ende August geschlossene Joint Venture mit der Consensus Business Group (CBG) aus London, die über die Ka-

pitalerhöhungen jetzt auch zu den Aktionären der TAG gehört, soll der Gesellschaft darüber hinaus neue Perspektiven verschaffen. CBG verfügt über ein Portfolio von mehreren Milliarden englischen Pfund und soll der TAG insbesondere ihre internationalen Beziehungen und die Expertise bei der Strukturierung von Finanzierungen zur Verfügung stellen. Insgesamt ist die Gesellschaft für das zweite Halbjahr 2005 zuversichtlich, hat diesbezüglich jedoch keine darüber hinaus gehenden Planungszahlen bekanntgegeben.

### Bewertung

Bei einem aktuellen Net Asset Value von knapp über 12 Euro je Aktie beträgt der Abschlag zum aktuellen Kursniveau beachtliche 30 %. Auch in der Vergangenheit haben wir bei der TAG ei-



Studie des Schokoladenpalais in Leipzig

nen relativ hohen Abschlag auf den jeweiligen NAV gesehen, den wir auf die schwache operative Performance der letzten drei Jahre sowie die bis dato noch verbesserungswürdigen Bilanzrelationen zurückführen. Die drei in diesem Jahr durchgeführten Kapitalerhöhungen sowie die damit auch verbundene Verdoppelung der Marktkapitalisierung innerhalb der letzten 12 Monate

auf über 80 Mio. Euro zeugen unseres Erachtens von einem zumindest teilweise zurückgewonnenen Anlegervertrauen. Für eine weitere Verringerung des Abschlages auf den NAV bedarf es unseres Erachtens jedoch weiterer nachhaltiger operativer Verbesserungen, so daß wir die Aktie auf aktuellem Kursniveau zunächst nur als Halteposition einstufen.

Roland Könen, Bankhaus Lampe

# Vivacon AG

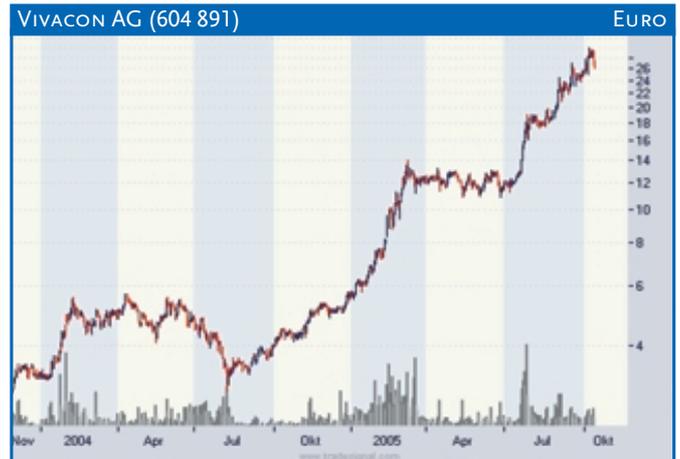
**vivacon AG**

## Konzentration auf institutionelle Kunden

### Unternehmensprofil

Das ursprüngliche Kerngeschäft der Vivacon AG ist der Erwerb und der Verkauf von bezahlbarem Wohnraum an Privatpersonen im Erbbaurecht. Dabei werden zumeist sanierungsbedürftige Bestandwohnanlagen von der Öffentlichen Hand sowie von Industrieunternehmen erworben, saniert oder modernisiert, um sie anschließend an bisherige Mieter, Eigennutzer oder Kapitalanleger zu veräußern. Neben dem Eigenerwerb verkauft die Gesellschaft auch Wohnanlagen im Erbbaurecht für Dritte, wobei Vivacon für den Verkauf eine Provision sowie je nach Vertragsgestaltung die Erbbaurechte an den verkauften Wohneinheiten erhält.

Das Unternehmen hat darüber hinaus Mitte 2003 ein Joint Venture mit der Immobilien-Entwicklungsgesellschaft des französischen Stardesigners Philippe Starck (Yoo Ltd.) bekanntgegeben, das die Exklusivlizenz für den Bau und die Vermarktung von Philippe-Starck-Immobilien in Deutschland beinhaltet. Die neugegründete Yoo Deutschland entwirft, baut und verkauft hochwertige Designerwohnungen mit exklusiver Ausstattung in den Toplagen der deutschen Großstädte wie Berlin, Hamburg oder München. Vergleichbare Konzepte sind bereits in unterschiedlichen Metropolen (u.a. London, Hongkong, Sydney, Miami) erfolgreich umgesetzt worden bzw. werden zur Zeit umgesetzt. Vivacon übernimmt dabei neben den Projektentwick-



lungsaufgaben insbesondere den Großteil des Vertriebes der Wohnungen.

### Strategie

Seit Ende 2004 hat die Gesellschaft ihr Geschäftsmodell mit der Plazierung von ganzen Wohnimmobilienportfolios stark auf den institutionellen Bereich ausgedehnt. Die Privatisierung ganzer Wohnungsportfolios soll nach Angaben der Gesellschaft zukünftig die Kernaktivität des Konzerns bilden. 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 ermöglicht Vivacon somit auch Anlegern ohne etablierte Infrastruktur im deutschen Markt die Möglichkeit, in lokale Wohnungsbestände zu investieren. Dies hat die Gesellschaft im Sommer 2005 mit der Unterzeichnung eines Kooperationsvertrages mit einem kanadischen Pensionsfonds, der bis zu 2 Mrd. Euro in Deutschland investieren will, unterstrichen. Ende September konnte Vivacon bereits das erste Investment für den Fonds mit einem Volumen von rund 90 Mio. Euro bzw. 2.025 Wohneinheiten mit einer Wohnfläche von 110.100 qm bekanntgeben.

### Operative Entwicklung

Die Halbjahreszahlen 2005 sind zum einen von hohen Neubewertungsgewinnen und zum anderen von einer geringeren Anzahl von im Verkauf



Visualisierung eines Gebäudes mit Ziegelfassade

## Vivacon AG

		Kennzahlen in Euro bzw. Mio. Euro						
Internetadresse	www.vivacon.de	nach IFRS	2004	2005e	2006e	2007e	<b>Kennzahlen</b>	
ISIN	DE0006048911	<b>Umsatz</b>	<b>101,9</b>	<b>100,0</b>	<b>160,0</b>	<b>180,0</b>	KGV 2005e	21,1
Wertpapierkennnummer (WKN)	604891	- Veränderung ggü. Vorjahr	135,5 %	-1,8 %	60,0 %	12,5 %	KGV 2006e	16,0
Bloombergkürzel	VIA	<b>EBIT</b>	<b>14,8</b>	<b>39,9</b>	<b>55,8</b>	<b>58,3</b>	KGV 2007e	15,4
<b>Kurs (14.10.2005) in Euro</b>	<b>27,23</b>	- Veränderung ggü. Vorjahr	69,7 %	168,9 %	39,9 %	4,4 %		
Aktienanzahl in Mio.	17,4	- EBIT-Marge	14,6 %	39,9 %	34,9 %	32,4 %	Dividendenrendite 2005e	0,6 %
<b>Marktkapitalisierung in Mio. Euro</b>	<b>473,8</b>	<b>EBT</b>	<b>11,9</b>	<b>37,4</b>	<b>52,8</b>	<b>54,8</b>	Dividendenrendite 2006e	0,7 %
52-Wochen-Hoch (in Euro)	30,25	- Veränderung ggü. Vorjahr	109,7 %	215,1 %	41,3 %	3,7 %	Dividendenrendite 2007e	0,9 %
52-Wochen-Tief (in Euro)	4,14	- EBT-Marge	11,7 %	37,4 %	33,0 %	30,5 %		
Tagesumsatz (Mittelw. d. letzten 6 Mo. in Stück)	150.380	<b>Jahresüberschuß</b>	<b>7,0</b>	<b>21,4</b>	<b>29,7</b>	<b>30,9</b>	Buchwert je Aktie 2004 (in Euro)	3,78
Absolute Performance (seit Jahresanfang)	374,2 %	- Veränderung ggü. Vorjahr	697,1 %	207,5 %	38,5 %	4,0 %	Net Asset Value 2004 (in Euro)	- - -
Absolute Performance (seit 1.1.2003)	2.136,2 %	- Nettomarge	6,8 %	21,4 %	18,6 %	17,2 %		
CDAX-Gewichtung	0,04 %	<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>0,57</b>	<b>1,29</b>	<b>1,70</b>	<b>1,77</b>	Anzahl der Objekte (in 2004)	- - -
EPRA*-Gewichtung	- - -	- Veränderung ggü. Vorjahr	18,3 %	127,4 %	31,9 %	4,0 %	Vermietete Fläche (in qm) (in 2004)	- - -
Geschäftsjahr	31.12.	<b>Dividende je Aktie</b>	<b>- - **</b>	<b>0,15</b>	<b>0,20</b>	<b>0,25</b>	Leerstandsquote (in 2004)	- - -
Nächster Termin	21.11. (Q III)	- Veränderung ggü. Vorjahr	0,0 %	0,0 %	33,3 %	25,0 %	Mitarbeiter	25
<b>Aktionärsstruktur (Sept. 05)</b>	Erwin Walter Graebener 8,57 %, Timo Herbrand 10,17 %, Marc Leffin 9,08 %, Schroder plc 9,95 %, Freefloat 72,18 %							

Quelle: Bankhaus Lampe, Vivacon AG

\* European Public Real Estate Association

\*\* Ausgabe von Gratisaktien

<sup>1)</sup> Ausgabe von Gratisaktien

befindlichen Objekten gekennzeichnet gewesen. So reduzierte sich der Umsatz um 39 % auf 13 Mio. Euro, wohingegen die Gesamtleistung auf 23,3 Mio. Euro gegenüber 19,4 Mio. Euro im Vorjahr gestiegen ist. Das EBIT lag angesichts von Neubewertungsgewinnen in Höhe von 11 Mio. Euro bei 7 Mio. Euro gegenüber -1 Mio. Euro im Jahr 2004. Insgesamt ist jedoch zu beachten, daß die Neubewertung von Grundstücken zum operativen Geschäftsgang der Vivacon gehört und daß aufgrund des Projektgeschäftes traditionell im vierten Quartal der überwiegende Teil des Jahresergebnisses erzielt wird.

Vivacon hat in den letzten Wochen einige positive Nachrichten publizieren können. So hat die Gesellschaft neben dem bereits genannten Portfoliokauf für den kanadischen Pensionsfonds, aus dem der Gesellschaft zunächst rund 0,9 Mio. Euro Investmentgebühren, für 2005 anteilig rund 0,2 Mio. Euro und ab 2006 ca. 0,9 Mio. Euro an Managementgebühren zufließen sollten, für das eigene Portfolio den Kauf dreier Wohnportfolios bekanntgegeben, die insgesamt 6.000 Wohneinheiten in der Region Rhein-Ruhr sowie in Norddeutschland umfassen.

Das Unternehmen beabsichtigt, Erbbaurechte an diesen beiden Wohnungsportfolios zu bestellen und die Wohnungen anschließend im Erbbaurecht zu veräußern. Darüber hinaus kündigte das Management an, daß die Gesellschaft zeitnah weitere Portfolioankäufe plant. Wir gehen davon aus, daß die beiden letztgenannten Wohnungsportfolios wieder relativ günstig eingekauft worden sind und bei einem geschätzten Kaufpreis von rund 140 Mio. Euro und einem Einkaufsfaktor von 11 bis 12 einen Neubewertungsgewinn in Höhe von rund 15 Mio. Euro ergeben haben.

### Bewertung

Die aktuellen Meldungen zeigen unverändert, daß sich die Gesellschaft verstärkt auf Transaktionen mit institutionellen Investoren focussiert. Angesichts der Kooperation mit dem kanadischen Pensionsfonds sollten in den kommenden Monaten noch weitere Nachrichten zu großen Paketkäufen kommen. Ebenso gehen wir davon aus, daß die geplante Verbriefung der in der Bilanz stehenden Erbbaurechtsgrundstücke in den kommen-



Visualisierung eines Vivacon-Projektes

den Wochen bekanntgegeben wird, so daß die Gesellschaft den Forderungen gerecht wird, daß der Erfolg bei der Akquirierung der Grundstücke nicht nur in der Gewinn- und Verlustrechnung als Neubewertungsgewinn gezeigt, sondern auch im Liquiditätszufluß positiv ersichtlich wird.

Aktuell gehen wir davon aus, daß die Unternehmensvorgabe eines Nettoergebnisses von 14 Mio. Euro im Jahr 2005 deutlich übertroffen wird und auch in den kommenden Wochen noch weitere positive Nachrichten zu erwarten sind. Wir stufen den Wert derzeit mit einem Kursziel von 30 Euro ein, was einem KGV auf Basis der 2006er und 2007er Gewinnschätzung von rund 17 entspricht, und bestätigen unsere Einschätzung zu dem Wert mit Halten. Angesichts der fulminanten Kursentwicklung der letzten Monate erkennen wir jedoch auch ein gewisses Rückschlagspotential.

Roland Könen, Bankhaus Lampe

# „Asset-Klasse Immobilienaktie noch völlig unterentwickelt“

*Smart Investor im Gespräch mit Martin Praum, Immobilienaktien-Analyst bei Sal. Oppenheim, über die Aufholjagd deutscher Immobilienaktien, die internationale Standortbestimmung und natürlich die weiteren Perspektiven*

**Smart Investor:** Herr Praum, seit Erscheinen unserer letzten Immobilien-Sonderbeilage vor einem Jahr hat sich bei den börsennotierten deutschen Immobiliengesellschaften einiges getan. Was ist hier der Hintergrund?

**Praum:** Die Gründe dafür sind vielfältig. Wir sahen und sehen ganz klar verstärktes ausländisches Investoreninteresse. Auf dem gesamten europäischen Immobilienmarkt waren in diesem Zeitraum Stabilisierungs-, Erholungs- bis hin zu vereinzelt Überhitzungstendenzen zu beobachten. Auf der Suche nach noch unterbewerteten Märkten rückte dann schließlich Deutschland in den Fokus. Es sind die Aussichten auf eine langsame, aber stetige wirtschaftliche Erholung, getrieben auch durch politische und gesetzgeberische Reformen, die – damals noch vorherrschenden – Abschlüge auf die Nettosubstanzwerte und nicht zuletzt die REIT-Phantasie, die hier ausschlaggebend waren. Nicht zu vergessen, haben viele deutsche Immobiliengesellschaften durch profitable operative Tätigkeit und eine weitere Erhöhung der Kapitalmarktaktivität und auch der Transparenz Werbung in eigener Sache betrieben. Für einen Investor, womöglich sogar aus dem Ausland, ist kaum etwas anlagefeindlicher als Inaktivität sowie nicht gegebene Transparenz.

**Smart Investor:** In der Übersichtstabelle auf S. 6 sieht man aber, daß die Net Asset Values vielerorts schon erreicht sind.

**Praum:** Das ist richtig, jedoch handeln europäische Immobilienaktien zur Zeit sogar mit Prämien auf den NAV. Für die Vergleichsgruppe der deutschen Aktien sehen wir Prämien von 10 % im Bürosektor, von 14 % im Wohnimmobiliensektor und 38 % bei Shopping-Centern. Sicher sind hierbei europäische Unterschiede im Wirtschaftswachstum, verfügbarem Einkommen und Konsumentenverhalten zu beachten. Aber selbst in einem sich nur stabilisierenden Markt erwarten wir eine weitere Steigerung des NAV bei den deutschen Immobilienaktien auch durch neue profitable Geschäftsfelder und operatives Wachstum. Dies repräsentiert auch den „added value“, den der Vorstand einer Aktiengesellschaft Investoren durch aktives Management bieten sollte. Eine weitere Erholung der Immobilienmärkte kommt hier noch als „add-on“ hinzu. Nicht zu vergessen, daß einige Firmen auch im europäischen Ausland aktiv sind und dort von stärkeren Wachstumstendenzen profitieren werden. Diese Erwartung rechtfertigt in unseren Augen auch selektiv Prämien auf den NAV und somit weiter steigende Kurse für ausgewählte Immobilienaktien.

**Smart Investor:** Angenommen, REITs würden vielleicht Anfang 2007 endlich in Deutschland eingeführt. Was würde sich überhaupt ändern?

**Praum:** Ein großes Interesse haben sicherlich nicht gelistete deutsche Immobilienfirmen, die in der REIT-Einführung eine Chance auf eine generelle Marktbelebung der Asset-Klasse „Immobilienaktie“ sehen, was in unseren Augen mittelfristig zu einer deutlich erhöhten Neuemissionsaktivität führen sollte. Diverse Marktteilnehmer, von Industrieunternehmen über öffentliche Stellen bis zu ausländischen Opportunity Fonds, sehen einer REIT-Einführung positiv entgegen. Der deutsche Immobilienaktienmarkt litt jahrelang nicht nur unter einer anderen Besteuerung im Vergleich zu offenen Immobilienfonds, sondern auch unter limitierter Daten-Transparenz. Trotz der verzeichneten Erfolge der letzten Quartale führen deutsche Immobilienaktien im Vergleich zu anderen europäischen Märkten weiterhin ein Nischendasein. Wir erwarten, daß eine attraktive REIT-Struktur den Investorenfokus verstärkt auf deutsche Immobilienaktien lenken wird. Auch prognostizieren wir eine steigende Professionalität sowie Transparenz, was weiteres Auslandskapital anlocken dürfte. Da es daran in Teilbereichen noch mangelt, sehen wir nicht nur den deutschen Immobilienaktienmarkt, sondern auch den Immobilienmarkt insgesamt als „unterentwickelt“ an. Dies sollte sich jedoch durch erhöhte Transparenz, Standard Setting und harmonisierte Datenverfügbarkeit verbessern. Dies bestätigt uns in unserer Meinung, daß der deutsche Immobilienaktienmarkt noch völlig unterentwickelt ist – was jedoch auf der anderen Seite zukünftig vielfältige Chancen für Investoren eröffnet!

**Smart Investor:** Herr Praum, herzlichen Dank für das aufschlußreiche Gespräch.

Interview: Falko Bozicevic

Das ausführliche Interview finden Sie auf unserer Homepage [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de)



Martin Praum