

IMMOBILIENAKTIEN 2008/2009



Bankhaus Lampe

FÜR WENIGE BESONDERES LEISTEN.

IMPRESSUM

REDAKTIONSSCHLUSS

16. Oktober 2008

EQUITY SALES

Justin Barnebeck
Fon + 49 (0)211 4952-753
justin.barnebeck@bankhaus-lampe.de

Axel Frein
Fon + 49 (0)211 4952-955
axel.frein@bankhaus-lampe.de

André Gollmer
Fon + 49 (0)211 4952-751
andre.gollmer@bankhaus-lampe.de

Ulrich Klingmüller, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-784
ulrich.klingmueller@bankhaus-lampe.de

Peter Lohren
Fon + 49 (0)211 4952-782
peter.lohren@bankhaus-lampe.de

Oliver Marx
Fon + 49 (0)211 4952-178
oliver.marx@bankhaus-lampe.de

Elmar Peters
Fon + 49 (0)211 4952-640
elmar.peters@bankhaus-lampe.de

Carla dos Santos Reichert
Fon + 49 (0)211 4952-786
carla.reichert@bankhaus-lampe.de

EQUITY SALES TRADING

Matthias Rolke
Fon + 49 (0)211 4952-755
matthias.rolke@bankhaus-lampe.de

RESEARCH

Marc Gabriel, CIIA, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-313
marc.gabriel@bankhaus-lampe.de

Sebastian Hein
Fon + 49 (0)211 4952-606
sebastian.hein@bankhaus-lampe.de

Leslie Iltgen, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-289
leslie.iltgen@bankhaus-lampe.de

Frank Neumann
Fon + 49 (0)211 4952-637
frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Christoph Schlienkamp, Investmentanalyst DVFA
Fon + 49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Gordon Schönell
Fon + 49 (0)211 4952-455
gordon.schoenell@bankhaus-lampe.de

OFFICE MANAGEMENT

Nicole Juskowiak
Fon + 49 (0)211 4952-607
nicole.juskowiak@bankhaus-lampe.de

Nicole Reckin
Fon + 49 (0)211 4952-128
nicole.reckin@bankhaus-lampe.de

Elke Röhling-Kampmann
Fon + 49 (0)211 4952-635
elke.roehling-kampmann@bankhaus-lampe.de

research@bankhaus-lampe.de
Fax + 49(0)211 4952-494

Immobilienaktien 2008/2009

Einleitung	3
Immobilienwerte im MDAX und SDAX	4
Bestimmungsfaktoren für die Kursentwicklung der Immobilienaktien	6
Quantitative und qualitative Bewertungsparameter	8
EXKURS: Immobilienmarkt allgemein	12

UNTERNEHMENSANALYSEN

alstria office REIT-AG	15
AVW Immobilien AG	17
Colonia Real Estate AG	19
DESIGN Bau AG	21
Deutsche EuroShop AG	23
Deutsche Wohnen AG	25
DIC Asset AG	27
GAGFAH S.A.	29
IVG Immobilien AG	31
PATRIZIA Immobilien AG	33
TAG Immobilien AG	35
Vivacon AG	37

UNTERNEHMEN AUßERHALB UNSERES ANLAGEUNIVERSUMS

DR Real Estate AG	39
ESTAVIS AG	40
fair value REIT-AG	41
FranconoWest AG	42
GRÜEZI Real Estate AG	43
GWB Immobilien AG	44
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	45
Hamborner AG	46
HELMA Eigenheimbau AG	47
IFM Immobilien AG	48
InCity Immobilien AG	49
informica real invest AG	50
KWG Kommunale Wohnen AG	51

POLIS Immobilien AG	52
RCM Beteiligungs AG	53
Rücker Immobilien AG	54
VIB Vermögen AG	55
.....	
Tabellenanhang	56
Disclosures	60

EINLEITUNG

Die Aktienkurse von Immobiliengesellschaften haben in den letzten Monaten überdeutlich an Wert verloren, so dass vielfach historische Tiefststände erreicht wurden. In unserer Publikation gehen wir auf den Kursverlauf detaillierter ein und verweisen auf mögliche Gründe für diese Entwicklung, die bereits vor den turbulenten Börsenzeiten der vergangenen Wochen einsetzte.

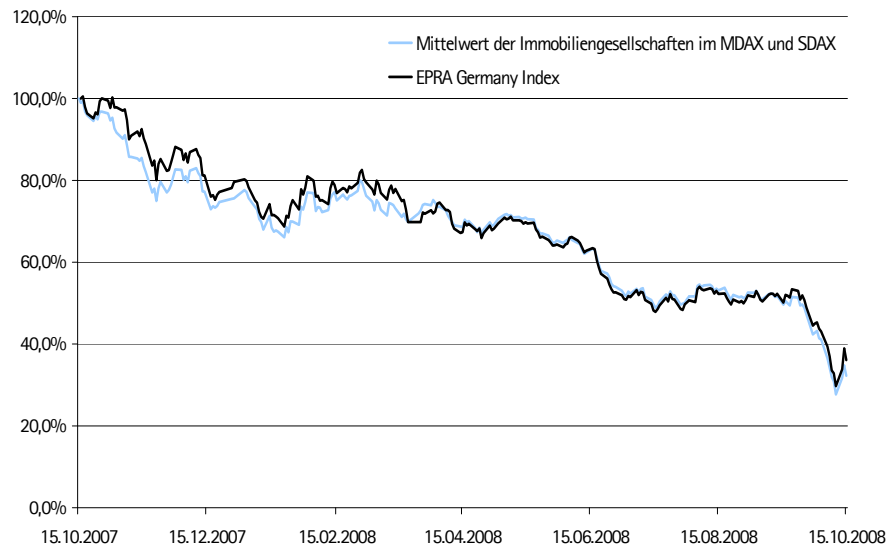
Im weiteren Verlauf finden sich Analysen zu den Werte, die sich in unserem Coverage-Universum befinden.

Der allgemeine Teil sowie der Analyseteil werden durch einen Überblick über weitere börsennotierte Immobiliengesellschaften ergänzt, die sich nicht in unserer Coverage befinden. Durch diese Werte lassen sich Quervergleiche zu den von uns gecoverten Werten ziehen. Zudem haben einige dieser Werte unseres Erachtens Potenzial und könnten als „Geheimtipp“ gelten.

IMMOBILIENWERTE IM MDAX UND SDAX

Der Vorjahresvergleich der Immobilienaktien im MDAX und SDAX fällt ernüchternd aus. Der einfache Schnitt über die Wertentwicklung aller zehn in diesen beiden Indizes gelisteten Gesellschaften zeigt auf, dass diese Aktien aktuell nur noch knapp ein Drittel des Vorjahreswertes aufweisen.

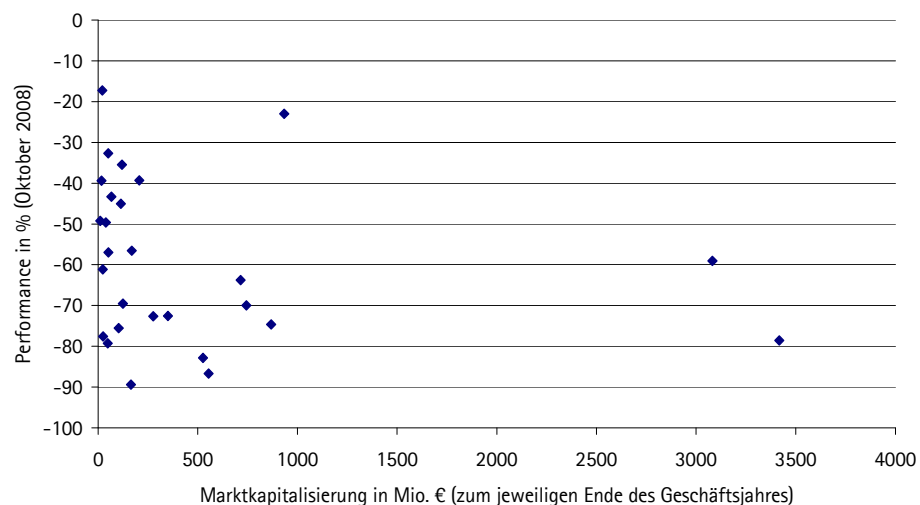
Wertentwicklung aller Immobilienaktien



Quelle: Bloomberg, Bankhaus Lampe Research

Diese negative Entwicklung fand sowohl bei den oben erwähnten Titeln im MDAX und SDAX als auch bei den kleineren Werten statt. Während sich am Anfang diesen Jahres die größten Titel gegenüber den kleineren relativ stabil hielten, da Investoren vor allem erst die Werte mit geringer Marktkapitalisierung und geringer Liquidität veräußerten, scheint es momentan allerdings keine Rolle mehr zu spielen, welche Marktkapitalisierung ein Wert hat. Es ist vielmehr ein allgemeiner Rückzug der Investoren aus dem Immobiliensektor zu beobachten.

Marktkapitalisierung vs. Performance



Quelle: Bloomberg, Bankhaus Lampe Research

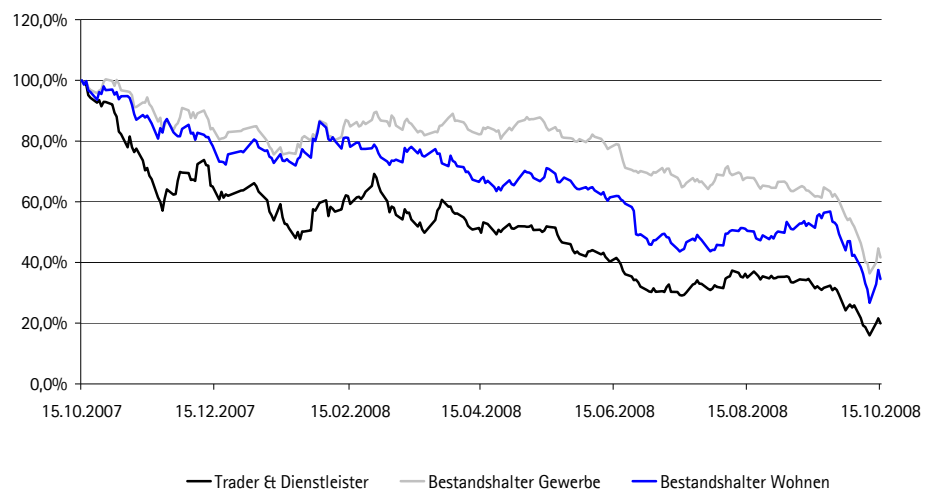
Im vorhergehenden Schaubild haben wir für 30 Titel, die auch in dieser Publikation besprochen werden, die Wertentwicklung im vergangenen Jahr der Marktkapitalisierung am Ende des letzten Geschäftsjahres gegenüber gestellt. Es scheint hier aktuell kein Zusammenhang zu bestehen.

Es gibt aber offenbar einen Zusammenhang zwischen Geschäftsmodell und Performance. Am stabilsten haben sich die Aktien der Bestandshalter entwickelt. Vor allem die Bestandshalter für Gewerbeimmobilien konnten lange Zeit der Marktentwicklung trotzen, kamen aber im Zuge des Ausverkaufs an den Börsen zuletzt auch zunehmend unter Druck.

Für die Gesellschaften, die ein Geschäftsmodell verfolgen, das sich im großen Maße auf Dienstleistungen rund um die Immobilie stützt sowie von Transaktionen lebt, stellte sich die Entwicklung schwieriger dar.

In der nachfolgenden Grafik vergleichen wir die Wertentwicklung der einzelnen Geschäftsmodelle. Bei den „Tradern/ Dienstleistern“ haben wir Colonia, PATRIZIA sowie Vivacon zusammengefasst. In der Zusammenstellung „Bestandshalter Gewerbe“ befinden sich alstria, Deutsche EuroShop, DIC Asset und die IVG. Die dritte Gruppe „Bestandshalter Wohnen“ besteht aus Deutsche Wohnen und Gagfah.

Wertentwicklung aller Immobilienaktien im MDAX und SDAX (Aufteilung nach Geschäftsmodellen)



Quelle: Bloomberg, Bankhaus Lampe Research

Unseres Erachtens sind diese Sachverhalte folgendermaßen zu interpretieren: Die Investoren haben sich insgesamt im Jahresverlauf vermehrt von ihren Anteilen der Immobiliengesellschaften getrennt. Sie unterschieden hierbei nicht nach Marktkapitalisierung oder Liquidität der Aktie. Was aber eine Rolle zu spielen schien, war das Geschäftsmodell. Damit halten sich in der momentanen Situation die Werte am besten, die nachhaltige und stabile Cash-flows generieren können. Gegenüber Geschäftsmodellen mit höheren Unsicherheiten zeigen Investoren hingegen eine größere Risikoaversion.

BESTIMMUNGSFAKTOREN FÜR DIE KURSENTWICKLUNG BEI IMMOBILIENAKTIEN

Seit Mitte des letzten Jahres sind die Kurse der Immobilienaktien rückläufig. Noch Mitte 2007 notierte eine Vielzahl der Immobiliengesellschaften über ihrem Net Asset Value (NAV). Aus heutiger Sicht war dies eine Übertreibung nach oben. Die aktuellen Aktienkurse notieren allerdings deutlich unter dem jeweiligen Net Asset Value. Unseres Erachtens handelt es sich hier ebenfalls um eine Übertreibung in umgekehrter Richtung. Neben den aktuellen Verwerfungen am Kapitalmarkt lässt sich eine Vielzahl von Gründen für die aktuelle Situation nennen. Dies sind unseres Erachtens:

- eingeschränkte Finanzierungsmöglichkeiten
- Zinsschranke
- möglicher Wertberichtigungsbedarf auf Immobilien
- fehlende Stabilität des Geschäftsmodells

Eingeschränkte Finanzierungsmöglichkeiten

Aus der Subprime-Krise des Vorjahres ist eine Vertrauenskrise zwischen den Banken geworden. Dies hat die Finanzierungsmöglichkeiten vieler Immobilienunternehmen eingeschränkt oder aber zumindest verteuert. In kürzester Zeit hat der Kapitalmarkt die Freude an Unternehmen mit hohem Leverage verloren und setzt vermehrt auf solide finanzierte Unternehmen. Die niedrigen verzinslichen Kredite der vergangenen Jahre sollten sich auf absehbare Zeit nicht wieder realisieren lassen. Zudem haben viele Banken ihre Risikoaufschläge gegenüber Immobilienunternehmen erhöht.

Diese Entwicklung ist aber nicht nur kreditseitig zu beobachten. Auch bei der Eigenkapitalbeschaffung hat sich die Situation verschlechtert. Da kaum eine Aktie eines Immobilienunternehmens in der Nähe des Net Asset Value notiert, wird in vielen Fällen eine Kapitalerhöhung ausgeschlossen. Unseres Erachtens werden diese Kapitalmaßnahmen erst wieder stattfinden, wenn der Aktienkurs zum NAV mindestens 85% beträgt.

Die eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten werden am deutlichsten beim Ausblick der Immobiliengesellschaften sichtbar. Die Mehrzahl dieser Unternehmen hatte im Vorjahr ein weiteres Wachstum des Portfolios in Aussicht gestellt. Dieses sollte durch mögliche Kapitalerhöhungen auf der einen und vermehrte Aufnahme von Fremdkapital auf der anderen Seite finanziert werden. Im momentanen Umfeld sind die Unternehmen zurückhaltender und legen ihren Schwerpunkt vermehrt auf die Optimierung des eigenen Bestandsportfolios. Dazu zählen vor allem das Heben zusätzlicher Werte durch Verbesserung der Mieterstruktur, Verkauf einzelner Objekte, Senkung der Kosten, eventueller Ausbau der Flächen oder aber die Modernisierung ausgesuchter Objekte.

Insgesamt ist festzuhalten, dass es durch die eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten zu Notverkäufen von Immobilien bei verschiedenen Gesellschaften kommen könnte. Unseres Erachtens sind davon vor allem Unternehmen betroffen, die einen hohen Teil ihrer Immobilienwerte durch Fremdkapital finanziert haben.

Zinsschranke

Eine weitere Problematik, der sich Immobilienunternehmen stellen müssen, ist die Zinsschranke. Dieses Instrument ist ein Bestandteil der Unternehmenssteuerreform 2008 und wurde vor dem Hintergrund entwickelt, Steuersparmodelle internationaler Unternehmen zu verhindern. Bisher war es beispielsweise möglich, durch Kapitalzufuhr einer ausländischen Tochter steuerlich abzugsfähigen Zinsaufwand in Deutschland und die Zinserträge im Ausland verbuchen zu lassen. Durch die Zinsschranke soll dieser Transfer von Gewinnen aus Deutschland ins Ausland eingeschränkt werden.

Die Zinsschranke vermindert die Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen als Betriebsausgaben. Grundsätzlich können nur Aufwendungen bis zur Höhe des angefallenen Zinsertrages desselben Jahres abgesetzt werden. Die Differenz, die darüber hinausgeht, kann nur bis zu 30% des EBITDA abgesetzt werden. Der Nettozinsaufwand, der über diesem Betrag liegt, ist nicht mehr abzugsfähig. Der nicht abzugsfähige Anteil des Nettozinsaufwandes wird gesondert festgestellt und kann als Zinsvortrag in die nachfolgenden Jahre weiter geschrieben werden.

Durch diese Konstruktion ist es denkbar, dass ein Unternehmen einen Verlust aufweist und dennoch Steuern zahlen muss. Besonders Immobilienunternehmen, die traditionell einen hohen Anteil ihrer Assets durch Fremdkapital finanzieren, sind von der Zinsschranke betroffen.

Um dies zum Teil zu vermeiden, wurden einige Anforderungen definiert, bei denen die Zinsschranke nicht zum Tragen kommt:

- Nettozinsaufwand ist geringer als 1,0 Mio. €
- das Unternehmen ist nicht Teil eines Konzerns
- das Unternehmen ist Teil eines Konzerns, aber die Eigenkapitalquote liegt nicht bedeutend unter der des Gesamtkonzerns

Bisher ist dieses Thema unseres Erachtens in den Unternehmen nur unzureichend thematisiert worden. Wir gehen davon aus, dass dies daran liegt, dass diesbezüglich zuviel Unsicherheit vorhanden ist. Viele Immobilienunternehmen sind zuversichtlich, nicht unter die Zinsschranke zu fallen, aber endgültige Gewissheit wird unseres Erachtens erst im nächsten Jahr herrschen.

Möglicher Wertberichtigungsbedarf auf Immobilien

Eine weitere Thematik besteht in einem möglichen Wertberichtigungsbedarf in den Beständen einzelner Gesellschaften. In Deutschland hat es, anders als in vielen anderen westlichen Industriestaaten, keinen Boom bei den Immobilienpreisen gegeben, so dass im aktuellen Marktumfeld auch eine Korrektur nach unten geringer ausfallen sollte als in anderen Ländern.

Durch höhere Risikoabschläge sowie durch höhere Zinsen könnten die Bewertungen von Immobilien gesenkt werden. Dieser Entwicklung kann aber durch gezieltes Asset Management, wie Mieterhöhungen oder Leerstandsreduktion, entgegengetreten werden.

Unseres Erachtens könnten an dieser Stelle vor allem Gesellschaften betroffen sein, die im Vorjahr durch Bewertungsgewinne auf Immobilien Gewinne zeigen konnten.

Wir gehen davon aus, dass der Abschreibungsdruck auf absehbare Zeit vor allem bei Büroimmobilien steigen dürfte. Durch die Abkühlung der Konjunktur rechnen wir damit, dass die Mieten bei Büroimmobilien in den größten deutschen Regionen bald nur noch stagnieren und sich gegebenenfalls sogar rückläufig entwickeln könnten.

Bei Wohnimmobilien hingegen gehen wir davon aus, dass der Abschreibungsbedarf in absehbarer Zukunft moderat ausfallen sollte. Durch die stabilen bzw. steigenden Marktmieten sollte der Wert der Wohnimmobilien in vielen Fällen konstant gehalten werden.

Nicht alle Unternehmen haben in der Vergangenheit ihre Bewertungsgewinne durch die Gewinn- und Verlust-Rechnung laufen lassen. Bei den Bestandhaltern ist dies die DIC Asset und bei den Händlern die PATRIZIA (nur ein geringer Teil wurde hier neu bewertet) sowie die Vivacon.

Fehlende Stabilität des Geschäftsmodells

Wie eingangs beschrieben, haben die Aktienkurse in Abhängigkeit zum Geschäftsmodell performt. Am besten schnitten die Bestandhalter ab, die auch in wirtschaftlich anspruchsvolleren Zeiten stabile Cash-flows generieren können.

Wir gehen aktuell davon aus, dass durch die Eintrübung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Deutschland der Vorteil aktuell vor allem bei dieser Gruppe von Immobilienunternehmen liegen wird. Unternehmen, die sich auf das Handeln von Immobilien bzw. auf das Anbieten von Dienstleistungen im Immobilienbereich spezialisiert haben, sollten es kurzfristig schwieriger haben, mit ihrer operativen Stärke zu beeindrucken. Geschäftsmodelle in der Nische, wie Einfamilienhausprivatisierung bzw. Kauf von Erbbaurechten, sind davon aber auszunehmen.

QUANTITATIVE UND QUALITATIVE BEWERTUNGSPARAMETER

Im Folgenden haben wir uns mit verschiedenen Alternativen befasst, nach denen die Auswahl von Immobilienaktien gestaltet werden kann. Diese Betrachtungsweise ist unabhängig von der in dem einzelnen Unternehmensporträt vertretenen Anlageempfehlung und soll als Ergänzung dienen, um sich der Thematik auch aus einer anderen Perspektive nähern zu können. Ferner sehen wir uns nur die im MDAX und SDAX vertretenen Werte an.

Bei den nachstehenden Bewertungsansätzen stehen folgende Parameter im Mittelpunkt:

- Aktienkurs zu NAV je Aktie
- Immobilienvermögen zu Nettofinanzverbindlichkeiten
- Geschäftsmodell
- Übernahmephantasie

Aktienkurs zu NAV je Aktie

Bei dieser Betrachtungsweise richtet sich der Blick auf das Verhältnis zwischen Aktienkurs und NAV je Aktie bzw. Eigenkapital je Aktie. Die Bewertungsabschläge auf den Net Asset Value suggerieren, dass sich die Bestandshalter für Gewerbeimmobilien besser halten als die Bestandshalter für Wohnimmobilien. Dies ist aber vor allem durch den Ausreißer Deutsche Euro-Shop bedingt, der sich mit knapp 80% Kurs zu NAV je Aktie relativ stabil gegenüber der Peer-Group hält.

Übersicht- Kurse und Net Asset Value (NAV)					
in €	Kurs	NAV je Aktie	EK je Aktie	Kurs zu NAV j.A.	Kurs je EK j.A.
alstria office REIT-AG	5,10	15,10	15,46	33,8%	33,0%
Colonia Real Estate AG	2,82	15,90	14,03	17,7%	20,1%
Deutsche EuroShop AG	20,26	26,91	24,60	75,3%	82,4%
Deutsche Wohnen AG	7,90	37,35	35,48	21,2%	22,3%
DIC Asset AG	7,02	23,04	18,86	30,5%	37,2%
GAGFAH S.A.	5,67	14,15	12,49	40,1%	45,4%
IVG Immobilien AG	5,71	27,62	17,55	20,7%	32,5%
PATRIZIA Immobilien AG	1,85	n.a.	6,58	n.a.	28,1%
TAG Immobilien AG	2,26	12,36	9,50	18,3%	23,8%
Vivacon AG	4,87	n.a.	11,80	n.a.	41,3%
Trader und Dienstleister				n.a.	29,8%
Bestandshalter Gewerbe				40,1%	46,3%
Bestandshalter Wohnen				30,6%	33,8%
Top-10-Immobilienwerte				32,2%	36,6%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Immobilienvermögen zu Nettofinanzverbindlichkeiten

Eine weitere Möglichkeit, sich einer Bewertung der Immobilienwerte im MDAX und SDAX zu nähern, ist die Betrachtung des Immobilienvermögens einer Gesellschaft im Verhältnis zu den Nettofinanzverbindlichkeiten. Umso höher diese Kennzahl ist, desto größer ist der Anteil der Immobilienwerte, der durch Fremdkapital finanziert wurde, und damit das Risiko bezüglich möglicher Anschlussfinanzierungen. Dies birgt die Gefahr von möglichen Notverkäufen im Immobilienportfolio. Wir bedienen uns hier einer einfachen Definition der Immobilienwerte sowie der Nettofinanzverbindlichkeiten.

Am konservativsten sind hier die Deutsche EuroShop sowie die alstria office finanziert, deren Kennzahl unter 60% liegt.

Einen höheren Leverage weisen dagegen die Werte der IVG sowie der PATRIZIA auf, deren Kennziffer bei ca. 80% liegt. Beide Unternehmen hatten im vergangenen Jahr ihre Immobilienbestände stark ausgebaut. Bei der IVG gehen wir davon aus, dass diese Kennzahl, vor dem Hintergrund des Kavernenverkaufs sowie durch die Veräußerung anderer Immobilienbestände in den nächsten Monaten, weiter sinken wird.

Übersicht- Assets und Nettofinanzverbindlichkeiten			
in Mrd. €	Assets*	Nettofinanzverbindlichkeiten**	Anteil der Verbindlichkeiten zu den Assets
Deutsche EuroShop AG	1,7	0,8	50,8%
alstria office REIT-AG	1,9	1,1	57,3%
TAG Immobilien AG	0,9	0,5	61,2%
DIC Asset AG	2,4	1,5	63,1%
GAGFAH S.A.	10,1	6,8	67,3%
Deutsche Wohnen AG	3,3	2,2	66,9%
Colonia Real Estate AG	0,8	0,6	68,7%
Vivacon AG	0,8	0,6	73,4%
IVG Immobilien AG	7,3	5,8	79,6%
PATRIZIA Immobilien AG	1,5	1,2	80,7%

* Renditeliegenschaften; Grundstücke und unfertige Bauten, Vorräte, bzw. Marktwert

**Verbindlichkeiten von Kreditinstituten und andere verzinsliche Verbindlichkeiten (wie Pensionsverbindlichkeiten) abzügl. Kasse

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Geschäftsmodell

Wie oben beschrieben, haben Investoren bei der aktuellen Marktlage unterschiedliches Vertrauen zu den Geschäftsmodellen der Gesellschaften. Unseres Erachtens sind kurzfristig vor allem Geschäftsmodelle mit einer klaren Fokussierung, vor allem auf die Bestandshaltung, von Vorteil. Diese sichern auf der einen Seite stabile Cash-flows durch die Mietgenerierung und auf der anderen Seite ist der Einstieg aktuell durch die geringen Aktienkurse zu einem relativ geringen Preis zu realisieren. Bei den Geschäftsmodellen, deren Schwerpunkt auf dem Handel von Immobilien sowie dem Angebot von Dienstleistungen liegt, ist die Visibilität im momentanen Umfeld nur geringfügig gegeben.

In der nachfolgenden Übersicht haben wir die Geschäftsmodelle der Unternehmen in verschiedene Gruppen gegliedert. Die Auswahl haben wir anhand der unseres Erachtens wichtigsten

Säule des Geschäftsmodells gegliedert. Diese Darstellung soll nur als grober Richtwert gelten. In einigen Gesellschaften gibt es auch Bereiche, die in andere Gruppen eingeordnet werden könnten.

Übersicht- Geschäftsmodelle	
Geschäftsmodell	Unternehmen
Gewerbe-Bestandshalter	alstria office REIT-AG
	Deutsche EuroShop AG
	DIC Asset AG
	IVG Immobilien AG
Wohn-Bestandshalter	Deutsche Wohnen AG
	GAGFAH S.A.
Trader/ Dienstleister	Colonia Real Estate AG
	PATRIZIA Immobilien AG
	Vivacon AG
Verschiedenes	TAG Immobilien AG

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Übernahmephantasie

Auch wenn Übernahmephantasien durch die aktuell angespannte Lage an den Kapitalmärkten kurzfristig kein Treiber für die Wertentwicklung der Immobilienwerte sein sollten, so könnte dieser Aspekt bei einer Erholung des Marktes wieder an Bedeutung gewinnen.

Übersicht- Marktkapitalisierung und Free-float			
	Free-float	Marktkap. in Mio. €	Ff Marktkap. in Mio. €
Vivacon AG	86,4%	95,0	82,05
Deutsche EuroShop AG	80,5%	696,5	560,71
IVG Immobilien AG	79,0%	662,4	523,26
Colonia Real Estate AG	72,0%	63,4	45,61
TAG Immobilien AG	53,0%	73,6	39,01
DIC Asset AG	50,2%	200,1	100,44
PATRIZIA Immobilien AG	49,8%	96,4	48,03
Deutsche Wohnen AG	45,4%	208,6	94,69
alstria office REIT-AG	39,0%	285,6	111,38
GAGFAH S.A.	24,8%	1.279,2	317,23
Top-10-Immobilienwerte		3.660,6	

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Es sind die Aktien im Blickfeld zu behalten, bei denen der Free-float relativ hoch ist und eine Übernahme eines Dritten erfolgen könnte.

Zu diesen Werten könnten die IVG Immobilien sowie Vivacon zählen. Bei der Deutsche EuroShop sollte dies durch den Hauptaktionär, der Familie Otto, aktuell kein Thema sein. Ein

weiterer Kandidat für ein mögliches Übernahmeszenario ist die TAG. Dieser Wert hat zwar einen Free-float in Höhe von ca. 50%, aber die gebundenen Anteile sind zwischen verschiedenen Adressen aufgeteilt. Aber auch die Colonia Real Estate könnte ein Objekt einer Übernahme sein. Bisher hielt der Hauptaktionär in diesem Wert ca. 28% der Anteile, hat diese aber jüngst auf unter 25% gesenkt. Zu den möglichen Käufern solcher Gesellschaften könnten entweder Investoren zählen, die den Einstieg in den deutschen Immobilienmarkt suchen oder ihre Präsenz ausbauen wollen. Durch den Kauf von Immobiliengesellschaften kann der Investor derzeit günstig an der Asset-Klasse Immobilien partizipieren.

Am anderen Ende des Spektrums sind Werte zu finden, bei denen man durch den geringen Free-float von einer Komplettübernahme des Wertes durch den Hauptaktionär ausgehen könnte. Bei einer Mikrobetrachtung fällt diese Option aber aus, denn bei der GAGFAH ist aktuell nicht davon auszugehen, dass der Hauptaktionär, die Fortress Gruppe, ihre Anteile erhöht und bei alstria office ist ebenfalls eine Übernahme auszuschließen, da es sich um eine REIT-AG handelt.



EXKURS: IMMOBILIENMARKT ALLGEMEIN

Einleitung

Der folgende Exkurs soll einen kurzen Überblick über den aktuellen Zustand des Immobilienmarktes in Deutschland geben. Wir fokussieren uns dabei auf Wohn- sowie Gewerbeimmobilien. Zuerst werden wir die Transaktionsaktivität von Gewerbe- und Wohnimmobilien beleuchten. Unabhängig von dieser Entwicklung wird kurz die Situation bei den Mieterträgen von Büro- und Wohnimmobilien betrachtet. Die Betrachtung wird mit der allgemeinen Entwicklung der deutschen Immobilien abgerundet.

Immobilienhandel

Nach Berechnung von C&W (Cushman & Wakefield) wurden im ersten Halbjahr 2008 in Deutschland ca. 125.000 Einheiten mit einem Volumen von 4,7 Mrd. € als Wohnimmobilien gehandelt. Dies entspricht einem Minus der gehandelten Wohneinheiten von 11%. Das Transaktionsvolumen sank mit 34% noch deutlicher. Vor allem der Verkauf der LEG-NRW mit 93.000 Wohnungen führte dazu, dass das Transaktionsvolumen nicht noch weiter rückläufig war.

Auf Gesamtjahressicht sind 372.000 Einheiten (in 2005), 310.000 Einheiten (in 2006) und 270.000 Einheiten (in 2007) gehandelt worden. Im zweiten Halbjahr 2008 ist mit weiteren Rückgängen zu rechnen. Nicht zuletzt sollte die aktuelle Verfassung der Finanzmärkte dafür ausschlaggebend sein.

Zudem haben die Marktteilnehmer aktuell nicht mehr mit einer „Yield-Compression“, wie in den letzten Jahren zu kämpfen. Vielmehr sind die Renditen der gehandelten Portfolien, insbesondere auch durch die gestiegenen Zinsen, höher als vor einem Jahr.

Die Situation bei den Gewerbeimmobilien stellt sich vergleichbar dar. Nach einer Studie der DTZ und JLL (Jones Lang LaSalle) wurden im ersten Halbjahr 2008 Gewerbeimmobilien im Wert von 12 Mrd. € (Vj.: 26 Mrd. €) umgesetzt. Auf Büroimmobilien entfielen 33% und auf Einzelhandelsimmobilien 38%. Auch bei den Gewerbeimmobilien ist zunehmend eine steigende Rendite auf die Objekte zu beobachten, was durch höhere Zinsen bedingt ist und zugleich zu geringeren Transaktionspreisen führt. Durch das gesunkene Transaktionsvolumen ist ein Vergleich der Preise schwieriger. In Zukunft ist davon auszugehen, dass die Preise für Immobilien in Randlagen weiter zurückgehen und zunehmend Immobilien in den florierenden Wirtschaftszentren in Deutschland an Wert gewinnen. Die Mietentwicklung in den einzelnen Regionen untermauert diese These.

Mitverantwortlich für diesen rasanten Rückgang der Transaktionen ist die Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe, was sich unter anderem auch bei den Margenforderungen widerspiegelt. Aktuell belaufen sich diese auf bis zu 160 Basispunkte (vorherige Finanzierung bei ca. 80 Basispunkten).

Offenbar hat sich zudem bei einer Vielzahl von Immobilienunternehmen die Art der Transaktionen verändert. Im Vorjahr waren vor allem Portfoliotransaktionen gefragt. Mittlerweile werden wieder vermehrt Transaktionen von Einzelimmobilien bzw. kleineren Portfolien bevorzugt. Zum Beispiel wurden in den ersten sechs Monaten 2008 46% der Transaktionen bei den Gewerbeimmobilien in Einzeltransaktionen durchgeführt und 47% in bundesweiten Portfolien, wobei das Volumen bei dieser Art von Transaktionen um 60% gegenüber dem Vorjahr sank.

Mietentwicklung

Bei den Wohnimmobilien ist die Mietentwicklung heterogen. Zum Halbjahr 2008 hatten sich die inserierten Schwerpunktmieten (= häufigster angebotener Mietpreis im jeweiligen Halbjahr) nach einer Untersuchung von JLL gegenüber dem Vorjahr in Frankfurt/Main um 6,5% erhöht. In München betrug das Wachstum 4,4%, in Berlin 2,5%, Düsseldorf 1,9% und Hamburg 1,2%.

Im Gewerbebereich (hier nur Büroimmobilien) stiegen nach einer Studie von JLL die Spitzenmieten in drei der fünf großen Regionen (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt/M., Hamburg, München) weiter an. Nur Frankfurt und Düsseldorf mit einer Spitzenmiete von 37 €/m² bzw. 22,50 €/m² blieben gegenüber Ende 2007 stabil. Berlin stieg auf 21,50 €/m² (21,00 €/m², Ende 2007), Hamburg auf 23,50 €/m² (23,00 €/m²) und München auf 30,50 €/m² (30,00 €/m²). Die mittelfristige Entwicklung lässt sich anhand der „Büro-Immobilienuhr“ beschreiben. Die zuletzt von JLL veröffentlichte Version ordnete die Städte Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München beim „verlangsamten Mietpreiswachstum“ ein. Berlin dagegen befand sich noch im Bereich des „beschleunigten Mietpreiswachstums“.

Immobilienpreise

Die Immobilienpreise in Deutschland sind anders als in anderen Industriestaaten in den vergangenen Jahren weniger deutlich gestiegen. Die Mieten im Gewerbe- wie auch im Wohnimmobilienbereich waren unter internationalen Gesichtspunkten sehr niedrig. Diese scheinbare Unterbewertung, gepaart mit nachlassenden Neubauaktivitäten, gerade bei den Wohnimmobilien, hat für einen Zustrom von ausländischem Kapital in diesen Sektor geführt. Da es nun aber zu keiner dauerhaften und hohen Anpassung der Immobilienpreise nach oben kam und die Finanzkrise die Refinanzierungsmöglichkeiten vieler, gerade kurzfristig orientierter Investoren zusammenschrumpfen ließ, sollten günstige Immobilien in den nächsten Jahren auf den Markt kommen können. Dafür sprechen auch die höheren Renditen der jetzt angebotenen Immobilien.

Insgesamt sind aktuell zwei gegenläufige Tendenzen zu erkennen: Einerseits steigen die Mieten moderat an, vor allem in Ballungszentren, andererseits sinken die Multiples, die bei einer Transaktion bezahlt werden. Der eine Effekt führt zu einem Mehrwert der Immobilie, mit dem zweiten Effekt dagegen verbilligt sich diese Sachanlage. Aktuell überwiegt unseres Erachtens der zweite Faktor.

Diese Seite wurde aus drucktechnischen Gründen freigelassen.



16. Oktober 2008	
Kurs (10:24, ETR.):	5,10 €
aktuelles Kursziel:	5,50 €
vorheriges Kursziel:	11,20 €

Branche: Immobilien

alstria ist ein selbständig geführter REIT, der auf den Erwerb, den Besitz und die Bestandsverwaltung von Bürogebäuden spezialisiert ist.

Land:	D
ISIN:	DE000AOLD2U1
Bloomberg:	A0X

Kurs 52 Wochen

Hoch:	13,80 €
Tief:	5,01 €
Marktkap. (in Mio.):	285,6 €
Anzahl Aktien (in Mio.):	56,0
Free-float:	46,0%

	Gewinn/Aktie	KGV
2006	n.a.	n.a.
2007	1,15 €	---
2008e	0,17 €	30,0
2009e	0,77 €	6,6

	Dividende	Rendite
2006	---	---
2007	0,52 €	---
2008e	0,65 €	12,8%
2009e	0,70 €	13,8%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2006	26,3	15,5
2007	15,3	14,7
2008e	13,1	24,9
2009e	10,6	13,1

Nächster Termin:	
Neun-Monats-Zahlen	19.11.08



Frank Neumann, Analyst
 Telefon: 0211/4952-637
 Fax: 0211/4952-494
 frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

alstria office REIT-AG

Halten (zuvor: Halten)

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

Im ersten Halbjahr konnte das Unternehmen folgende Geschäftszahlen realisieren. Die Nettomieteinnahmen lagen bei 44,9 Mio. € (Vj.: 36,9 Mio. €), wobei die höheren Mieten vor allem auf das stark ausgeweitete Immobilienportfolio zurückzuführen sind. Das Nettobetriebsergebnis lag bei 10,7 Mio. € (Vj.: 56,1 Mio. €). Dies war unter anderem durch die Neubewertung auf das Immobilienvermögen in Höhe von -29,8 Mio. € begründet. Zudem belasteten höhere Ausgaben für Fremdkapital das Ergebnis, so dass das EBT mit -10,3 Mio. € (Vj.: 56,5 Mio. €) negativ ausfiel. Die FFO (Funds from operations) betragen zum Halbjahr 20,4 Mio. € (Vj.: 12,8 Mio. €). In dieser Zahl spiegeln sich die erfolgten Wertberichtigungen der Immobilien nicht wider. Die FFO gelten für das Unternehmen als wichtiger Gradmesser für den operativen Erfolg. Auch die Dividendenauszahlungen bemessen sich an dieser Kenngröße.

Insgesamt sind die Zahlen von alstria unter dem Eindruck der Wertberichtigungen auf das Immobilienvermögen zu sehen. Ohne die erfolgten Mietersteigerungen, die sich im Wert des Immobilienportfolios positiv auswirkten, sowie ohne das gute Asset Management hätte der Immobilienbestand um ca. 70 Mio. € abgeschrieben werden müssen, was ca. 3,7% dessen Wertes entspricht. Mit diesen Maßnahmen betragen die Abschreibungen nur 29,8 Mio. €.

Das Portfolio generiert eine Bruttorendite von 5,6%, was für die Mieterstruktur angemessen erscheint. Die größten Mieter von alstria sind derzeit die Stadt Hamburg, Daimler, die Barmer Ersatzkasse sowie Bilfinger Berger. Die Top-5-Mieter sind für ca. 70% der Mieteinnahmen verantwortlich. Teilweise haben diese Mietverträge eine Laufzeit von 10 Jahren.

Finanzierungsseitig hat das Unternehmen bei den Bestandsimmobilien unseres Erachtens kein Risiko. Hier sind die Kredite bis Ende 2011 mit einem durchschnittlichen Zins von 4,6% festgeschrieben. Finanzierungen für neue Objekte dürften sich für das Unternehmen indes verteuern.

SWOT-ANALYSE

- + klare Fokussierung auf deutsche Gewerbeimmobilien in Ballungszentren
- + die Risiken im Portfolio sind als gering einzustufen, da ausschließlich langfristige Verträge mit solventen Mietern eingegangen werden
- + alstria generiert stabile Cash-flows
- + der Anleger erhält eine attraktive Dividende
- + FFO steigen weiter an (Guidance: 40 Mio. €)
- + Mieteinnahmen sind im Rahmen der Erwartungen
- + Net Asset Value je Aktie liegt mit 15,10 € deutlich über dem aktuellen Kurs
- Mieterträge sind gegenüber dem Vorquartal nur geringfügig gestiegen
- das Unternehmen ist noch jung und weist entsprechend noch keinen langjährigen Track-record auf
- das Ergebnis ist stark von Bewertungsgewinnen abhängig
- Fokussierung impliziert auch starke Abhängigkeit vom deutschen Büroimmobilienmarkt
- Wachstum ist nur durch Kapitalmaßnahmen möglich
- durch das aktuelle Kapitalmarktumfeld gibt es nur begrenzte Möglichkeiten der Refinanzierung durch Kapitalerhöhungen
- Sentiment für Immobilienaktien ist aktuell schwierig

AUSBLICK

Es ist davon auszugehen, dass sich alstria in diesem Jahr vor allem auf das interne Wachstum fokussieren wird. Einerseits werden die Mieterträge durch die teilweise Indexierung der Mietverträge steigen. Beginnend mit dem zweiten Halbjahr ließen sich 1,5 Mio. € zusätzliche Cash-flows generieren. Andererseits will man den aktuellen Leerstand von 7,5% auf 5,5-6,0% senken. In der ersten Jahreshälfte verlief der Abbau des Leerstandes noch schleppend.

Zusätzlich wird diese Entwicklung durch die Optimierung der Kostenstrukturen, vor allem durch die Substitution von extern eingekauften Dienstleistungen durch interne Lösungen, vorangetrieben.

Durch das jetzige Eigenkapital sowie die vorhandene Finanzierungsstruktur sollte es in diesem Jahr zu keinen größeren Zukäufen mehr kommen. Dagegen sind kleinere Ergänzungen zum Bestandsportfolio von bis zu 30 Mio. € denkbar.

Operativ rechnet das Management für das Jahr 2008 mit Umsatzerlösen in Höhe von ca. 101 Mio. €. Zudem sollen die Funds from operations (FFO) ca. 40 Mio. € betragen. Unseres Erachtens sollten sich diese Werte realisieren lassen. Da das Unternehmen 90% der FFO, die bei ca. 40 Mio. € erwartet werden, auszahlen will, würde dies aktuell einer Ausschüttungssumme von ca. 36 Mio. € entsprechen. Dies impliziert eine Dividende von ca. 0,65 € je Aktie.

Auf mittlere Sicht werden einige Refurbishment-Projekte, wie die Alte Post in Hamburg sowie das Ohnsorg-Theater, das Portfolio ergänzen. Mit ihrer Fertigstellung ist 2011 bzw. 2012 zu rechnen.

Finanzierungsseitig plant das Management, bereits im Jahr 2009 die Finanzierungsstruktur über das Jahr 2011 zu klären. Das Ziel des Unternehmens ist es dabei, die Kapazität und die Flexibilität dadurch zu erhöhen.

FAZIT

Die Immobilienwerte im Portfolio der alstria scheinen uns sehr viel versprechend. Die Mieterstruktur ist breit aufgestellt und sollte auch zukünftig für stabile Cash-flows sorgen. Wir gehen davon aus, dass das Portfolio der Gesellschaft in den nächsten Monaten, wenn überhaupt, vor allem durch kleinere Portfoliozukäufe ausgebaut werden sollte. Das Wachstum wird intern generiert werden. Zudem hat alstria eine kritische Masse im Portfolio erreicht, um auch nachhaltig Mehrwert generieren zu können. Dennoch bleibt der limitierende Faktor der Gesellschaft weiterhin die Eigenkapitalausstattung. Ein Wachstum könnte zwar auch ohne Kapitalerhöhungen durchführen werden, dies bedarf aber eines längeren Zeitrahmens. Insgesamt sehen wir in diesem Wert aktuell nur wenig Wachstumsphantasie. Insgesamt stufen wir das Unternehmen als Halteposition mit einem Kursziel von 5,50 € ein. Als Grundlage unserer Kurszielfindung ziehen wir unser Peer-Group-Modell heran.

alstria office REIT-AG		2005		2006		2007		2008e		2009e	
in Mio. €											
Umsatz	---	---	30,1	100,0%	82,6	100,0%	100,9	100,0%	108,2	100,0%	
Veränderung zum Vorjahr	---	---			174,3%		22,2%		7,2%		
EBITDA	---	---	50,9	169,1%	85,9	104,1%	53,2	52,7%	87,4	80,8%	
Veränderung zum Vorjahr	---	---			68,8%		-38,1%		64,2%		
Bereinigter Jahresüberschuss	---	---	14,6	48,5%	52,8	64,0%	9,5	9,4%	43,4	40,1%	
Veränderung zum Vorjahr	---	---			261,7%		-81,9%		354,8%		
Fund from operations	---	---	-3,5	-11,6%	31,5	38,2%	40,0	39,7%	43,9	40,6%	
Veränderung zum Vorjahr	---	---			---		26,9%		9,6%		
FFO je Aktie in €	---	---	n.a.		0,56		0,71		0,78		



16. Oktober 2008
 Kurs (10:24, ETR): 3,90 €
 aktuelles Kursziel: 4,30 €
 vorheriges Kursziel: 4,30 €

Branche: Immobilien

Die Geschäftstätigkeit von AVW umfasst die Entwicklung, die Baudurchführung und -betreuung, die Vermietung und die Veräußerung von realisierten Immobilien oder Bestandsimmobilienprojekten. Daneben werden ausgewählte eigene Immobilien im Bestand gehalten.

Land: D
 ISIN: DE0005088900
 Bloomberg: AV7

Kurs 52 Wochen

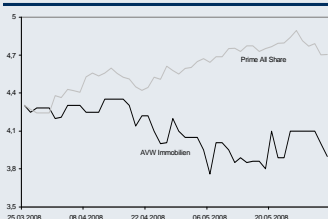
Hoch: 4,35 €
 Tief: 3,61 €
 Marktkap. (in Mio.): 50,0 €
 Anzahl Aktien (in Mio.): 12,8
 Free-float.: 10,0%

	Gewinn/Aktie	KGV
2006	0,60 €	---
2006/07	0,30 €	---
2007/08	0,51 €	7,7
2008/09e	0,35 €	11,1

	Dividende	Rendite
2006	n.a.	---
2006/07	n.a.	---
2007/08	0,0	0,0%
2008/09e	0,0	0,0%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2006	---	---
2006/07	---	---
2007/08	1,5	6,2
2008/09e	1,3	10,1

Nächster Termin:
 Hauptversammlung 17.11.2008



Frank Neumann, Analyst
 Telefon: 0211/4952-637
 Fax: 0211/4952-494
 frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

AVW Immobilien AG

Halten (zuvor: Halten)

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

Im vergangen Geschäftsjahr, dass Ende April 2008 endete, stieg die Gesamtleistung der Gesellschaft auf 45,1 Mio. € (Vj.: 33,8 Mio. €). Im Wesentlichen wurden die Erlöse aus Generalübernehmer- und Projektentwicklungsleistungen generiert. Besonders die Tätigkeiten für das Projekt Mediterraneo in Bremerhaven und die dazugehörige Tiefgarage trugen mit einem Betrag von ca. 19,0 Mio. € bzw. 11,9 Mio. € zu diesem Ergebnis bei. Das Rohergebnis ging von 46,2% auf 31,3% der Gesamtleistung zurück. Dies ist vor allem durch die Dominanz der Generalübernehmerleistungen begründet, die grundsätzlich eine geringere Marge aufweisen als Projektentwicklungsleistungen. Die sonstigen betrieblichen Erträge in Höhe von 1,7 Mio. € beinhalten vor allem Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen (0,3 Mio. €), Gewinne aus dem Verkauf des Westfonds 5 Walle Center Bremen (0,3 Mio. €), aus Versicherungsentschädigungen (0,3 Mio. €) sowie Erträge aus Weiterbelastungen (0,2 Mio. €). Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthalten im Berichtsjahr im Wesentlichen Bewirtschaftungskosten (1,8 Mio. €), Aufwendungen für Mietgarantien (1,2 Mio. €) sowie Verwaltungs- und Beratungskosten (0,3 Mio. €).

Durch die Reduzierung des Personals konnte der Aufwand in diesem Bereich auf ca. 4,8 Mio. € (Vj.: 5,5 Mio. €) gesenkt werden.

Durch die Beteiligung an der AVW Vermögensverwaltungs GmbH sowie an der BGW Baugrundstück Winsen GmbH & Co. KG konnte ein Beteiligungsergebnis in Höhe von ca. 0,1 Mio. € ausgewiesen werden. Auch das Ergebnis aus assoziierten Unternehmen wirkte sich mit knapp 0,5 Mio. € positiv aus. Als Folge der gestiegenen Fremdfinanzierungsmittel durch Ausbau der Bestandsobjekte sank das Zinsergebnis auf -1,0 Mio. € (Vj.: -0,7 Mio. €). Dagegen konnten Neubewertungsgewinne auf Liegenschaften in Höhe von 6,9 Mio. € (Vj.: 0,6 Mio. €) verbucht werden. Dies lag an zwei Seniorenwohnanlagen sowie einem Family Entertainment Center, die nach dem Ankauf im Rahmen der erstmaligen Bewertung Gewinne aufzeigen konnten.

Das EBT betrug bei der Gesellschaft 9,8 Mio. €. Nach Steuern und Anteilen Dritter blieben 5,9 Mio. € (Vj.: 3,4 Mio. €) als Jahresüberschuss zurück.

Zuletzt gab es folgenden News-flow: Anfang Oktober konnte das Mediterraneo eröffnet werden. Weiterhin verlässt Herr Rohrbach, der Vorsitzende des Vorstandes, aus familiären Gründen das Unternehmen zum Ende des Kalenderjahres.

SWOT-ANALYSE

- + Risikodiversifikation durch verschiedene Objektarten und Nutzungskonzepte
- + durch das Immobilienmanagement können stabile Cash-flows generiert werden
- + umsatzseitig besteht Wachstumspotenzial
- die Gesellschaft ist für ihre Größe regional und konzeptionell zu breit aufgestellt
- Projektcharakter des Entwicklungsgeschäftes führt zu Schwankungen auf der Umsatz- und Ergebnisebene, die schwer vorauszusehen sind
- Ausweitung des Geschäftsmodells auf ganz Deutschland schwer umsetzbar

AUSBLICK

Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen seine Aktivitäten in den nächsten Jahren weiter diversifiziert. Dazu sollen zum einen die Anzahl der Entwicklungsprojekte der traditionellen Immobilienkonzepte (Handelsimmobilien, Gesundheitsfachmärkten sowie Seniorenheime) sukzessive ausgebaut werden. Das Management plant mit diesen Immobilien mittelfristig Umsätze von bis zu 100 Mio. € jährlich zu erwirtschaften.

Zum anderen könnten weitere Umsätze aus der Realisierung der größeren Projekte (Mediterraneo II) generiert werden. Hier wären unserer Auffassung nach jeweils Umsätze im niedrigen dreistelligen Millionenbereich möglich. Hinzu kommen noch die Umsätze aus der Bestandshaltung sowie dem Centermanagement und der Immobilienverwaltung. Diese sind aber im Vergleich zu den anderen Umsätzen marginal.

Unseres Erachtens sind die Konzepte der Gesellschaft plausibel und können für den Kunden einen gewissen Mehrwert bieten. Insgesamt geben wir aber folgende zwei Punkte zu bedenken: Zwar lassen sich durch die großen Projekte („Mediterraneo“) gute Margen erzielen, gleichzeitig ist das Risiko in diesen Projekten sehr hoch. Außerdem stellt sich ein Wachstum des Stammgeschäftes, wie es die Gesellschaft für die nächsten Jahre plant, als große Herausforderung dar und bindet viele Managementkapazitäten.

Für das laufende Geschäftsjahr hat das Management als Guidance ein Ergebnis über Vorjahresniveau in Aussicht gestellt. Angesichts der Abschwächung der deutschen Wirtschaft gehen wir davon aus, dass sich das Unternehmen davon nicht entziehen kann, was in der Folge negative Auswirkungen für den Geschäftsentwicklung haben könnte.

Bei der Dividendenpolitik gehen wir davon aus, dass das Unternehmen auf absehbare Zeit die Gewinne einbehalten wird, um somit die Innenfinanzierungskraft zu stärken und dadurch das zukünftige Wachstum mit zu finanzieren.

FAZIT

Unseres Erachtens weist die AVW eine gute Kompetenz in ihren traditionellen Tätigkeitsbereichen, bestehend aus Fachmärkten, Seniorenheimen und anderen althergebrachten Gewerbeobjekten, aus. Dies unterstreicht der 30-jährige Track-record. Zudem können durch das Immobilienmanagement zusätzlich stabile Cash-flows generierten werden.

Aber das neue Konzept „Mediterraneo“ bedarf noch der Feuerprobe. Sollte dieses Konzept nicht funktionieren, kann die Phantasie, die dieser Wert inhärent hat, schnell weichen. Durch die Eröffnung des „Mediterraneo“ ist einiges dieser Unsicherheit bereits verschwunden. Insgesamt sehen wir einige Chancen für profitables Wachstum, verweisen aber gleichzeitig auf die Risikopotenziale, die sich daraus ergeben. Wir stufen die Aktie mit einem Kursziel von 4,30 € und dem Anlageurteil Halten ein.

AVW Immobilien AG		2006*		2006/2007		2007/2008		2008/2009e		2009/2010e
in Mio. €										
Umsatz		45,6	100,0%	33,8	100,0%	45,1	100,0%	60,0	100,0%	n.a.
Veränderung zum Vorjahr		---		-25,9%		33,5%		33,1%		
EBITDA		8,9	19,6%	2,7	8,0%	4,1	9,1%	8,3	13,8%	n.a.
Veränderung zum Vorjahr		---		-69,9%		52,8%		100,7%		
EBIT		8,7	19,1%	2,9	8,6%	10,9	24,1%	8,0	13,3%	n.a.
Veränderung zum Vorjahr		---		-66,7%		275,1%		-26,8%		
Konzerngewinn		6,9	15,2%	3,4	10,1%	5,9	13,2%	4,5	7,5%	n.a.
Veränderung zum Vorjahr		---		-50,6%		73,6%		-23,7%		
Ergebnis je Aktie in €		0,60		0,30		0,51		0,35		n.a.

*Rumpfgeschäftsjahr vom 1.1.-30.4.2006; ** auf Jahresbasis gewichtete Anzahl der Aktien



16. Oktober 2008
 Kurs (10:24, ETR.): 2,82 €
 aktuelles Kursziel: 3,00 €
 vorheriges Kursziel: 14,00 €

Branche: Immobilien

Das Geschäftsmodell der Colonia Real Estate wurde in den letzten Monaten modifiziert. Das Unternehmen versteht sich als Bestandhalter mit aktivem Portfolio Management und als Asset Management-Dienstleister.

Land: D
 ISIN: DE0006338007
 Bloomberg: KBU

Kurs 52 Wochen

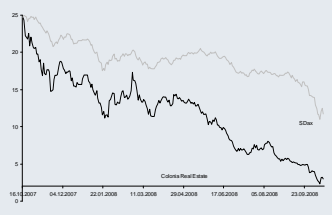
Hoch: 25,98 €
 Tief: 2,93 €
 Marktkap. (in Mio.): 63,4 €
 Anzahl Aktien (in Mio.): 22,5
 Free-float: 73,9%

	Gewinn/Aktie	KGV
2006	1,52 €	---
2007	3,31 €	---
2008e	0,78 €	3,6
2009e	0,66 €	4,3

	Dividende	Rendite
2006	0,00 €	---
2007	0,25 €	---
2008e	0,50 €	17,7%
2009e	0,50 €	17,7%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2006	8,1	7,5
2007	2,9	11,4
2008e	2,2	9,9
2009e	4,2	18,9

Nächster Termin:
 Q3 14.11.08



Frank Neumann, Analyst
 Telefon: 0211/4952-637
 Fax: 0211/4952-494
 frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

Colonia Real Estate AG

Halten (zuvor: Halten)

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

Das Unternehmen meldete für das erste Halbjahr 2008 Mieteinnahmen von 28,9 Mio. € (Vj.: 23,7 Mio. €). Das Nettoergebnis aus der Vermietung stieg um 18,7% auf 18,4 Mio. € (H1 2007: € 15,5 Mio. €). Die bereinigte Durchschnittsmiete stieg auf 4,62 €/m². Der bereinigte Leerstand sank leicht auf 14,99% (vorher: 15,11%). Weniger erfreulich entwickelten sich die Umsätze aus dem Asset und Fonds Management. Diese betragen 3,7 Mio. € (Vj.: 9,4 Mio. €). Somit wurde unter dem Strich ein Nettoergebnis in diesem Segment von 0,6 Mio. € (Vj.: 5,8 Mio. €) erwirtschaftet. Das Unternehmen führt diese Entwicklung auf die geringe Transaktionstätigkeit in einem von der Finanzmarktkrise geprägten Marktumfeld zurück.

Im Zuge der Geschäftsausweitung stiegen die allgemeinen Verwaltungskosten auf 9,9 Mio. € (Vj.: 15,6 Mio. €). Insgesamt konnte ein EBIT von 5,6 Mio. € (Vj.: 11,5 Mio. €) erwirtschaftet werden. Das Finanzergebnis belief sich auf -7,1 Mio. € (Vj.: -11,5 Mio. €). Dies war aber stark geprägt durch die Bewertungen von Zinssicherungsinstrumenten.

Ein Großteil der in 2008 fällig werdenden Finanzschulden konnte frühzeitig refinanziert werden. Der durchschnittliche Fremdfinanzierungszins liegt aktuell bei 4,8%. Die durchschnittliche Laufzeit der Kredite beträgt 6,7 Jahren.

Auf der Segmentebene ergibt sich folgendes Bild: Der Geschäftsbereich Investment ist in die zwei Segmente Wohnimmobilienportfolio und Co-Investments unterteilt. Das Wohnimmobilienportfolio hat heute einen Umfang von ca. 20.000 Wohnungen mit dem regionalen Schwerpunkt Berlin. Die auch im Geschäftsbereich Investment gehaltenen Co-Investments hatten im Jahresverlauf einen Rückgang zu verzeichnen. Denn hier arbeitete man neben den Tochterunternehmen von Merrill Lynch, JPMorgan und der UBS auch mit Oaktree zusammen. Aber Oaktree bündelt zum Jahresende seine Aktivitäten in einer eigenen Gesellschaft.

Der zweite Geschäftsbereich Services ist in Asset Management sowie Fund Management unterteilt. Im Asset Management werden 3.100 Mio. € Assets unter Management verwaltet. Diese werden für den Eigenbedarf, die Co-Investments sowie für Dritte gemanagt. Das Dienstleistungsangebot reicht von Market Screening, Dienstleistungen bei Transaktionen, Optimierung der jeweiligen Immobilienportfolien, Development bis hin zu projektbezogenen Dienstleistungen. Im Bereich Fund werden Fonds aufgelegt und vertrieben. Das neue Geschäftsfeld Veräußerungen von Immobilien für Dritte ist in der Tochtergesellschaft CRE Accentro GmbH gebündelt.

SWOT-ANALYSE

- + Aufbau der Struktur ist im letzten Jahr weit vorangeschritten
- + klare Fokussierung beim Bestandsaufbau auf Wohnimmobilien mit Wachstumspotenzial
- + Kreativität bezüglich neuer Investmentideen ist bei der Gesellschaft hoch
- aktuelle Struktur der Gesellschaft ist noch jung, ein Strategiewechsel ist nicht auszuschließen
- strikte und klare Fokussierung fehlt uns bei diesem Wert zum Teil
- der relativ hohe Leverage ist in der jetzigen Marktsituation mit vielen Risiken verbunden

AUSBLICK

Im Wohnimmobilienportfolio sollten die umfangreichen Sanierungs- und Modernisierungsmaßnahmen in einzelnen Portfolien abgeschlossen werden. Dies sollte zu einer Reduzierung des Leerstandes auf 12,8% führen. Zudem sollen die Quadratmetermieten auf über 4,70 € bis Jahresende ansteigen, vor allem die Mieten in den energetisch sanierten Beständen sollten einen Anstieg erfahren. Unterstützt wird diese Entwicklung durch ein aktives Portfoliomanagement, in dessen Rahmen bis zu 15% des Wohnimmobilienbestandes veräußert werden.

Zurzeit prüft die CRE gemeinsam mit ihren Co-Investment-Partnern Immobilien im Gesamtvolumen von rund 1 Mrd. €. Zum Jahresende wird im Asset Management das Mandat für Oaktree wegfallen, was die momentanen Assets under Management, ceteris paribus, fast halbieren wird.

Im Bereich der Fonds rechnet die Gesellschaft mit einer Belebung des Investmentmarktes und geht von einem deutlichen Anstieg bei Umsatz und Gewinn in diesem Segment aus. Unter anderem soll ein weiterer Fonds im zweiten Halbjahr vermarktet werden. Es handelt sich hierbei um einen Fonds für Pflegeheime mit einem Volumen in Höhe von 75 Mio. €. Mittelfristig sieht das Unternehmen weitere Perspektiven von SOLAR-Fonds für Dritte. Bei dieser möglichen Strategie wurden bisher noch keine genauen Details veröffentlicht.

Bei der CRE Accentro liegen aktuell Privatisierungsaufträge von Dritten über ein Volumen von über 250 Mio. € vor. Dies sollte zu weiteren Umsätzen führen.

Kostenseitig plant das Unternehmen die Kostenreduktion bei den Betriebskosten sowie eine weitere Optimierung der Verwaltung, was unter dem Strich Einsparungen in diesem Bereich ergeben sollte.

Anhand der aktuellen Verwerfungen auf den internationalen Kapitalmärkten hat das Unternehmen seine Jahresprognose nach unten angepasst. Die bereinigte Prognose für das Konzernergebnis 2008 wird auf 20-25 Mio. € geschätzt. Unseres Erachtens ist auch diese Guidance ambitioniert.

FAZIT

Zuletzt hat der Hauptaktionär der Gesellschaft, die SwissReal Estate AG ihren Anteil auf unter 25% gesenkt. Unseres Erachtens ist dies kritisch zu sehen.

Die Colonia Real Estate ist in vielen Geschäftsbereichen aktiv. Unserer Meinung nach sind die Baustellen, die der Konzern aktuell hat, sehr umfangreich und bedürfen des entschlossenen Einsatzes des Managements. Insgesamt sehen wir die Aktie der Colonia Real Estate als Halteposition. Als Grundlage unserer Kurszielfindung nehmen wir unseren Peer-Group-Vergleich zur Hilfe.

Colonia Real Estate		2005		2006		2007		2008e		2009e	
in Mio. €											
Umsatz		35,0	100,0%	85,5	100,0%	77,2	100,0%	196,5	100,0%	277,6	100,0%
Veränderung zum Vorjahr				144,5%		-9,7%		154,4%		41,2%	
EBITDA		12,9	37,0%	51,7	60,5%	83,7	108,4%	105,4	41,2%	119,5	37,0%
Veränderung zum Vorjahr				300,3%		61,8%		26,9%		13,5%	
EBIT		12,9	36,9%	51,7	60,4%	83,3	107,9%	50,4	25,7%	61,7	22,2%
Veränderung zum Vorjahr				300,3%		61,2%		-39,5%		22,3%	
Bereinigter Jahresüberschuss		6,7	19,3%	31,1	36,4%	66,0	85,4%	17,4	8,9%	14,8	5,3%
Veränderung zum Vorjahr				---		111,9%		-73,6%		-14,9%	
Ergebnis je Aktie in Mio. €		0,49		1,52		3,31		0,78		0,66	



16. Oktober 2008	
akt. Kurs (ETR, 10:25):	4,29 €
aktuelles Kursziel:	10,00 €
vorheriges Kursziel:	11,00 €

Branche: Immobilien

Die DESIGN Bau AG kauft, entwickelt und erschließt ganze Baugebiete im Umland der norddeutschen Großstädte. Das Angebot von Einfamilien-, Doppel- und Reihenhäusern richtet sich an Selbstnutzer oder Investoren.

Land:	D
ISIN:	DE0006208333
Bloomberg:	D2B

Kurs 52 Wochen

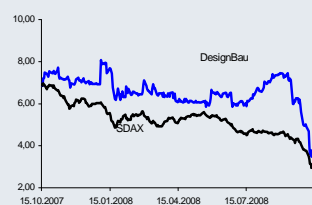
Hoch:	8,07 €
Tief:	3,49 €
Marktkap. (in Mio. €):	22,7 €
Anzahl Aktien (in Mio.):	5,3
Free-float:	37,0%

	Gewinn/Aktie	KGV
2006/2007	-0,03 €	---
2007/2008	1,66 €	---
2008/2009e	0,57 €	7,6
2009/2010e	0,85 €	5,0

	Dividende	Rendite
2006/2007	0,00 €	---
2007/2008	1,00 €	---
2008/2009e	0,35 €	8,2%
2009/2010e	0,50 €	11,7%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2006/2007	1,2	75,2
2007/2008	1,8	121,0
2008/2009e	0,6	6,3
2009/2010e	0,4	4,0

Nächster Termin:
Q3 1.12.08



Frank Neumann
Telefon: 0211/4952-637
Fax: 0211/4952-494
frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

DESIGN Bau AG

Kaufen (zuvor: Kaufen)

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

Da das Unternehmen ein unterjähriges Geschäftsjahr hat, liegen momentan nur die Zahlen für das Geschäftsjahr 2007/08 vor. Ohne Sondereffekt aus einem Joint Venture stieg der Umsatz der Gesellschaft von 11,2 Mio. € auf 31,2 Mio. €. Die Anzahl der verkauften Einheiten stieg auf 466 (Vj.: 94 Einheiten). Dieses dynamische Wachstum ist auf den Strategiewechsel zurückzuführen, den das Unternehmen im vergangenen Jahr durchführte. Im Fokus steht seither die Veräußerung von Objekten an institutionelle Investoren anstatt an Privatpersonen. Das EBIT lag unter dem Vorjahreswert. Dass beim Konzernergebnis dennoch ein Rekordwert verzeichnet werden konnte, ist auf das Projekt „Wohnen und Arbeiten am Stadtpark“ zurückzuführen. Dieses wurde veräußert und die daraus erlösten Gewinne in Höhe von 10,2 Mio. € flossen auf Ebene des Finanzergebnisses zu.

Für das vergangene Halbjahr liegen bereits die Verkaufszahlen der Objekte vor. Insgesamt wurden 364 Einheiten (bestehend aus Grundstücken und Häusern) veräußert, von denen 310 Einheiten an institutionelle Anleger gingen. Es handelt sich hierbei um das Projekt „Bornstedter Feld“ in Potsdam, welches für 33,4 Mio. € an zwei Projektgesellschaften der CD Deutsche Eigenheim AG, einem Gemeinschaftsunternehmen der conwert Immobilien Invest SE (25% der Anteile) und der DESIGN Bau AG (75% der Anteile), veräußert wurde. Die übrigen 54 Einheiten wurden im Einzelgeschäft verkauft. Die CD Deutsche Eigenheim AG übernimmt von der DESIGN Bau bereits entwickelte Projekte in den Bestand und vermarktet diese mit dem Konzept „Mieten oder Kaufen“. Damit hat das Unternehmen seine Strategie weiterentwickelt. Neben dem Verkauf an institutionelle Investoren sowie an Privatpersonen erfolgt nun der Bestandsaufbau über ein Tochterunternehmen.

Die DESIGN Bau verfügt aktuell über eine Grundstücksfläche von ca. 426.000 m², die in ca. 1.400 Einzelgrundstücke unterteilt ist, wobei der Großteil dieser Grundstücke für den Verkauf an institutionelle Investoren vorgesehen ist.

SWOT-ANALYSE

- + regionale Fokussierung
- + das modifizierte Geschäftsmodell steht für Wachstum, was die Geschäftszahlen des letzten Jahres bestätigen
- + mit ALT & KELBER konnte ein starker Vertriebspartner gewonnen werden
- + deutlich abgegrenzte Equity-Story
- + durch die Standardisierung der Einfamilienhäuser ist ein gewisser Skalierungsgrad gegeben
- + der Markt für den Eigenheimbau ist stark fragmentiert
- + DESIGN Bau ist verglichen mit den Wettbewerbern kapitalstark aufgestellt
- mittelfristig ist die geographische Ausdehnung des Geschäftsmodells notwendig
- Verantwortung liegt bei nur wenigen handelnden Personen
- große Abhängigkeit zu ALT & KELBER
- bisher wurden nur wenige Blockverkäufe realisiert
- schlechtes Sentiment für Immobilienaktien
- Abhängigkeit von der deutschen Konjunktorentwicklung

AUSBLICK

Für das Gesamtjahr hat das Unternehmen eine Guidance von 110 Mio. € als Verkaufsvolumen ausgegeben. Neben den bereits verkauften Volumen sollen noch die Bauabschnitte 3 und 4 in Teltow mit insgesamt 241 Wohneinheiten veräußert werden. Auch der erste Bauabschnitt in Berlin-Ahrensfelde mit 218 projektierten Wohneinheiten ist in diese Planungen einbezogen. Ein Großteil der Verkäufe sollte unseres Erachtens an institutionelle Investoren erfolgen.

Umsatzseitig steht dagegen die Bauleistung im Vordergrund. Diese soll für dieses Jahr ca. 60 Mio. € betragen. Wir gehen davon aus, dass dieses Ziel erreicht wird.

Bis Ende des laufenden Geschäftsjahrs (Februar 2009) ist die Verwässerung des Anteils an der CD Deutsche Eigenheim AG auf unter 50% vorgesehen. Dies wird aller Voraussicht nach im Zuge notwendiger Kapitalerhöhungen zur Finanzierung weiterer Projektankäufe geschehen. Für diese Maßnahmen steht die Aufnahme weiterer institutioneller Investoren in den Aktienkreis der CD Deutsche Eigenheim AG im Fokus. Unseres Erachtens könnte dies der erste Schritt dazu sein, ein umfangreiches Bestandsportfolio aufzubauen, das ab einer bestimmten Größe auch als REIT verpackt, veräußert werden könnte.

Mit der aktuellen Strategie und den dadurch angebotenen Produkten spricht das Unternehmen Investoren an, die direkt oder aber auch indirekt in die Asset-Klasse Wohnimmobilien investieren wollen.

Die Zahlung der Dividende von 1,00 € nach der letzten Hauptversammlung war eine einmalige Sonderzahlung, die durch ein in Hamburg profitabel verkauftes Projekt ermöglicht wurde. Unseres Erachtens wird auch zukünftig eine Dividende gezahlt werden, die aber unterhalb der letzten Zahlung liegen sollte. In unserem Basisszenario gehen wir von einer Dividende in Höhe von 0,35 € für das laufende Jahr aus.

FAZIT

Zusammenfassend sehen wir den Turn-around nach dem Einbruch des operativen Geschäftes aufgrund des Wegfalls der Eigenheimzulage als gelungen an. Auch die Modifikation des Geschäftsmodells, in dessen Zuge eine Bestandshaltungstochter gegründet wurde, ist unseres Erachtens eine gute Ergänzung zum bereits bestehenden Geschäft.

Mit dieser Strategie ist es dem Unternehmen möglich, eine Vielzahl von Investoren anzusprechen. Insgesamt stufen wir diesen Wert mit einem Kursziel von 10,00 € zum Kaufen ein. Wir verweisen aber auf die zunehmende Unsicherheit bezüglich größerer Transaktionen, was den Verkauf weiterer Portfolio-Verkäufe belasten könnte.

DESIGN Bau AG		2005/2006		2006/2007		2007/2008		2008/2009e		2009/2010e	
in Mio. €											
Umsatz		14,5	100,0%	43,4	100,0%	31,2	100,0%	60,3	100,0%	80,4	100,0%
Veränderung zum Vorjahr		n.a.		199,5%		-28,0%		93,1%		33,3%	
EBITDA		1,4	9,7%	1,0	2,3%	0,8	2,5%	5,6	9,4%	8,3	10,3%
Veränderung zum Vorjahr		n.a.		-29,1%		-20,3%		610,8%		47,2%	
EBIT		1,1	7,9%	0,7	1,5%	0,5	1,5%	5,3	8,9%	8,0	10,0%
Veränderung zum Vorjahr		n.a.		-42,1%		-28,4%		1022,6%		49,8%	
Nettogewinn (nach Anteilen Dritter)		1,2	8,6%	-0,1	-0,3%	8,8	28,1%	3,0	5,0%	4,5	5,6%
Veränderung zum Vorjahr		n.a.		-111,7%		-6141,4%		-65,8%		49,8%	
Gewinn je Aktie (in €)		0,66		-0,03		1,66		0,57		0,85	

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research



16. Oktober 2008

Kurs (10:25, ETR.): 20,26 €
 aktuelles Kursziel: 25,00 €
 vorheriges Kursziel: 28,00 €

Branche: Immobilien

Die Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Immobilienaktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Zur Zeit umfasst das Beteiligungsportfolio 16 Center in Innenstadtlagen sowie an etablierten Standorten im In- und europäischen Ausland.

Land: D
 ISIN: DE0007480204
 Bloomberg: DEQ

Kurs 52 Wochen

Hoch: 29,75 €
 Tief: 20,80 €
 Marktkap. (in Mio.): 696,5 €
 Anzahl Aktien (in Mio.): 34,4
 Free-float: 80,7%

	Gewinn/Aktie	KGV
2006	2,92 €	---
2007	2,74 €	---
2008e	2,15 €	9,4
2009e	2,31 €	8,8

	Dividende	Rendite
2006	1,05 €	---
2007	1,05 €	---
2008e	1,10 €	5,4%
2009e	1,20 €	5,9%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2006	17,8	19,1
2007	16,6	20,6
2008e	14,1	17,1
2009e	13,2	15,9

Nächster Termin:

Q3 14.11.08



Frank Neumann, Analyst
 Telefon: 0211/4952-637
 Fax: 0211/4952-494
 frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

Deutsche EuroShop AG

Kaufen (zuvor: Kaufen)

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

Die Geschäftszahlen für das erste Halbjahr 2008 sind über unseren Erwartungen ausgefallen. Das Umsatzwachstum wurde vor allem von den neu eröffneten Centern in Hameln und Danzig (Oktober 2007) mit 8,7 Mio. € getragen. Aber auch die übrigen Shoppingcenter konnten höhere Mieteinnahmen vermelden, wenngleich das Wachstum gegenüber dem Vorjahreszeitraum mit 2,0% unter dem des ersten Quartals (2,2%) lag. Dies deutet auf eine abflachende Dynamik hin. Die Mieterstruktur ist weiter sehr gemischt: die Top 10 sorgen für 25,4% der Umsätze.

Die Kosten (Grundstücksbetriebs- und -verwaltungskosten) stiegen schwächer als die Umsätze und fielen geringer aus als von uns erwartet, so dass sich die höheren Umsätze auch in einem höheren EBIT widerspiegeln. Das Finanzergebnis fiel im Rahmen unserer Erwartungen aus.

Unterstützt wurde die gute operative Entwicklung der Gesellschaft durch positive Währungseffekte, die durch das Shoppingcenter in Polen entstanden sind sowie durch eine geringere steuerliche Belastung.

Im ersten Halbjahr hat die Gesellschaft ein weiteres Shoppingcenter eröffnet, welches sich in Hameln befindet. Zudem konnte die Gesellschaft die geplante Erweiterung des Centers in Dresden (18.000 m²) bekannt geben. Die Erweiterung, die im Herbst 2010 eingeweiht werden soll, würde die zur Verfügung stehende Fläche um fast 70% erhöhen. Die Nettoanfangsrendite dieses Investments soll 5,5% betragen, der Anteil der Deutsche EuroShop AG beträgt 50%.

Für die Finanzverbindlichkeiten zahlt das Unternehmen 5,36%. Im Durchschnitt sind die Zinsen 7,7 Jahre festgeschrieben. Damit sollte unseres Erachtens das Zinsrisiko, zumindest bei der Finanzierung des Bestandsportfolios, gering sein.

SWOT-ANALYSE

- + klare Investitionsstrategie mit ausschließlicher Konzentration auf ertragsstarke Einkaufszentren mit Schwerpunkt Deutschland
- + lang laufende Mietverträge führen zu gesicherten und kontinuierlichen Einnahmen
- + Volatilität der Mieten und folglich die Bewertung von Shoppingcentern ist geringer als bei anderen Gewerbeimmobilien
- + professionelles Centermanagement durch führende und erfahrene Partner wie ECE (Otto-Gruppe)
- + Ausbau des Portfolios durch die Erweiterung des Shoppingcenters in Dresden (Investitionsvolumen 150 Mio. €; Net Yield: 5,5%) bis Herbst 2010
- + steuerfreie Dividende für 2008 von mind. 1,05 €/Aktion erwartet
- + stabiles, klar definiertes Geschäftsmodell
- Risiko von Mietausfällen, das jedoch durch die Mieterstruktur minimiert wird
- Risiko von rückläufigen Umsätzen bei den Mietern steigt unseres Erachtens an
- Akquisition von weiteren Shoppingcentern stellt sich momentan noch als schwierig dar, da die aktuelle Nettoanfangsrendite unterhalb der vom Management geforderten liegt
- Sentiment bei den Immobilienaktien ist aktuell negativ
- Verantwortung liegt bei nur wenigen handelnden Personen

AUSBLICK

Für das Gesamtjahr bestätigte der Konzern jüngst seine Guidance. Den Umsatz erwartet das Management für das laufende Jahr bei 110 Mio. € bis 113 Mio. €. Für 2009 wird eine Spanne von 119 Mio. € bis 121 Mio. € angegeben. Das EBIT soll nach Gesellschaftsangaben 90 Mio. € bis 92 Mio. € bzw. 100 Mio. € bis 102 Mio. € betragen. Unseres Erachtens sollten diese Werte erreichbar sein. Träger dieses Wachstums werden hauptsächlich die neu eröffneten Center in Danzig, Hameln und Passau sein, die ihre gesamte operative Stärke vor allem in 2009 entfalten werden. Im Bezug auf die Dividendenpolitik kommunizierte das Unternehmen erste Indizien. Das Management ist zuversichtlich, eine steuerfreie Dividende von mind. 1,05 € für das Jahr 2008 auszuzahlen. Das Wachstum der Gesellschaft über das Jahr 2009 hinaus wird durch die möglichen Erweiterungsbauten (z.B. Dresden) der bereits bestehenden Shoppingcenter generiert werden können. Aber auch weitere Akquisitionen von Shoppingcentern könnten in den nächsten Monaten erfolgen und damit zur Umsatzentwicklung beitragen. Zurzeit verfügt das Unternehmen über einen Investitionsspielraum von bis zu 200 Mio. €. Das Unternehmen begründet seine Zuversicht damit, dass sich im Zusammenhang mit der aktuellen Marktsituation die Anzahl von potenziellen Investoren für Shoppingcenter rückläufig entwickelt hat und sich somit auch die Preise für die Objekte wieder normalisieren.

Die Gesellschaft konzentriert sich auf das langfristige Wachstum und damit verbunden auf solide Wertsteigerungen, um den Aktionären eine attraktive Dividende zu sichern. In der Vergangenheit war die Dividendenpolitik sehr aktionärsfreundlich. Unseres Erachtens sollte sich dies auf absehbare Zeit fortsetzen können. Zurzeit ist die Dividende steuerfrei, was einen zusätzlichen Anreiz bietet.

Zum Ende des letzten Jahres hatte die Gesellschaft ins Auge gefasst, einen Strategiewechsel zu evaluieren. Als mögliche Option stand die Veränderung der Investitionsziele im Mittelpunkt. Es sollte nun nicht mehr nur in Shoppingcenter in erstklassiger Lage investiert werden können, sondern gegebenenfalls auch in Fachmärkte außerhalb der Innenstädte. Dieser mögliche Strategiewechsel ist nicht mehr im Gespräch und wird unseres Erachtens auch nicht weiter verfolgt, was positiv für die klare Fokussierung der Gesellschaft spricht.

FAZIT

Das operative Wachstum der Gesellschaft ist bis 2009 durch die neuen Center in Danzig, Hameln und Passau gesichert. Ein weiterer Ausbau des Portfolios durch die Erweiterung des Shoppingcenters in Dresden wird ab Herbst 2010 für weiteres Wachstum sorgen.

Das Geschäftsmodell der Deutsche Euroshop AG hat sich in der aktuellen Marktlage als solide erwiesen, was auch der Kapitalmarkt würdigte und in einer stabilen Aktienkursentwicklung mündete. Wir sehen die Aktie aktuell als günstig bewertet an. Wir bestätigen unsere Anlageempfehlung Kaufen. Unser Kursziel legen wir bei 25,00 € fest, mit dem Hintergrund der aktuellen Verwerfungen am Kapitalmarkt.

Deutsche EuroShop AG		2005		2006		2007		2008e		2009e	
in Mio. €											
Umsatz		72,1	100,0%	92,9	100,0%	95,8	100,0%	113,0	100,0%	120,8	100,0%
Veränderung zum Vorjahr		17,4%		28,7%		3,1%		18,0%		6,9%	
EBITDA		57,5	79,8%	86,8	93,5%	77,2	80,6%	93,2	82,4%	101,1	83,7%
Veränderung zum Vorjahr		4,5%		50,9%		-11,1%		20,7%		8,5%	
EBIT		57,5	79,7%	86,3	93,0%	77,2	80,6%	92,7	82,0%	100,2	83,0%
Veränderung zum Vorjahr		4,5%		50,2%		-10,6%		20,1%		8,1%	
Bereinigter Jahresüberschuss		48,7	67,5%	100,3	108,0%	94,2	98,3%	73,8	65,3%	79,3	65,7%
Veränderung zum Vorjahr		---		106,0%		-6,1%		-21,6%		7,4%	
Ergebnis je Aktie in €		1,42		2,92		2,74		2,15		2,31	



16. Oktober 2008
 Kurs (10:25, ETR.): 7,90 €
 aktuelles Kursziel: 10,00 €
 vorheriges Kursziel: 11,00 €

Branche: Immobilien

Die Deutsche Wohnen investiert als Bestandhalter in Wohnimmobilien mit dem regionalen Schwerpunkt Berlin und dem Rhein/Main-Gebiet. Aktuell hat das Portfolio ein Volumen von mehr als 50.000 Wohnungen. Ergänzt wird dies durch ein aktives Portfolio Management.

Land: D
 ISIN: DE000A0HN5C6
 Bloomberg: DWNI

Kurs 52 Wochen

Hoch: 32,30 €
 Tief: 7,85 €
 Marktkap. (in Mio.): 208,6 €
 Anzahl Aktien (in Mio.): 26,4
 Free-float: 71,5%

	Gewinn/Aktie	KGV
2006	1,51 €	---
2007	1,13 €	---
2008e	0,34 €	23,0
2009e	0,81 €	9,7

	Dividende	Rendite
2006	1,75 €	---
2007	0,00 €	---
2008e	0,20 €	2,5%
2009e	0,50 €	6,3%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2006	9,1	22,1
2007	14,1	20,4
2008e	7,0	20,6
2009e	7,3	17,2

Nächster Termin:
 Q3 Zahlen 27.11.08



Frank Neumann, Analyst
 Telefon: 0211/4952-637
 Fax: 0211/4952-494
 frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

Deutsche Wohnen AG

Kaufen (zuvor: Halten)

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

Das Jahr 2008 steht für die Deutsche Wohnen AG im Zeichen der Umstrukturierung. Im Zuge der Übernahme der Gehag wurde das Geschäftsmodell der Deutsche Wohnen angepasst und die Restrukturierung und Optimierung im Personalbestand wurden vorangetrieben. Im ersten Halbjahr 2008 stieg der Umsatz auf 149,4 Mio. € (Vj.: 60,5 Mio. €). Die Mieten konnten im ersten Halbjahr weiter gesteigert werden. Die Verkaufserlöse stärkten darüber hinaus die operative Basis der Gesellschaft. Das EBIT betrug 47,9 Mio. € (Vj.: 47,8 Mio. €), was nicht zuletzt den hohen Restrukturierungsaufwendungen geschuldet war. Dies sollte sich unseres Erachtens ab 2009 auszahlen. Das EBIT wurde durch hohe Zinsaufwendungen mehr als aufgezehrt. Selbst wenn man die Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von 16,8 Mio. € unberücksichtigt lässt, bleibt nur ein geringer Saldo übrig.

Durch Gewinne aus der Marktwertanpassung von Finanzinstrumenten in der Größenordnung von 25,9 Mio. € auf Halbjahressicht konnte dennoch ein positives EBT in Höhe von 12,3 Mio. € erzielt werden (Vj.: 31,6 Mio. €).

Im Fokus der Geschäftstätigkeit steht das Bestandsmanagement des Wohnimmobilienportfolios. Das Unternehmen betreibt dabei ein aktives Portfolio-Management. Dies bedeutet einerseits das Heben von Wertpotenzialen durch Mietenmanagement (u.a. Mietoptimierung, Modernisierung und Sanierung) und andererseits die Veräußerung von Wohnimmobilien, deren Wertsteigerungspotenzial aktuell als gering eingestuft wird oder deren Lage nicht optimal ins Portfolio passt. Das Core-Portfolio besteht momentan aus knapp 34.000 Einheiten. Davon sind ca. 30.000 Wohneinheiten zur Generierung von stabilen Cash-flows gedacht und bei ca. 4.000 Wohneinheiten kann angabegemäß durch Modernisierung weiteres Wertpotenzial gehoben werden. Dazu kommen noch ca. 15.400 Einheiten, die durch Blockverkauf (ca. 9.900 Einheiten) oder Privatisierung (5.500 Einheiten) in den nächsten Jahren veräußert werden sollen. Zudem besitzt die Deutsche Wohnen einen Anteil an dem Fonds DB14 mit 2.600 Wohneinheiten. Insgesamt hat das Portfolio damit momentan einen Umfang von über 51.000 Einheiten. Somit ist das Unternehmen der zweitgrößte börsennotierte Bestandhalter für Wohnimmobilien.

Der aktuelle NOI beim Portfolio beträgt bei den aktuellen Gegebenheiten 4,7%. Die durchschnittliche Verzinsung des Fremdkapitals beträgt im Portfolio aktuell 4,62% und die durchschnittliche Laufzeit dieser Verbindlichkeiten liegt bei sieben Jahren.

Neben dem eigentlichen Kerngeschäft hat die Deutsche Wohnen zudem mit der Senioren- und Pflegeeinrichtung Katharinenhof GmbH eine Tochtergesellschaft, die in einem anderen Bereich aktiv ist. Dieses Asset steht aktuell zum Verkauf.

SWOT-ANALYSE

- + die Deutsche Wohnen hat mit den Investments in Altersheime noch ein wertvolles Asset, welches veräußert werden kann
- + Restrukturierung sollte weitestgehend abgeschlossen sein; die Einsparungen daraus werden 2009 realisiert
- + Aktie notiert aktuell deutlich unter dem NAV von 37,35 €
- hoher Verschuldungsgrad durch die Übernahme der Gehag
- Gesellschaft ist mit den beiden Schwerpunkten Berlin und Frankfurt nur geringfügig regional differenziert

AUSBLICK

Wir gehen davon aus, dass in diesem Jahr das Bestandsportfolio nicht weiter ausgebaut wird. In Anbetracht der hohen Verschuldung des Unternehmens sowie der Strategie, sich auf die Ballungsräume Berlin sowie Frankfurt zu konzentrieren, sollte die Deutsche Wohnen vor allem auf der Verkäuferseite tätig sein. Bis Ende des Jahres bzw. Anfang des kommenden Jahres ist ein Verkauf des ersten Blockportfolios in Höhe von 2.500 Wohneinheiten möglich. Bis Ende 2011 sollen die Immobilien, die für Blocktransaktionen bereit stehen, veräußert werden.

Neben den Blockverkäufen sollen auch Einzelprivatisierungen weiterhin durchgeführt werden. Aktuell wird mit einer Zielmarke von 500 Einheiten kalkuliert. Im ersten Halbjahr wurden bereits 85% dieser Zielmarke erreicht. Die zur Privatisierung gehaltenen Immobilien sollen dagegen in den nächsten zehn Jahren veräußert werden. Zudem kommt eine mögliche Veräußerung der Senioren- und Pflegeeinrichtung Katharinenhof GmbH in Betracht. Durch die Veräußerung dieser Assets werden die Fremdmittel weiter zurückgeführt.

Das Core-Portfolio an sich soll weiter optimiert werden, was durch Leerstandsreduktion sowie Mietanhebungen realisiert werden kann. Der Leerstand könnte in diesem Teil des Portfolios bis Jahresende auf ca. 4% gesenkt werden. Damit steigen die Cash-flows aus den Bestandsimmobilien weiter an.

Zudem sollte die Implementierung einer neuen Software-Lösung für weitere Entlastungen sorgen. Insgesamt wird mit einem Einsparvolumen von bis zu 13 Mio. € pro Jahr gerechnet. Bereits 2009 sollen 10 Mio. € durch den bereits erfolgten Personalabbau eingespart werden.

Mittelfristig wird nach Gesellschaftsangaben der Bestand aber wieder ausgebaut. Mit den aktuellen Kapazitäten lässt sich personell sowie logistisch ein Portfolio bis zu einem Umfang von 60.000 bis 70.000 Einheiten managen. Das Kernportfolio könnte in den nächsten Jahren auf 50.000 Wohneinheiten ansteigen. Dieses Ziel könnte in 4-5 Jahren erreicht werden.

FAZIT

Insgesamt hat sich im letzten Geschäftsjahr viel in diesem Wert getan. Das Management hat seine Hauptaufgabe, die Integration zweier Unternehmen, bisher gut bewältigt. In den nächsten Quartalen sollten hierfür die Erträge zu sehen sein. Weitere Hausaufgaben sind unseres Erachtens weiterhin die Optimierung des Bestandes, die Senkung der Nettofinanzverbindlichkeiten sowie die Implementierung weiterer Kostensenkungsmaßnahmen (z.B. neue Softwareapplikationen). Insgesamt sehen wir das Unternehmen auf einem guten Weg. Angesichts des hohen Abschlags zum Net Asset Value (NAV) stufen wir die Aktie mit Kaufen ein.

Deutsche Wohnen AG		2005		2006		2007		2008e*		2009e*	
in Mio. €											
Umsatz	---	112,0	100,0%	204,4	100,0%	301,2	100,0%	268,8	100,0%		
Veränderung zum Vorjahr					0,0%		0,0%		0,0%		
EBITDA	---	68,0	60,8%	112,3	55,0%	104,7	34,8%	116,0	43,1%		
Veränderung zum Vorjahr					65,1%		-6,8%		10,7%		
EBIT	---	46,2	41,2%	141,6	69,3%	103,1	34,2%	114,4	42,5%		
Veränderung zum Vorjahr					0,0%		0,0%		0,0%		
Bereinigter Jahresüberschuss	---	30,3	27,0%	29,8	14,6%	9,1	3,0%	21,4	8,0%		
Veränderung zum Vorjahr					-1,6%		-69,5%		135,9%		
Ergebnis je Aktie in Mio. €				1,51		1,13		0,34		0,81	



16. Oktober 2008

Kurs (10:25, ETR.): 7,02 €
 aktuelles Kursziel: 12,00 €
 vorheriges Kursziel: 15,70 €

Branche: Immobilien

Die DIC Asset legt ihren Anlagefokus auf deutsche Gerwerbimmobilien. Der Konzern unterteilt die Objekte in Core- und Value-added-Investments und Opportunistic Co-Investments. Die Immobilien befinden sich größtenteils im west- und süddeutschen Raum.

Land: D
 ISIN: DE0005098404
 Bloomberg: DAZ

Kurs 52 Wochen

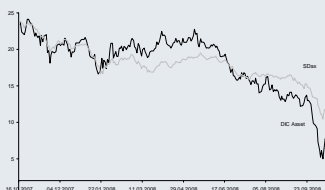
Hoch: 24,30 €
 Tief: 7,02 €
 Marktkap. (in Mio.): 220,1 €
 Anzahl Aktien (in Mio.): 31,4
 Free-float: 50,0%

	Gewinn/Aktie	KGV
2006	0,85 €	---
2007	1,25 €	---
2008e	0,79 €	8,8
2009e	1,21 €	5,8

	Dividende	Rendite
2006	0,75 €	---
2007	1,65 €	---
2008e	1,24 €	17,6%
2009e	1,69 €	24,1%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2006	40,0	51,4
2007	17,4	19,2
2008e	13,4	18,7
2009e	12,6	15,0

Nächster Termin:
 Q3 Zahlen Nov. 08



Frank Neumann, Analyst
 Telefon: 0211/4952-637
 Fax: 0211/4952-494
 frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

DIC Asset AG

Kaufen (zuvor: Halten)

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

Im ersten Halbjahr 2008 stellten sich die Mieteinnahmen als Treiber heraus (67,7 Mio. €; Vj.: 39,8 Mio. €). Dies ist durch den größeren Immobilienbestand (Core und Value-added) bedingt, der einen Wert von 2,1 Mrd. € per 31.3. (Vj.: 1,1 Mrd. €) hatte. Auch die Erträge aus den Immobilienverwaltungsgebühren konnten auf 0,5 Mio. € (Vj.: 0,2 Mio. €) ausgebaut werden. Wegen des aktuell schlechten Marktumfeldes sanken die Gewinne aus Veräußerungsgeschäften auf ein sehr niedriges Niveau (0,2 Mio. €; Vj.: 11,6 Mio. €); damit fiel diese wichtige Ertragssäule in diesem Zeitraum weg. Der Verwaltungs- und Personalaufwand wuchs mit 48,6% gegenüber dem Vorjahr unterproportional zu den Mieterlösen. Insgesamt konnte die Gesellschaft durch die hohen Mieterlöse ein dynamisch wachsendes Betriebsergebnis vermelden. Durch höhere Aufwendungen für Finanzverbindlichkeiten (36,9 Mio. €; Vj.: 15,8 Mio. €) und weniger Verkaufserlöse im Vergleich zum Vorjahreszeitraum fiel der Konzernüberschuss gegenüber dem Vorjahr allerdings geringer aus.

Das Immobilienportfolio der DIC Asset gliedert sich in drei Bereiche: Core-, Value-added- und Opportunistic Co-Investments. Im Core-Segment der Gesellschaft befinden sich 43% der Immobilien. Es handelt sich vorwiegend um Objekte mit lang laufenden Mietverträgen und niedrigen Leerstandsquoten (aktuell 2%). In den beiden anderen Teilportfolien wird in Immobilien mit einem höheren Wertsteigerungspotenzial investiert, was sich unter anderem in deren Leerstand (bis zu 18%) widerspiegelt. Die Value-added- Immobilien (Anteil von ca. 46% am Portfolio) haben kurz- bis mittelfristig realisierbares Wertsteigerungspotential, das durch Leerstandsabbau, Refurbishments und Optimierung der Mieterstruktur gehoben werden kann. Die opportunistischen Co-Investments stellen 11% des Portfolios dar. Die Gesellschaft beteiligt sich hier als passiver Co-Investor mit 20%. Die aktuelle durchschnittliche Nettomietrendite für alle drei Segmente beträgt 6,5%. Die Büroimmobilien stellen mit einem Anteil von 64% den Großteil des Portfolios dar. Weitere nennenswerte Anteile haben Logistikimmobilien mit 15% sowie Einzelhandelsimmobilien mit ca. 13%.

Finanzierungsseitig ist das Unternehmen unseres Erachtens langfristig und nachhaltig finanziert, denn 96% der Finanzverbindlichkeiten laufen mindestens noch drei Jahre. Für Fremdkapital muss die Gesellschaft durchschnittlich 5,25% aufbringen. Die Bestandsimmobilien sind aktuell mit einem Loan-to-Value von ca. 70% finanziert, was in der aktuellen Marktlage angemessen erscheint.

SWOT-ANALYSE

- + steigender operativer Cash-flow und steigender FFO
- + das Portfolio soll weiter ausgebaut werden
- + Finanzschulden sind auch langfristig gesichert
- + der Abschlag des Aktienkurses zum NAV ist aktuell sehr hoch
- durch die aktuelle Marktlage fallen die Erlöse aus den Veräußerungsgeschäften zu großen Teilen weg
- die Guidance für das Gesamtjahr wurde zurückgenommen
- aktuell schlechtes Sentiment für Immobilienaktien

AUSBLICK

Die aktuelle Situation an den Immobilien- sowie Kapitalmärkten stellt sich als sehr schwierig dar. Wir gehen davon aus, dass auch im restlichen Verlauf dieses Jahres keine größeren Portfoliotransaktionen stattfinden werden, sei es auf der Käufer- als auch auf der Verkäuferseite. Einzelne Transaktionen sollten dagegen bevorzugt realisiert werden. Dieser Entwicklung geschuldet, wurde auch die Strategie der DIC Asset beim Verkauf von Objekten Rechnung getragen. Während man vor einem Jahr auf Portfolioverkäufe setzte, werden aktuell die Objekte im Einzelverkauf veräußert. Dies sollte auch auf absehbare Zeit so beibehalten werden. Gerade im zweiten Halbjahr wird sich dies positiv bemerkbar machen. Käuferseitig ist momentan nicht einzuschätzen, inwieweit hier das Unternehmen Immobilien hinzu kauft und in welchem Umfang das Immobilienportfolio damit in den nächsten Monaten zunehmen wird. Unseres Erachtens verfügt die Gesellschaft aber über genügend Reserven, um einen dreistelligen Millionenbetrag investieren zu können. Wie auch schon in den vergangenen Monaten wird es hier aber vor allem an Immobilienangeboten mangeln. Beim Kauf neuer Objekte wird in Abhängigkeit vom Risiko eine Anfangsrendite von 6,5% bis 7,5% angesetzt.

Im Bestandsportfolio gehen wir von einer Erhöhung der Mieteinnahmen aus: Einerseits durch das gegenüber dem Vorjahreszeitraum vergrößerte Portfolio und andererseits durch die erfolgten Neuvermietungen. Das Management wird sich unseres Erachtens in den kommenden Monaten vor allem der Optimierung des Portfolios widmen. Auch die Konsolidierung und damit verbunden eine Effizienzsteigerung der stark gewachsenen Kapazitäten der Gesellschaft, vor allem im Asset Management-Bereich, steht in den nächsten Monaten im Fokus. Das Unternehmen rechnet für das Gesamtjahr mit einem Jahresüberschuss in Höhe von 25-27 Mio. €. Unseres Erachtens ist dies nur unter Berücksichtigung von Transaktionen möglich. Bisher betrug die Ausschüttungssumme für Dividenden bis zu 90% des Ergebnisses vor Abschreibungen (EBDA). Ob dies so fortgesetzt wird, bleibt abzuwarten. Bisher hält das Management an dieser Strategie fest. Da dies beim aktuellen Kurs aber einer äußerst hohen Dividendenrendite entsprechen würde und sich die Außenfinanzierungskraft der Gesellschaft durch das aktuelle Kapitalmarktumfeld als schwierig darstellt, gehen wir davon aus, dass der größte Teil der Gewinne im Unternehmen verbleiben wird. Zudem gab die Gesellschaft Mitte Oktober bekannt, bis zu 5% des eigenen Aktienkapitals zurück zu kaufen, was unseres Erachtens beim aktuellen niedrigen Kurs für die Aktionäre Mehrwert schaffen sollte.

FAZIT

Wie bei einer Vielzahl von Unternehmen, nicht nur in der Immobilienbranche, ist der Kurs der DIC Asset in den letzten Wochen stark unter Druck gekommen. In Verbindung mit den hohen Cash-flows und damit hohen zu erwartenden Dividendenzahlungen ist die Aktie attraktiv bewertet. Aktuell ist der Aktienkurs der Gesellschaft nur noch einen Bruchteil des Net Asset Values von 23,04 € wert. Insgesamt stufen wir die Aktie als Kaufposition ein.

DIC Asset AG		2005		2006		2007		2008e		2009e	
in Mio. €											
Umsatz		17,3	100,0%	36,6	100,0%	88,4	100,0%	132,9	100,0%	145,6	100,0%
Veränderung zum Vorjahr					110,9%		141,5%		50,4%		9,6%
EBITDA		18,7	107,7%	37,0	101,2%	99,8	113,0%	125,2	94,2%	154,3	106,0%
Veränderung zum Vorjahr					98,3%		169,5%		25,4%		23,2%
EBIT		14,7	84,9%	28,5	77,9%	80,0	90,6%	95,8	72,1%	122,1	83,9%
Veränderung zum Vorjahr					93,6%		180,7%		19,7%		27,5%
Bereinigter Jahresüberschuss		6,4	37,0%	15,0	40,9%	36,0	40,8%	24,9	18,7%	37,9	26,0%
Veränderung zum Vorjahr					132,7%		140,9%		-30,8%		52,0%
Ergebnis je Aktie in €		0,87		0,85		1,25		0,79		1,21	



16. Oktober 2008
 Kurs (10:27, ETR.): 5,67 €
 aktuelles Kursziel: 6,20 €
 vorheriges Kursziel: 10,00 €

Branche: Immobilien

GAGFAH konzentriert sich auf den Kauf und die Bewirtschaftung von Wohnimmobilienportfolios in ganz Deutschland. Der Konzern gehört zu den größten privaten Wohnungsimmobilieneigentümern und -betreibern in Deutschland.

Land: LUX
ISIN: LU0269583422
Bloomberg: GFJ

Kurs 52 Wochen

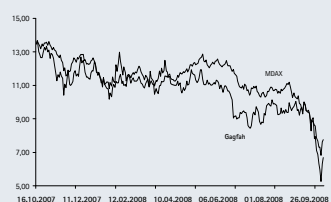
Hoch: 13,70 €
Tief: 5,90 €
Marktkap. (in Mio.): 1.279,2 €
Anzahl Aktien (in Mio.): 225,6
Free-float: 26,6%

	Gewinn/Aktie	KGV
2006	0,66 €	---
2007	2,43 €	---
2008e	0,79 €	7,2
2009e	1,13 €	5,0

	Dividende	Rendite
2006	0,17 €	---
2007	0,77 €	---
2008e	0,86 €	15,2%
2009e	1,02 €	18,0%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2006	13,4	30,8
2007	8,3	5,6
2008e	8,2	15,2
2009e	8,2	13,6

Nächster Termin:
 Q3 Nov 2008



Frank Neumann, Analyst
 Telefon: 0211/4952-637
 Fax: 0211/4952-494
 frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

GAGFAH S.A.

Halten (zuvor: Halten)

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

Im ersten Halbjahr stiegen die Nettomieteträge (489,0 Mio. €; Vj.: 459,7 Mio. €) weiter an, die Dynamik verlor aber an Schwung. Die Gewinne aus Veräußerungsgeschäften (in Höhe von 24,9 Mio. €; Vj.: 27,7 Mio. €), als zweite Säule der Geschäftstätigkeiten, haben sich weiterhin stabil entwickelt. Vor allem die Margen von 36% konnten in diesem Zusammenhang beeindrucken. Das Volumen der Verkäufe stieg dynamisch an; es wurden im ersten Halbjahr 1.274 Wohneinheiten veräußert (Vj.: 528 Wohneinheiten).

Die Gesellschaft hatte zum 30. Juni 2008 ca. 175.000 Wohnungen im Bestand (Vj.: 167.000 Wohnungen) und bewirtschaftet knapp 29.000 Wohnungen für Dritte. Die Leerstandsquote im eigenen Portfolio (einschließlich Zukäufe) wurde durch die Gesellschaft auf 4,6% gesenkt. Die Mieten stiegen im Schnitt um 1,3% im ersten Halbjahr, was in-line mit den Zielen für 2008 ist. Die Managementkosten je Wohneinheit konnten auf 424 € gesenkt werden. Für das Jahr 2007 wurden noch 448 € im Schnitt je Wohneinheit ausgegeben.

Der Vergleich zu den Vorjahreszahlen stellt sich gerade im Bezug auf die Gewinnreihen als schwierig dar, da im ersten Halbjahr 2007 unrealisierte Bewertungsgewinne in Höhe von 644,2 Mio. € vermeldet werden konnten. Im ersten Halbjahr 2008 war dagegen ein geringer Verlust aus Bewertungsgewinnen in Höhe von -3,0 Mio. € zu verbuchen.

Neben den EBIT- und Periodenüberschusszahlen sind für das Unternehmen die FFO (funds from operations) ausschlaggebend. Diese Kennzahl, an der sich auch die Dividendenzahlungen orientieren, lag im ersten Halbjahr bei 98,0 Mio. € und damit nur 4,3% über dem Vorjahresniveau. Je Aktie entspricht dies 0,43 € (Vj.: 0,42 €). Dieser Wert hat etwas an Wachstumsdynamik verloren und blieb zum Halbjahr hinter den eigenen Zielen von 10% Wachstum pro Jahr zurück. Für die ersten beiden Quartale 2008 wurden insgesamt 0,40 € je Aktie an Dividende ausgeschüttet, je Quartal 0,20 €.

Aktuell ist die GAGFAH gut durchfinanziert, in den nächsten Jahren stehen nur relativ geringe Kreditprolongationen an. Allerdings steht in 2013 ein Kredit von über 5,6 Mrd. € zur Verhandlung.

SWOT-ANALYSE

- + klare Fokussierung auf deutsche Wohnimmobilien
- + hohe Margen bei Veräußerung der Wohnimmobilien
- + innerhalb Deutschlands ist das Portfolio breit diversifiziert
- + über verschiedene Niederlassungen besitzt die Gesellschaft eine deutschlandweite Präsenz
- + Großteil der Umsätze resultiert aus dem schwankungsarmen Vermietungsgeschäft
- + hohe Ausschüttungsquote auf die FFO; attraktive Dividendenrendite
- + Aktienkurs aktuell unter NAV
- Wachstum primär über Kapitalmaßnahmen möglich
- Optimierungsmöglichkeiten sind bereits zu großen Teilen ausgenutzt
- hohe Verschuldung (>6,5 Mrd. €) der Gesellschaft
- aktuell nur geringe Wachstumsperspektiven
- Unsicherheiten bezüglich der Bewertung des Immobilienportfolios
- schlechtes Sentiment für Immobilienaktien

AUSBLICK

Für das Gesamtjahr will die Gesellschaft den Leerstand weiter senken (auf 4,5%), die Verwaltungskosten je Wohneinheit sollen weiter zurückgehen (400 € je Wohneinheit) und die Mieten weiter erhöht werden (2% auf der „Same-store“-Basis). Zudem sollen im zweiten Halbjahr ähnlich viele Wohneinheiten veräußert werden wie im ersten Halbjahr, so dass dann mehr als 2.500 Einheiten im Gesamtjahr veräußert sein werden.

Nur eine geringe Wachstumsdynamik sollte sich unseres Erachtens aus den oben genannten Maßnahmen erzielen lassen. Besonders die Entwicklung des FFO hat in den vergangenen Quartalen an Dynamik eingebüßt. Es bleibt abzuwarten, inwieweit die Gesellschaft es vermag, durch die genannten Maßnahmen diese weiter auszubauen. Für dieses Jahr geht die Gesellschaft von bis zu 1,00 € je Anteilsschein aus (Vj.: 0,88 €). Unseres Erachtens ist dies möglich, aber ambitioniert, da im zweiten Quartal 0,57 € je Aktie FFO erwirtschaftet werden müssten. Überraschungen negativer Natur könnte es durch die Bewertung von Immobilien sowie von Derivaten zur Absicherung von Zinsrisiken geben.

Über das Jahr 2008 hinaus gehen wir von einem weiterhin intakten Aufwärtstrend aus. Dieser wird durch einen leichten Anstieg der Mieteinnahmen, stabil gebliebene Privatisierungserlöse sowie strikte Kostenkontrolle bestimmt werden. Insgesamt sollte das Unternehmen seine Strategie weiter fortsetzen, die FFO je Aktie durch organisches und externes Wachstum zu steigern, um letztlich die Dividenden nachhaltig zu erhöhen.

Im Einzelnen bedeutet dies, dass der Wohnungsbestand weiter ausgebaut wird. Akquisitionen sollen nach Gesellschaftsangaben dabei nur erfolgen, wenn diese profitabel sind, d.h. ab dem zweiten Jahr Gewinne erzielen. Eine genaue Planungszahl für die in den kommenden Monaten möglichen Zukäufe von Wohneinheiten gibt die Gesellschaft angesichts des schwierigen Marktumfeldes für Immobilienkäufe nicht bekannt. Der Kauf von kleineren Portfolien sollte unseres Erachtens in den nächsten Monaten die beste Praxis sein, um den Bestand an Immobilien weiter zu vergrößern.

FAZIT

Das schlechte Sentiment für Immobilienaktien, die konjunkturelle Eintrübung in Deutschland sowie aktuell mangelnde Wachstumsphantasie veranlassen uns, unsere Modelle anzupassen. Zwar sollten die Wohnimmobilienunternehmen unseres Erachtens nicht so stark vom wirtschaftlichen Abschwung betroffen sein als andere Immobilienunternehmen, dennoch sehen wir hier einige Unsicherheiten. Gleichzeitig ist das Wachstum ohne weitere Kapitalmaßnahmen nur eingeschränkt darstellbar. Ferner belastet die aktuelle Marktsituation, da nur wenige große Portfolien zum Verkauf stehen. Unser Kursziel legen wir bei 6,20 € je Anteilsschein fest. Unser Anlageurteil Halten hat damit Bestand. Als Grundlage unseres Kurszieles dient unser Peer-Group-Vergleich.

GAGFAH S.A.		2005		2006		2007		2008e		2009e	
in Mio. €											
Umsatz		502,9	100,0%	774,9	100,0%	927,8	100,0%	1.006,4	100,0%	1.057,5	100,0%
Veränderung zum Vorjahr		---		54,1%		19,7%		8,5%		5,1%	
EBITDA		198,0	39,4%	343,6	44,3%	1.434,0	154,6%	567,8	56,4%	661,1	62,5%
Veränderung zum Vorjahr		---		73,5%		306,3%		-60,4%		16,6%	
EBIT		192,5	38,3%	337,1	43,5%	1.397,6	150,6%	546,0	54,3%	637,5	60,3%
Veränderung zum Vorjahr		---		75,1%		310,0%		-60,5%		16,8%	
Bereinigter Jahresüberschuss		-196,0	-39,0%	135,6	17,5%	563,9	60,8%	178,4	17,7%	254,0	24,0%
Veränderung zum Vorjahr		---		---		304,5%		-67,5%		42,4%	
Ergebnis je Aktie in €		-1,10		0,66		2,43		0,79		1,13	



16. Oktober 2008	
Kurs (10:28, ETR.):	5,71 €
aktuelles Kursziel:	8,50 €
vorheriges Kursziel:	19,00 €

Branche: Immobilien

Die IVG gehört mit einem betreuten Immobilienvermögen von mehr als 19 Mrd. € und einem eigenen Immobilienbestand von 3,9 Mrd. € zu den europaweit führenden Immobilien-Asset-Managern und konzentriert sich dabei auf Büroimmobilien und Businessparks.

Land:	D
ISIN:	DE0006205701
Bloomberg:	IVG

Kurs 52 Wochen

Hoch:	32,26 €
Tief:	5,70 €
Marktkap. (in Mio.):	662,4 €
Anzahl Aktien (in Mio.):	116,0
Free-float:	78,9%

	Gewinn/Aktie	KGV
2006	0,89 €	---
2007	2,34 €	---
2008e	0,17 €	32,8
2009e	0,61 €	9,3

	Dividende	Rendite
2006	0,50 €	---
2007	0,70 €	---
2008e	0,70 €	12,3%
2009e	0,70 €	12,3%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2006	12,8	25,5
2007	14,7	16,5
2008e	11,3	23,8
2009e	7,8	13,7

Nächster Termin:

Q3 13.11.2008



Frank Neumann, Analyst
 Telefon: 0211/4952-637
 Fax: 0211/4952-494
 frank.neumann@lampebank.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

IVG Immobilien AG

Kaufen (zuvor: Kaufen)**AKTUELLE ENTWICKLUNGEN**

Im September ereigneten sich zwei elementare Dinge in der Gesellschaft: Zum einen konnte ein Teil der Kavernen verkauft werden und zum anderen kündigte der CEO seinen Rücktritt an. Man verkaufte 40 vermietete Kavernen sowie 30 vermietete, aber noch zu bauende Objekte, von den insgesamt 130 Kavernen, die sich im Bestand der Gesellschaft befanden. Der Käufer war ein von der IVG aufgelegter Fonds, der bereits komplett vermarktet worden ist. Der gesamte Kaufpreis betrug 1,7 Mrd. € und wird in mehreren Tranchen bis 2014 gezahlt. Allein in diesem Jahr wird dadurch zusätzlich ein positiver Cash-flow in Höhe von mehr als 500 Mio. € sowie ein zusätzliches EBIT in Höhe von 261 Mio. € erwirtschaftet. Zudem trat der CEO Herr Dr. Lechnitz zum 30.9.2008 zurück. Nach Unternehmensangaben waren private Gründe für seine Entscheidung ausschlaggebend.

Zu der operativen Entwicklung im ersten Halbjahr 2007. Hier konnte die IVG Immobilien eine Gesamtleistung (Umsatz, Bestandsveränderung und Bewertungsergebnis) in Höhe von 463,2 Mio. € (Vj.: 525,2 Mio. €) erwirtschaften und damit weniger als im Vorjahr aufweisen. Dabei entwickelten sich die Nettomieten (180,2 Mio. €; Vj.: 121,0 Mio. €) durch das vergrößerte Immobilienportfolio und eine höhere Anzahl vermieteter Kavernen positiv. Auch Projektverkäufe (40,4 Mio. €; Vj.: 24,1 Mio. €) und Bestandsveränderungen (142,8 Mio. €; Vj.: 30,0 Mio. €), vor allem im Bereich Development, stützten das Ergebnis. Dagegen wirkten sich unrealisierte Bewertungsgewinne aus dem Portfolio (-45,6 Mio. €; Vj.: 189,1 Mio. €) negativ aus. Diese Wertminderung der Bestände wurde einerseits aufgrund von Ankaufkosten und andererseits durch Wertkorrekturen, die aus einem höheren Diskontierungszins beim Immobilienbestand entstanden, notwendig. Die hohen Buchverluste wirkten auch auf das EBIT, das mit 150,2 Mio. € unter dem Vorjahreswert von 322,4 Mio. € lag. In Verbindung mit höheren Kosten für den hohen Bestand an Finanzverbindlichkeiten und Anteilen Dritter sank der Konzernüberschuss auf 26,4 Mio. € (Vj.: 170,3 Mio. €).

SWOT-ANALYSE

- + langjähriger Track-record in Bezug auf die „Buy-and-Sell“-Strategie
- + beim aktuellen Kurs wären Abschreibungen i.H.v. bis zu 2,5 Mrd. € möglich, bevor der NAV und der Aktienkurs auf gleichem Niveau lägen
- + operatives Geschäft ist aktuell in-line
- + eine Übernahme des Konzerns ist aufgrund des niedrigen Kurses wahrscheinlicher geworden
- + Kavernen-Deal ist wie avisiert durchgeführt worden; nur wurde der Verkauf an einen eigenen Fonds negativ bewertet
- die Jahresguidance wurde gesenkt
- es bestehen Unsicherheiten, inwieweit im Immobilienportfolio noch Abschreibungsbedarf besteht
- Verschuldung ist unverändert hoch
- die Erlösrechnung ist durch den partiellen Projektcharakter schwer zu prognostizieren
- es ist aktuell noch kein Nachfolger für den ausgeschiedenen CEO in Sicht

AUSBLICK

Der Vorstand reduzierte im Zuge der Vorlage der Halbjahreszahlen die EBIT-Guidance (adjust.) für das Gesamtjahr auf 265 Mio. € bis 290 Mio. € (vorher 365 Mio. € bis 400 Mio. €). Dies ist vor allem durch die oben genannten Bewertungsverluste bedingt. Die EBIT-Guidance beinhaltet nicht die möglichen Gewinne, die aus dem Teilverkauf der Kavernen entstanden sind sowie mögliche Bewertungsänderungen des Immobilienportfolios im zweiten Halbjahr. Eine neue Guidance sollte zu den Q3-Zahlen veröffentlicht werden.

Zu den einzelnen Bereichen: Im Investment-Bereich will das Unternehmen vor allem die NOI-Rendite von aktuell 4,6% auf 4,75% steigern. Dies soll unter anderem durch den Verkauf einzelner Immobilien geschehen, die unterproportionale Beiträge generieren. Die IVG Funds-Einheit wird im Gesamtjahr 2008 eine Gesamtleistung zwischen 210 Mio. € und 230 Mio. € aufweisen. Dies wird vor allem durch die Bestandsveränderung der sich im Bau befindlichen Objekte getrieben sein. Durch den schwächeren Markt für Fonds wird sich der Vertrieb schwieriger als im Vorjahr darstellen. Das EBIT erwartet das Management bei 35 Mio. € bis 40 Mio. €. Im Bereich Development wird auf Gesamtjahressicht mit einem Abrechnungsvolumen in Höhe von 440 Mio. € bis 450 Mio. € gerechnet. Dabei soll ein EBIT (bereinigt) zwischen 90 Mio. € und 95 Mio. € erzielt werden. Im Kavernen-Geschäft wird auf 2008 mit einer Gesamtleistung von 130 Mio. € bis 135 Mio. € gerechnet. Das EBIT (bereinigt) wird in diesem Segment zwischen 110 Mio. € bis 115 Mio. € erwartet.

Das Unternehmen geht davon aus, dass es auch im zweiten Halbjahr zu Abschreibungsbedarf auf das Immobilienportfolio der Gesellschaft kommen wird. Für das kommende Jahr hält sich das Management dagegen etwas bedeckter und macht keine Angaben hierzu.

Neben der Veräußerung eines Teils der Kavernen sollen vereinzelte Immobilien mit einem kumulierten Wert von bis zu 500 Mio. € in 2008 veräußert werden. Dies sollte für zusätzliche Cash-flows sorgen, die zur Tilgung von Teilen der Fremdfinanzierungen herangezogen werden können.

Der Vorstand stellt für dieses Jahr eine Dividendenzahlung in Höhe des Vorjahresniveaus in Aussicht.

FAZIT

Durch den Verkauf der Kavernen werden zusätzliche Gewinne gehoben und durch die hinzukommenden Cash-flows wird die Höhe der Finanzverbindlichkeiten gesenkt. Negativ ist aber ins Kalkül zu ziehen, dass im Immobilienportfolio noch Abwertungsbedarf bestehen könnte und die Rendite dieser Assets nur relativ gering ausfällt. Zusammenfassend sehen wir in dieser Aktie einen Kauf, nicht zuletzt durch den hohen Abschlag des Aktienkurses verglichen mit dem Net Asset Value. Durch den dramatischen Kursverlauf aller Immobilienaktien, stellen wir unser Kursziel vor allem auf unseren Peer-Group-Vergleich ab.

IVG Immobilien AG		2005		2006		2007*		2008e		2009e	
in Mio. €											
Umsatzerlöse		426,0	100,0%	446,2	100,0%	532,4	100,0%	530,0	100,0%	638,9	100,0%
Veränderung zum Vorjahr		-16,0%		4,7%		19,3%		-0,5%		20,5%	
EBITDA		298,7	70,1%	327,4	73,4%	482,2	90,6%	257,2	48,5%	369,0	57,8%
Veränderung zum Vorjahr		12,8%		9,6%		47,3%		-46,7%		43,5%	
EBIT		242,6	56,9%	222,9	50,0%	475,6	89,3%	251,2	47,4%	362,0	56,7%
Veränderung zum Vorjahr		19,7%		-8,1%		113,4%		-47,2%		44,1%	
Bereinigter Jahresüberschuss		96,4	22,6%	102,9	23,1%	271,1	50,9%	20,2	3,8%	71,1	11,1%
Veränderung zum Vorjahr		36,0%		6,7%		163,5%		-92,6%		252,4%	
Ergebnis je Aktie in €		0,83		0,89		2,34		0,17		0,61	

* zum 1.1.2007 Umstellung auf Fair-Value-Bewertungsmethode



16. Oktober 2008

Kurs (10:28, ETR.): 1,85 €
 aktuelles Kursziel: 2,00 €
 vorheriges Kursziel: 3,00 €

Branche: Immobilien

Die Gesellschaft ist ein Immobilienunternehmen mit den Geschäftsfeldern Investments (Wohnungsprivatisierung und -revitalisierung und Projektentwicklung) und Services im wohnungswirtschaftlichen Bereich.

Land: D
 ISIN: DE000PAT1AG3
 Bloomberg: P1Z

Kurs 52 Wochen

Hoch: 10,60 €
 Tief: 1,85 €
 Marktkap. (in Mio.): 96,4 €
 Anzahl Aktien (in Mio.): 52,1
 Free-float: 49,8%

	Gewinn/Aktie	KGW
2006	0,71 €	---
2007	0,93 €	---
2008e	0,34 €	5,4
2009e	0,37 €	4,9

	Dividende	Rendite
2006	0,15 €	---
2007	0,00 €	---
2008e	0,00 €	0,0%
2009e	0,00 €	0,0%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2006	4,5	20,9
2007	4,5	14,9
2008e	3,9	10,5
2009e	3,4	9,4

Nächster Termin:

Q3 Zahlen 11.11.2008



Frank Neumann, Analyst
 Telefon: 0211/4952-637
 Fax: 0211/4952-494
 frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

PATRIZIA Immobilien AG

Halten (zuvor: Halten)

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

Für das erste Halbjahr beliefen sich die Umsätze auf 98,3 Mio. € (Vj.: 58,4 Mio. €). Die Treiber hinter der Umsatzentwicklung waren zum einen die Veräußerungsumsätze, die sich auf 59,4 Mio. € (Vj.: 21,4 Mio. €) beliefen. Zum anderen konnten die Mietumsätze angesichts des größeren Portfolios weiter zunehmen (38,3 Mio. €; Vj.: 29,1 Mio. €). Das EBIT belief sich auf 24,1 Mio. € (Vj.: 23,1 Mio. €). Zusätzlich belastet wurden die Ergebnisse durch das Finanzergebnis in Höhe von -21,4 Mio. € (Vj.: -8,0 Mio. €) als Folge des ausgebauten Portfoliobestandes. Das EBT fiel damit unter dem Vorjahreswert aus (2,7 Mio. €; Vj.: 15,1 Mio. €).

Der Bereich Service trug 2,6 Mio. € (Vj.: 1,9 Mio. €) dazu bei. Beim EBIT ist der Unterschied mit 28,1 Mio. € gegenüber 0,2 Mio. € im Vorjahr noch gravierender.

Das Portfolio der Gesellschaft besteht aktuell aus ca. 13.000 Wohneinheiten, mit regionalen Schwerpunkten in München, Köln/ Düsseldorf und Hamburg.

Im Investmentbereich lag der Hauptschwerpunkt der operativen Tätigkeit. Dieser Bereich steuerte 95,7 Mio. € (Vj.: 56,5 Mio. €) zum Konzernumsatz bei. Zu diesem Teil des Unternehmens zählt der Ankauf von Wohnimmobilien mit dem Ziel, diese später wieder zu veräußern. Während der Haltedauer der Immobilien werden zumeist Sanierungs- und Modernisierungsmaßnahmen zur Realisierung des festgestellten Wertsteigerungspotenzials der Objekte durchgeführt. Der Verkauf der Immobilien erfolgt über Einzel- und Blockverkäufe. Als opportunistische Ergänzung engagiert sich das Unternehmen in Projektentwicklungen im Gewerbe- und Wohnimmobilienbereich.

Im Geschäftsbereich Services sollen verstärkt Chancen durch Co-Investments mit internationalen Investoren genutzt werden, bei denen PATRIZIA jeweils vollständig für die operative Umsetzung des gemeinsamen Konzeptes zuständig sein wird. Daneben wird insbesondere das Asset Management weiter ausgebaut werden. Aktuell befinden sich ca. 1,0 Mrd. € externer Assets under Management. Weitere Umsätze erzielt die im April 2007 gegründete Kapitalanlagegesellschaft, die bereits zwei Fonds aufgelegt hat. Neben einem deutschen Wohnimmobilienfonds wurde auch ein Europa Wohnimmobilienfonds für institutionelle Investoren aufgelegt. Das Dienstleistungsspektrum wird durch Property Management sowie Sales Management ergänzt.

SWOT-ANALYSE

- + 20-jährige Erfahrung im Wohn- und Gewerbeimmobilienbereich
- + der Bereich Services ist ein Cash-flow-stabiles Geschäft mit einer vergleichsweise geringen Volatilität und steigendem Umsatzanteil
- + die Mieteinnahmen deckten die Zinsaufwendungen
- + ein Großteil der in 2008 auslaufenden Kredite wurde bereits bis ins Jahr 2009 verlängert
- die Eigenkapitalquote ist mit knapp 21,3% relativ gering
- das Geschäftsmodell der Gesellschaft stützt sich stark auf Projektentwicklungen, deren Realisierung schwer kalkulierbar ist
- zunehmende Konkurrenz vor allem durch inländische Wettbewerber
- hohe Fremdkapitalquote und dementsprechend sensitiv gegenüber steigenden Zinsen

AUSBLICK

Das Unternehmen wird sich dieses Jahr weiter konsolidieren. Damit einhergehend sollte die Anzahl der gehaltenen Wohnimmobilien weiter sinken. Das Unternehmen ist zuversichtlich, kleinere Portfolien in der zweiten Jahreshälfte veräußern zu können.

Neben dem Investment-Bereich soll auch der Service-Bereich mit positiven Ergebnissen überzeugen können.

Der Gesamtkonzern rechnet für das Gesamtjahr 2008 mit 1.400 bis 1.500 verkauften Einheiten. Zum Halbjahr wurden bereits 384 Einheiten veräußert (247 im Rahmen von Privatisierungen und 137 Einheiten über Blockverkäufe). Unserer Meinung nach ist diese Anzahl unter den aktuellen Verwerfungen auf den internationalen Finanzmärkten recht hoch.

Das Ergebnis vor Steuern wird in der aktuellen Guidance mit 25-30 Mio. € (ohne Effekte aus der Marktbewertung von Zinssicherungsgeschäften und Wertänderungen des Immobilienbestandes) angegeben. Unserer Einschätzung nach ist diese Guidance ambitioniert.

Mittelfristig sollte unserer Meinung nach der Bereich Asset Management an Bedeutung gewinnen. Das Unternehmen geht davon aus, dass sich die Assets under Management in den nächsten zwei Jahren mehr als verdoppeln sollten. Insgesamt rechnet das Unternehmen bis 2010 mit mehr als 2 Mrd. € Assets under Management. Unseres Erachtens scheint dieser Ausblick mindestens erfüllbar zu sein, da neben den Assets, die für Dritte verwaltet werden auch die Immobilienwerte, die sich in den Fonds befinden, sowie die Co-Investments dazu gezählt werden. Durch den Ausbau der stabilen Erlöse aus dem Service-Bereich sollte es zu einer Stabilisierung der Umsatz- sowie Ergebniszahlen innerhalb des Jahres kommen und die Saisonalität des Geschäftsmodells verringert werden.

FAZIT

Um die Guidance für das Gesamtjahr erreichen zu können, muss die Gesellschaft ein starkes zweites Quartal absolvieren. Wir gehen in unserem Basisszenario davon aus, dass die Verkäufe leicht unter den Erwartungen ausfallen werden. Auf längere Sicht sollte aber der Service-Bereich an relativer Stärke zunehmen können. Dort sollten die Umsätze in den nächsten Quartalen stärker ansteigen.

Insgesamt ist die Aktie in den letzten Monaten stark zurückgekommen. Wir gehen aktuell davon aus, dass das Geschäftsmodell in der aktuell turbulenten Zeit einem Stresstest unterzogen wird. Deswegen sollte man bei diesem Wert, trotz hohen Abschlags des Aktienkurses auf das Eigenkapital, abwarten. Wir stufen die Aktie der PATRIZIA weiterhin als Halteposition ein, ändern aber unser Kursziel auf 2,00 €. Zur Findung unseres Kurszieles dient uns unser Peer-Group-Vergleich.

PATRIZIA Immobilien AG		2005		2006		2007		2008e		2009e	
in Mio. €											
Umsatz	99,5	100,0%	237,6	100,0%	193,3	100,0%	279,1	100,0%	307,5	100,0%	
Veränderung zum Vorjahr	33,2%		138,8%		-18,7%		44,4%		10,2%		
EBITDA	26,1	26,2%	51,9	21,8%	111,8	57,9%	76,4	27,4%	88,6	28,8%	
Veränderung zum Vorjahr	107,7%		98,7%		115,6%		-31,7%		16,0%		
EBIT	25,5	25,6%	51,3	21,6%	111,0	57,5%	75,7	27,1%	87,8	28,5%	
Veränderung zum Vorjahr	111,6%		101,1%		116,6%		-31,8%		15,9%		
Bereinigter Jahresüberschuss	16,6	16,7%	32,4	13,6%	48,0	24,9%	17,9	6,4%	19,5	6,3%	
Veränderung zum Vorjahr	269,6%		94,8%		48,3%		-62,6%		8,8%		
Ergebnis je Aktie in €	0,00		0,71		0,92		0,34		0,37		



16. Oktober 2008	
Kurs (10:29, ETR.):	2,26 €
aktuelles Kursziel:	2,50 €
vorheriges Kursziel:	6,50 €

Branche: Immobilien

Die TAG Immobilien AG (TAG) ist in den Geschäftsfeldern Gewerbeimmobilien, Wohnimmobilien und Immobiliendienstleistungen tätig. TAG verfolgt eine "Buy, build and hold"-Strategie mit Fokussierung auf die deutschen Ballungsgebiete.

Land:	D
ISIN:	DE0008303504
Bloomberg:	TEG

Kurs 52 Wochen

Hoch:	8,67 €
Tief:	2,22 €
Marktkap. (in Mio.):	73,7 €
Anzahl Aktien (in Mio.):	32,6
Free-float:	53,0%

	Gewinn/Aktie	KGV
2006	0,14 €	---
2007	0,51 €	---
2008e	0,25 €	8,9
2009e	0,29 €	7,7

	Dividende	Rendite
2006	0,00 €	---
2007	0,10 €	---
2008e	0,15 €	6,6%
2009e	0,20 €	8,8%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2006	2,2	14,1
2007	4,0	11,6
2008e	4,2	12,3
2009e	6,3	17,1

Nächster Termin:	
Q3	13.11.2008



Frank Neumann, Analyst
 Telefon: 0211/4952-637
 Fax: 0211/4952-494
 frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

TAG Immobilien AG

Halten (zuvor: Halten)

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

Im ersten Halbjahr stiegen die Erlöse auf 51,1 Mio. € (Vj.: 34,3 Mio. €). Vor allem die Verkaufserlöse (22,8 Mio. €; Vj.: 8,7 Mio. €) und die erhöhten Mieteinnahmen (21,8 Mio. €; Vj.: 16,1 Mio. €) waren die Treiber hinter dieser Entwicklung. Mit den höheren Ausgaben, die zur Erzielung dieser Erlöse notwendig waren, sowie den geringeren Neubewertungsgewinnen auf Renditeliegenschaften wurde ein Rohergebnis auf Vorjahresniveau ausgewiesen (31,4 Mio. €; Vj.: 31,6 Mio. €). Durch höhere Ausgaben vor allem für Personal fiel das EBIT (19,6 Mio. €; Vj.: 21,0 Mio. €) unter dem Vorjahresniveau aus. Durch die größeren Belastungen für Fremdkapital konnten lediglich 6,7 Mio. € (Vj.: 14,3 Mio. €) als Vorsteuerergebnis ausgewiesen werden.

Das Unternehmen ist in drei Geschäftsfeldern tätig: Gewerbeimmobilien, Wohnimmobilien und Dienstleistungen rund um die Immobilie.

Die Gewerbeimmobilien sind in der TAG Gewerbeimmobilien AG gebündelt. Diese befindet sich bereits im Vor-REIT-Status. Das Portfolio hat hier einen Wert von rund 416 Mio. €. Die Bruttomietrendite liegt hier bei ca. 7%. Das Portfolio konzentriert sich auf die Regionen Berlin, Hamburg, Leipzig, München und Rhein-Main-Gebiet und hat ein Volumen von 427 Mio. €.

Die Wohnimmobilien sind im Bau-Verein zu Hamburg, an dem die TAG 71% hält, gebündelt. Die Bruttomietrendite des Portfolios liegt bei 5,5 %. Der letzte gemeldete größere Zukauf war das VGL-Portfolio mit einer Mietrendite von 8,7%. Wir schätzen den Umfang dieser Akquisition auf ca. 60 Mio. €.

Wie erwähnt, stellen die Dienstleistungen das dritte Standbein der Gesellschaft dar. Diese sind in der TAG Asset Management GmbH gebündelt. Zu den angebotenen Dienstleistungen gehören die Hausverwaltung, die Akquisition, Due Diligence, Projektentwicklung und -steuerung, das Asset Management und Controlling sowie die Öffentlichkeitsarbeit. In diesen Bereich fällt auch ein mit der HSH Real Estate AG Ende 2007 gegründetes Joint Venture, das sich dem Asset Management widmet und zu Beginn dieses Jahres das operative Geschäft aufnahm. Diese Gesellschaft betreut ein Gewerbeimmobilienportfolio von aktuell 1,5 Mrd. €, davon 400 Mio. € eigene Objekte.

Die aktuellen Finanzverbindlichkeiten werden jährlich mit ca. 5,4% verzinst. Laut Gesellschaftsangaben hat sich die Finanzierung in den letzten Monaten nicht signifikant verteuert.

SWOT-ANALYSE

- + mit den drei Geschäftsfeldern ist TAG breit aufgestellt und diversifiziert
- + Übernahme scheint möglich
- + das Management weist einen langjährigen Track-record auf
- + TAG verfügt über ein ausgebautes Netzwerk
- + aktuell hohe Dividenden-Rendite
- + durch den Bestandsaufbau hat sich der Anteil der wiederkehrenden Cash-flows erhöht
- die Aktie ist im Peer-Group-Vergleich relativ hoch bewertet
- Nachhaltigkeit des Turn-around muss noch unter Beweis gestellt werden
- Guidance wurde zuletzt gesenkt
- ungünstiges Sentiment für Immobilien- Aktien
- fehlende Fokussierung der Geschäftstätigkeit

AUSBLICK

Unseres Erachtens sollte es im weiteren Jahresverlauf zu keinen größeren Zukäufen im Immobilienportfolio kommen. Der Fokus des Unternehmens wird im weiteren Jahresverlauf auf der Optimierung des Bestandsportfolios durch Mietsteigerungen und Kostenoptimierungen liegen. Damit ließe sich eine höhere Rendite im aktuellen Bestandsportfolio realisieren. Damit bleibt das Unternehmen seiner „Buy, bild and hold“-Strategie weiter treu.

Im Gewerbeimmobilien-Bereich wurde in der Vergangenheit angekündigt, dass der Vor-REIT möglicherweise durch ein anderes Konstrukt als durch einen klassischen Börsengang an den Kapitalmarkt gebracht wird. Genauere Angaben zu den Plänen wurden bisher noch nicht veröffentlicht. Wir gehen davon aus, dass es durch die aktuellen Verwerfungen an den Kapitalmärkten hier kurzfristig zu keiner Lösung kommen wird.

Im Wohnimmobilien-Bereich wird mit steigenden Mieteinnahmen für das Gesamtjahr gerechnet. Hintergrund für diese Entwicklung sind die gestiegenen Mieten in den einzelnen Objekten sowie der ausgebauten Immobilienbestand.

Im Asset Management gibt das Unternehmen die Guidance heraus, aus den aktuell 1,5 Mrd. € Assets under Management bis zum Ende des Jahres 1,8 Mrd. € zusammenfassen zu können. Zu Jahresanfang waren die Assets mit 1,2 Mrd. € taxiert worden.

Im Rahmen der Vorlage der Halbjahreszahlen wurden angesichts des aktuellen ökonomischen Klimas die Schätzungen für das Gesamtjahr nach unten korrigiert. Die TAG geht nun von einem EBT von 15-20 Mio. € aus. Unseres Erachtens sollte diese Marke erzielt werden können.

In der Dividendenpolitik ist davon auszugehen, dass für das laufende Jahr mindestens eine Dividende auf dem Vorjahresniveau gezahlt werden wird.

Finanzierungsseitig sollte unseres Erachtens die Belastung durch Fremdfinanzierungszinsen, bedingt durch den höheren Umfang von Fremdmitteln gegenüber dem Vorjahr, ansteigen. Durch diese Entwicklung wird ein Großteil der Gewinne, die das Immobilienportfolio generiert, wieder aufgezehrt werden.

FAZIT

Das Unternehmen ist unserer Meinung nach mit den Segmenten Bestandshaltung für Wohn- und Gewerbeimmobilien sowie Dienstleitungen im Immobilienbereich breit aufgestellt. Dennoch fehlt uns in diesem Wert die klare Fokussierung. Negativ lassen wir in unsere Bewertung zudem die Rücknahme der Guidance einfließen.

Im positiven Sinne fällt ins Gewicht, dass das Unternehmen aktuell unter seinem Net Asset Value von 12,36 € notiert. Trotz des günstigen Kurses sehen wir in diesem Wert nur eine Halteposition.

TAG		2005		2006		2007		2008e		2009e	
in Mio. €											
Umsatz		153,5	100,0%	107,3	100,0%	148,2	100,0%	111,9	100,0%	103,3	100,0%
Veränderung zum Vorjahr		---		-30,1%		38,1%		-24,5%		-7,6%	
EBITDA		-0,8	---	6,2	5,7%	22,5	15,2%	14,4	12,9%	22,9	22,2%
Veränderung zum Vorjahr		---		---		264,9%		-35,8%		58,6%	
EBIT		-13,8	---	17,1	15,9%	51,1	34,5%	38,5	34,4%	38,3	37,1%
Veränderung zum Vorjahr		---		---		198,8%		-24,6%		-0,5%	
Bereinigter Jahresüberschuss		-35,5	---	2,8	2,7%	16,5	11,1%	8,3	7,4%	9,5	9,2%
Veränderung zum Vorjahr		---		---		478,8%		-49,7%		14,9%	
Ergebnis je Aktie in €		-4,65		0,14		0,51		0,25		0,29	



16. Oktober 2008

Kurs (10:29, ETR.): 4,87 €
 aktuelles Kursziel: 5,30 €
 vorheriges Kursziel: 10,50 €

Branche: Immobilien

Vivacon handelt mit Wohnungen unter Abtrennung der dazugehörigen Erbbaurechte. Die Kunden von Vivacon sind privater wie auch institutioneller Herkunft. Weiterhin bemüht sich die Gesellschaft um den Aufbau eines Asset Managements.

Land: D
 ISIN: DE0006048911
 Bloomberg: VIA

Kurs 52 Wochen

Hoch: 18,05 €
 Tief: 4,87 €
 Marktkap. (in Mio.): 96,6 €
 Anzahl Aktien (in Mio.): 19,8
 Free-float: 84,4%

	Gewinn/Aktie	KGV
2006	2,38 €	---
2007	2,88 €	---
2008e	2,70 €	1,8
2009e	2,65 €	1,8

	Dividende	Rendite
2006	0,40 €	8,2%
2007e	0,50 €	10,3%
2008e	0,60 €	12,3%
2009e	0,60 €	12,3%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2006	5,7	9,0
2007	2,3	5,5
2008e	3,2	6,2
2009e	2,8	6,4

Nächster Termin:

Neun-Monats-Zahlen 13.11.08



Frank Neumann

Telefon: 0211/4952-637

Fax: 0211/4952-494

frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

Vivacon AG

Halten (zuvor: Halten)

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

Die Zahlen für die ersten sechs Monate fielen wie folgt aus. Der Umsatz stieg auf 78,5 Mio. € (Vj.: 57,5 Mio. €). Die Treiber für diese Entwicklung waren vor allem die Privatisierung (+39% gegenüber dem Vorjahr), Mieteinnahmen (+113%) sowie die Erlöse aus den Erbbaurechten (+52%). Dagegen kam die Veräußerung von Immobilien an institutionelle Investoren im Vergleich zum Vorjahr fast vollkommen zum Erliegen (-95%). Die Privatisierungserlöse stiegen durch den Verkauf der „yoo“-Objekte in Hamburg und München sowie durch die Umsätze der Büroentwicklung „Rheinuhafen“. Die höheren Einnahmen im Rahmen der Erbaurechte sowie die höheren Mieteinnahmen wurden durch einen Ausbau des jeweiligen Portfolios generiert. Zusätzlich wurden im ersten Halbjahr 2008 zum ersten Mal Umsätze im Property Management gezeigt, was zudem zum Umsatzwachstum beitrug (11,9 Mio. €). Mit der gestiegenen Geschäftstätigkeit stiegen auch die Kosten. Exemplarisch für diese Entwicklung ist der Anstieg der Personalkosten (13,8 Mio. €; Vj.: 6,9 Mio. €), der in starkem Zusammenhang mit der Übernahme von Curanis zu sehen ist. Dieser Property Manager verwaltet aktuell ca. 58.000 Wohneinheiten.

Unter dem Strich wurde das EBIT um 35% auf 17,1 Mio. € gesteigert. Da in dieser Zahl aber nicht die Kosten für Fremdkapital enthalten sind, ist ein Vergleich des EBT mit den Vorjahreswerten aussagekräftiger. Dieses sank von 15,0 Mio. € auf 9,7 Mio. €. Je Aktie konnte das Unternehmen einen Gewinn von 0,29 € ausweisen (Vj.: 0,57 €).

Durch die Erhöhung von wiederkehrenden Erträgen (wie Erbbaurechte sowie Property Management) sowie durch die modifizierte Strategie, die den Kauf neuer externer Erbbaurechte ermöglicht, konnte die Umsatz- und Ertragsentwicklung weiter geglättet werden. Somit ist man, anders als in der Vergangenheit, nicht mehr so stark von den durchgeführten Portfolio-Verkäufen an institutionelle Investoren abhängig.

SWOT-ANALYSE

- + Generierung von stabilen Cash-flows durch Erbbaurechte
- + Portfolio der Erbbaurechte wird unter anderem durch den Zukauf von Erbbaurechten Dritter ausgebaut
- + längjähriger Track-record des Unternehmens und des Managements
- + Exklusivvermarktung von „yoo“-Objekten in Deutschland
- + Anteil der transaktionsunabhängigen Umsätze ist gestiegen
- + Übernahme der Gesellschaft ist ein mögliches Szenario
- im Allgemeinen ist das Sentiment für Immobilienaktien negativ und im Speziellen das von kleineren Gesellschaften
- der teilweise Projektcharakter der Wohnungsverkäufe unterliegt Schwankungen und ist daher nur schwer zu prognostizieren
- zunehmende Konkurrenz beim Portfoliohandel vor allem durch inländische Wettbewerber
- hohe Fremdkapitalquote und dementsprechend sensitiv gegenüber steigenden Zinsen
- weiterhin herrscht eine Abhängigkeit gegenüber Blocktransaktionen, dies verleiht dem Geschäft einen projektartigen Charakter
- die Guidance zum Jahresüberschuss ist unseres Erachtens ambitioniert

AUSBLICK

Branchentypisch erzielt Vivacon den Großteil der Gewinne erst im zweiten Halbjahr des jeweiligen Geschäftsjahres. Das Management bestätigte für das Gesamtjahr zuletzt die Guidance von einem Ergebnis nach Steuern (aber vor Dritten) von 60 Mio. €. Aktuell gehen wir davon aus, dass die Guidance, vor allem bedingt durch die aktuelle Marktsituation, nicht eingehalten werden kann. Zudem sollte ein Großteil des Gewinns durch den Kauf und die Bewertung von Erbbaurechten realisiert werden können.

Neben der Generierung von Erbbaurechten durch den Wohnimmobilienhandel ist nun der Ankauf weiterer Erbbaurechte von Dritten in den Fokus der Strategie gerückt. Diese werden für günstigere Multiple eingekauft, als sie später in der Bilanz aufgenommen werden. Aus diesem Unterschied entsteht ein Bewertungsgewinn. Bisher hat die Vivacon für dieses Jahr einen Zukauf von Erbbaurechtportfolios im Wert von bis zu 10 Mio. € p.a. in Aussicht gestellt. Unter anderem vom Kooperationspartner DR Real Estate AG, an dem die Vivacon mit 10% beiligt ist, wurde bereits ein Teil der Erbbaurechte zugekauft. Die Generierung von Erbbaurechten, die indexiert und damit inflationsgeschützt sind, stellt für die Vivacon ein Alleinstellungsmerkmal im deutschen Markt dar. Zur Finanzierung dieser Transaktionen sowie für das zeitnahe Heben der Gewinne aus diesen Geschäften wurden bisher zwei Schuldscheindarlehen in Höhe von ca. 180 Mio. €, die mit den gehaltenen Erbbaurechten besichert wurden, emittiert. Eine weitere Emission war für September 2008 avisiert, der Zeitplan streckt sich jedoch etwas durch die aktuellen Verwerfungen am Kapitalmarkt. Das Problem, welches sich unseres Erachtens aktuell stellt, ist die erschwerte Situation am Kapitalmarkt. Dadurch könnte die geplante Schuldverschreibung, die mit den Erbbaurechten besichert ist, nicht durchgeführt werden. Damit wäre aber das zukünftige Wachstum eingeschränkt. Gleichzeitig ist aber anzunehmen, dass die Gesellschaft ihr selbst gestecktes Ziel, 10 Mio. € Erbbaurechte im laufenden Jahr anzukaufen, erreicht. Die finanziellen Mittel bzw. Kreditlinien hierfür sind bereits eingeräumt.

FAZIT

Das Geschäftsmodell der Vivacon wurde in den letzten Jahren immer weiter modifiziert. Damit ist die Gesellschaft kein „Ein-Produkt-Unternehmen“, wodurch die Abhängigkeit des Unternehmens gegenüber Portfolio-Transaktionen gesunken ist. Dennoch ist das Geschäftsmodell unter den aktuellen Gegebenheiten als schwierig einzuschätzen. Vor allem die erschwerte Möglichkeit Anleihen zu vergeben, könnte das weitere Wachstum des Unternehmens hemmen. Insgesamt stufen wir die Aktie als Halteposition ein. Zur Kursfindung dient uns im aktuellen Kapitalmarktumfeld unser Peer-Group-Vergleich.

Vivacon AG		2005		2006		2007		2008e		2009e	
in Mio. €											
Umsatz		55,0	100,0%	124,4	100,0%	193,8	100,0%	203,1	100,0%	214,6	100,0%
Veränderung zum Vorjahr		-46,0%		126,3%		55,8%		4,8%		5,7%	
EBITDA		37,7	68,6%	78,8	63,3%	82,6	42,6%	105,7	52,1%	93,1	43,4%
Veränderung zum Vorjahr		150,9%		109,0%		4,9%		28,0%		-11,9%	
EBIT		37,5	68,2%	78,5	63,1%	82,1	42,4%	105,1	51,8%	92,3	43,0%
Veränderung zum Vorjahr		152,6%		109,3%		4,6%		28,0%		-12,2%	
Bereinigter Jahresüberschuss		22,6	41,2%	45,9	36,9%	56,2	29,0%	53,6	26,4%	52,5	24,5%
Veränderung zum Vorjahr		225,0%		102,6%		22,6%		-4,7%		-1,9%	
Ergebnis je Aktie in €		1,25		2,38		2,88		2,70		2,65	

DR Real Estate AG

ISIN: DE0005577001, Bloomberg: DOL

Aktueller Kurs 16.10.2008 (10:25 ETR): 3,25 €

NUTZUNG VON OPPORTUNITÄTEN DURCH DEN IMMOBILIENHANDEL

Unter dem Namen DR Real Estate AG agiert nun die umfirmierte Deutsche Reit AG. Das Unternehmen deckt in der Wertschöpfungskette die Bereiche Bestandshaltung, Portfoliohandel, Asset Management und REIT-Initiierung ab. Im Rahmen des Geschäftsmodells geht man zwar hohe Risiken ein, kann aber auch Opportunitäten nutzen. Zunehmend wird der Bestand jedoch auch vergrößert.

KLEINVOLUMIGER ANKAUF UND BESTANDSAUFBAU

Das Unternehmen tätigt kleinvolumige Ankäufe von Wohn- und Gewerbeimmobilien, welche zu größeren Portfolien gebündelt werden. Diese verbleiben meist im Eigenbestand und sollen durch die Mieterträge einen stabilen Cash-flow garantieren. Durch den Immobilienhandel wird der Bestandsaufbau unterstützt. Gleichzeitig birgt dies allerdings ein inhärentes Risiko.

Die DR Real Estate besitzt ein Immobilienportfolio von ca. 2.500 Wohneinheiten mit dem Schwerpunkt in wachstumsstarken Regionen in Deutschland, deren Bevölkerungs- bzw. Wirtschaftswachstum in den nächsten Jahren überdurchschnittlich ausfallen sollten. Die Wohnungsmieten stellen einen stabilen Cash-flow für die Gesellschaft dar. Der Leerstand beträgt ca. 6,2%.

Im REIT-Segment will sich das Unternehmen als Initiator positionieren. Hierzu hat die DR Real Estate mit der DR Commercial 1 AG bereits eine Tochter mit Vor-REIT Status gegründet. Die REIT-fähigen Immobilien der Gesellschaft haben eine Fläche von ca. 80.000 m².

Der Bereich Asset Management spielt zur Zeit noch eine untergeordnete Rolle. Hier sind alle Leistungen der Gesellschaft gebündelt, die den Immobilienbestand optimieren sollen. Mittelfristig soll das Asset Management substanzielle Umsatz- und Gewinnbeiträge liefern. Die Dienstleistungen werden intern genutzt, aber auch Dritten angeboten.

Strategisches Ziel ist es, ein Bestandsportfolio aufzubauen, wobei Blockverkäufe im Rahmen des Portfolioaufbaus immer wieder realisiert werden, um Gewinne zu zeigen und die Innenfinanzierungskraft der Gesellschaft zu stärken. Es werden Opportunitäten genutzt, um den Wert der Gesellschaft zu erhöhen.

Prognosen über den Geschäftsverlauf werden derzeit nur zurückhaltend kommuniziert. Der Vorstand geht davon aus, dass sämtliche Ergebniskennzahlen im 2. Halbjahr des laufenden Jahres weiter deutlich gesteigert werden können. Unter anderem soll der Leerstand bis Jahresende auf 5,7% reduziert werden. Im Halbjahresbericht wurde die kommunizierte Guidance für den Konzerngewinn bei 15,0 Mio. € noch bestätigt. Langfristig soll das Wohnimmobilienportfolio ein Zielvolumen von mindestens 500 Mio. € haben.

RÜCKLÄUFIGE ENTWICKLUNG

Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum waren die Umsatzerlöse rückläufig (24,8 Mio. €; Vj.: 33,0 Mio. €). Die Erträge resultieren einerseits aus einer Veräußerung des Grundstücksportfolios in Höhe von 17,9 Mio. € und aus Umsätzen aus der Hausbewirtschaftung in Höhe von 5,8 Mio. € (Vj.: 4,4 Mio. €). Hierzu korrespondierend sind die Aufwendungen für bezogene Lieferungen und Leistungen, die -14,1 Mio. € betragen und zu 12,3 Mio. € aus dem Veräußerungsgeschäft sowie 1,9 Mio. € aus der Wohnungsbewirtschaftung resultieren, zu sehen.

Durch die Ausweitung der Geschäftstätigkeit stieg der Personalaufwand von 0,7 Mio. € auf 1,2 Mio. €. Zudem musste das Unternehmen durch einen höheren Fremdkapitalbedarf, bedingt durch ein ausgebautes Portfolio, ein schlechteres Finanzergebnis (-3,1 Mio. €; Vj.: -0,7 Mio. €) verbuchen. Das Konzernergebnis lag mit 2,9 Mio. € beim Dreifachen des Vorjahreswertes.

Eine Erhöhung der Liquidität, sowie der kurzfristige Abbau der Finanzverbindlichkeiten konnte durch den Verkauf von Erbbaurechten realisiert werden. Hier konnten Erlöse in Höhe von 17,9 Mio. € generiert werden.

ESTAVIS AG

ISIN: DE000A0KFKB3, Bloomberg: E7S

Aktueller Kurs 16.10.2008 (9:14 FFM): 2,60 €

DER PORTFOLIOHÄNDLER

Die ESTAVIS AG ist ein Immobilienkonzern, der sich auf inländische Immobilien, vor allem in Ballungszentren des ost- und norddeutschen Raums, fokussiert. Investiert wird sowohl in Wohn- als auch in Gewerbeimmobilien. Das Maklergeschäft und den Immobilienverkauf übernehmen der HAG-Konzern und die B&V-Gruppe. Ein Joint-Venture wurde im 3. Quartal mit dem Ziel der Entwicklung und Vermarktung verschiedener Einzelhandels- und Gewerbezentren im Raum Stuttgart, Pforzheim, Limburg und weiteren Städten begründet.

BÜNDELN ZU STRUKTURIERTEN PORTFOLIOS

Das traditionelle Kerngeschäft bildet der Portfoliohandel, bei dem das Unternehmen als Market Maker zwischen Immobilienanbietern und Nachfragern von Portfolios tätig wird. Dabei erwirbt das Unternehmen nach genau definierten Kriterien Einzelimmobilien, bündelt diese zu strukturierten Portfolios und verkauft sie anschließend an institutionelle Investoren. Soweit erforderlich, werden die Objekte im Zuge des Weiterverkaufs saniert und modernisiert. Die Strukturierung der Portfolios erfolgt nach den Vorgaben und Investitionskriterien des jeweiligen Investors. Im Geschäftsbereich Development verfolgt ESTAVIS eine opportunistische Strategie und wird tätig, falls sich beim Immobilienerwerb die Gelegenheit ergibt, geeignete Objekte günstig zu erwerben oder für eine Projektentwicklung nutzbar machen zu können. Voraussetzung für eine Projektentwicklung ist, dass sich das Projekt in ein Portfolio einbringen lässt und vor Baubeginn die Vermietung oder der Weiterverkauf in wesentlichen Teilen gewährleistet ist.

Ein weiteres Geschäftsfeld ist der Verkauf von Immobilien an Privatinvestoren. Im Retailhandel werden dabei einzelne Objekte an Kapitalanleger für die Altersvorsorge veräußert.

Die ESTAVIS AG betreibt des Weiteren, wenn auch nur in geringem Maße, Immobilienbestandhaltung mit dem Ziel, durch fortlaufende Mieteinnahmen und den Wertzuwachs der Objekte überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Im Geschäftsbereich Property Management werden Dienstleistungen zur Immobilienverwaltung angeboten. Das Management strebt an, die Ertragsquellen der Gesellschaft zunehmend zu diversifizieren. Hierzu gehört insbesondere der deutliche Ausbau des Verkaufs von Eigentumswohnungen an private Investoren.

Angesichts des turbulenten Marktumfelds hat das Management von einer konkreten Guidance abgesehen. Der Vorstand erwartet für das Geschäftsjahr 2008/2009 ein Umsatzplus und eine Rückkehr in die Gewinnzone. Sollte die Finanzkrise anhalten und der Verkauf von Eigentumswohnungen und der Portfoliohandel nur auf Vorjahresniveau liegen, rechnet der Vorstand dennoch mit einem positiven Ergebnis. Das Management prognostiziert steigende Umsätze im Bereich der Eigentumswohnungen, während der Portfoliohandel in hohem Maße von der Entwicklung an den Finanzmärkten abhängig ist. Der Vorstand hat bekannt gegeben, keine Dividende für das vergangene Geschäftsjahr auszahlen zu wollen.

ERGEBNIS DURCH FINANZKRISE STARK BELASTET

ESTAVIS hat zuletzt Zahlen für das Geschäftsjahr 2007/08 vorgelegt. Der Geschäftsverlauf wurde durch die Finanzmarktkrise stark belastet. Der Umsatz fiel im Vergleich zum Vorjahr um 26% von 198,4 Mio. € auf 147,5 Mio. €, wobei der Umsatzrückgang durch einen deutlichen Einbruch im Portfoliohandel hervorgerufen wurde. Durch Einzelwohnungsverkäufe konnten 70,3 Mio. € (Vj.: 17,6 Mio. €) Erlöst werden. Einen großen Beitrag hierzu leistete die Übernahme der B&V-Gruppe, die seit dem 1. November 2007 für acht Monate in den Konzernabschluss einbezogen wurde.

Das EBIT fiel deutlich von 16,6 Mio. € auf -6,8 Mio. €. Größter Verlustträger war der Portfoliohandel, der ein EBIT von -4,1 Mio. € beisteuerte. Der Retailhandel erreichte ein ausgeglichenes EBIT. Der Konzerngewinn ging deutlich von 8,8 Mio. € auf -6,7 Mio. € zurück.

fair value REIT-AG

ISIN: DE000A0MW975, Bloomberg: FVI

Aktueller Kurs 16.10.2008 (10:27 ETR): 3,95 €

DIE ZWEITE DEUTSCHE REIT-GESELLSCHAFT

Seit November 2007 ist die Aktie der fair value REIT-AG im Prime Standard gelistet. Die Gesellschaft investiert einerseits direkt in Gewerbeimmobilien und andererseits in geschlossene Immobilienfonds. Es wird eine klassische „Buy-and-hold“-Strategie verfolgt. Immobilien können hierbei opportunistisch verkauft werden. Derzeit verfügt das Unternehmen direkt über 32 Immobilien und ist über 13 geschlossene Immobilienfonds in 49 Immobilien investiert. Einige Dienstleistungen wie die Objektverwaltung oder das operative Asset Management und Accounting werden durch dritte Gesellschaften wie die IC Immobilien Gruppe durchgeführt.

DIREKT GEHALTENE IMMOBILIEN ALS KÜNFTIGES KERNINVESTMENT

An dem Immobilienvolumen zu Marktwerten von 602 Mio. € ist das Unternehmen mit einem anteiligen Marktwert von 272 Mio. € investiert. Das Verhältnis zwischen direkten und indirekten Investitionen, welches zur Zeit bei 20:80 steht, soll sich in den nächsten Jahren zu Gunsten der direkt gehaltenen Immobilien verändern. Diese werden von der Gesellschaft auch als „Core“-Investment bezeichnet, während die indirekten Immobilien dem „Value Added“-Bereich zugeordnet werden.

Bei der direkten Investition stehen sichere Mieterlöse und damit verbundene stabile Cash-flows im Vordergrund. Ein Immobilienportfolio mit der Sparkasse Südholstein als Hauptmieter steht exemplarisch für diese Investitionsstrategie. Im kleinen Rahmen werden auch etwas höhere Risiken eingegangen. Als Beispiel hierfür lässt sich das Investment in ein zum Erwerbszeitpunkt im Bau befindliches Bürogebäude am Düsseldorfer Flughafen nennen, bei dem das Vermietungsrisiko übernommen wurde. Beim Ankauf von Immobilien greift das Unternehmen auf externe Dienstleister (z.B. Makler) zurück.

Um einen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung zu nehmen, wird bei einer Investition in geschlossenen Immobilienfonds ein Anteil von mindestens etwa 25% angestrebt. Da es sich bei der Gesellschaft um einen REIT handelt, muss ein Großteil der Gewinne nach HGB als Dividende ausgeschüttet werden, was die Innenfinanzierungskraft der Gesellschaft verringert. Dies heißt im Umkehrschluss, dass ein Wachstum nur durch Kapitalerhöhungen erfolgen kann. Diese Kapitalerhöhung könnte, wie in der Vergangenheit bereits geschehen, durch Geld- oder Sacheinlagen erfolgen.

Das Immobilienportfolio besteht, gemessen an der anteiligen Potenzialmiete, aktuell aus 45% Büro-, 42% Einzelhandels- und ca. 9% Logistikimmobilien. Der Vermietungsgrad des Bestandsportfolios lag zum 30.6.2008 bei rund 96%. Das Immobilienportfolio soll laut Gesellschaftsangaben bis Ende 2009 verdoppelt werden und mittelfristig einen Wert von 1,0 Mrd. € aufweisen.

Eine Kapitalerhöhung kommt für die Gesellschaft nur in Frage, wenn der Abschlag des Aktienkurses zum NAV/Aktie max. 20% beträgt. Durch den Einsatz von Bezugsrechten sollen Altaktionäre dabei nicht geschädigt werden. Für das laufende Geschäftsjahr rechnet das Unternehmen mit einem Konzernüberschuss von 1,3 - 1,5 Mio. €. Die Büroimmobilie am Düsseldorfer Flughafen, welche erst nach dem Bilanzstichtag 30.6.2008 fertig gestellt wurde, soll für einen weiteren Anstieg der Erträge sorgen.

POSITIVES ERSTES HALBJAHR

Von den im ersten Halbjahr 2008 erwirtschafteten Umsatzerlösen von 6,7 Mio. € entfielen 5,0 Mio. € auf voll konsolidierte Mehrheitsbeteiligungen an fünf geschlossenen Immobilienfonds. Die übrigen 1,7 Mio. € resultierten aus dem Direktportfolio. Daraus entstanden Nettomieteinnahmen von 5,3 Mio. €, welchen 1,5 Mio. € Verwaltungskosten gegenüberstehen.

Zudem erzielte die fair value REIT-AG Einkünfte aus den Minderheitsbeteiligungen an acht geschlossenen Immobilienfonds. Hieraus wurden Erträge von 1,5 Mio. € erzielt. Insgesamt erwirtschaftete die fair value REIT-AG gemäß IFRS-Rechnungslegung einen Konzernüberschuss in Höhe von 0,8 Mio. € im ersten Halbjahr 2008.

FranconoWest AG

ISIN: DE000A0KFRM5, Bloomberg: 4FR

Aktueller Kurs 16.10.2008 (9:20 FFM): 1,15 €

WOHNIMMOBILIENHALTER MIT DEM SCHWERPUNKT AUF NORDRHEIN-WESTFALEN

Die FranconoWest AG hat sich als Bestandhalter für Wohnimmobilien etabliert. Die Gesellschaft konzentriert sich auf Mietshäuser in prosperierenden Gegenden in Nordrhein-Westfalen, wobei mehr als 2/3 der Bestände sich in Regionen mit mehr als 100.000 Einwohnern befinden.

Zum 30.6.2008 hatte das Portfolio einen Wert von ca. 80 Mio. €. Bestandsoptimierung ist ein weiterer Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit. Selektive Bestandsaufnahme und gezieltes Asset Management sollen diese Optimierung ermöglichen.

BESTAND SOLL OPTIMIERT WERDEN

Überwiegend erfolgt der Immobilienankauf über Makler von Privatpersonen. Einer der zentralen Bestandteile der Strategie ist der Einzelkauf von Objekten. Portfoliokäufe gab es bisher noch nicht, jedoch ist der Kauf von kleineren Portfolien in Zukunft nicht ausgeschlossen. Hauptkriterien sind dabei ein geringer Leerstand, kein Sanierungsstau sowie eine Mietrendite von mindestens 8%. Dabei erfolgen der Ankaufsprozess sowie die Objektprüfung durch eigene Mitarbeiter.

Die Wertschöpfung erzielt die Gesellschaft durch die günstigen Einkaufskonditionen und durch Optimierungsmaßnahmen, wie das Heben von Mieterhöhungspotenzialen und dem Weiterverkauf von Bestandsimmobilien. So sollen pro Jahr 15% bis 20% des Immobilienportfolios verkauft werden. Damit kann das Unternehmen einerseits mögliche Wertzuschreibungen im Portfolio auch Cash-flow-wirksam realisieren und zugleich die Bewertung der Immobilien bestätigen. Bei Verkauf können die Bestände auch in kleine Portfolien gebündelt und in dieser Form veräußert werden. Man setzt beim Verkauf vor allem auf das eigene Netzwerk und gezielte Investorenansprache.

Das Asset Management wird intern vorgenommen. Dies beinhaltet insbesondere die Einkaufs- und Verkaufsstrategie, die Mieterhöhungen und das Mietermanagement. Das Property Management wird durch externe Dienstleister durchgeführt.

Seine Investitionen finanziert das Unternehmen mit ca. 20% Eigenkapital. Das Fremdkapital hat eine Zinsbindung von jeweils 5 und 10 Jahren. Der durchschnittliche Zinssatz beträgt dabei 5,5%. Laut Managementangaben haben sich die Fremdfinanzierungsmöglichkeiten für zukünftige Objekte in den letzten Monaten nicht verschlechtert. Man hat angabegemäß ausreichend Reserven, um das Portfolio in den nächsten Monaten weiter auszubauen.

Eine Kapitalerhöhung ist auf Grund der Kapitalmarktsituation derzeit nicht geplant. Sollte sich der Aktienkurs zukünftig positiv entwickeln, wird dies aber wieder eine gangbare Option sein. Aktionärsfreundlich ist die Dividendenpolitik mit einer ca. 80%igen Gewinnausschüttung des HGB- Gewinns.

Die mittelfristige Hauptaufgabe des Managements besteht darin, den Bestand an Immobilien zu optimieren. Mieterhöhung, Leerstandsreduzierung und Veräußerung von Bestandsimmobilien sollen dies ermöglichen. Ob und in welchem Umfang das Portfolio bis Jahresende ausgebaut wird, bleibt offen. Das Management plant ein Ergebnis über dem Vorjahreswert.

ERHÖHTE MIETEINNAHMEN DURCH ERWEITERTES PORTFOLIO

Das erweiterte Portfolio, dessen Volumen auf 78,9 Mio. € angestiegen war, sorgte im Halbjahr für deutlich erhöhte Mieteinnahmen (2,7 Mio. €; Vj.: 0,2 Mio. €). Primär wurden dabei Gebäude in der Rhein-Ruhr-Region erworben. Weitere Ergebnisquellen waren die Bewertungsergebnisse in Höhe von 3,3 Mio. € (Vj.: 1,8 Mio. €) sowie im Unterschied zum Vorjahr (0 Mio. €) die Gewinne aus Veräußerungsgeschäften mit 0,2 Mio. €. Mit einem nahezu dreifachen Vorjahreswert schloss das EBIT ab (4,3 Mio. €). Darauf belastend wirkte das Finanzergebnis mit -0,8 Mio. €. Im Vorjahr konnte hier noch ein positiver Beitrag in Höhe von 0,1 Mio. € erzielt werden. Das Periodenergebnis betrug insgesamt 2,3 Mio. € (Vj.: 1,0 Mio. €).

GRÜEZI Real Estate AG

ISIN: DE000A0LR423, Bloomberg: GRP

Aktueller Kurs 16.10.2008 (10:27 ETR): 17,50 €

WOHNUNGSPRIVATISIERUNG UND HANDEL ALS KERNGESCHÄFT

Die 1999 gegründete GRÜEZI Real Estate AG fokussiert sich auf den Handel mit Wohnungen und ist seit Mai 2007 im Entry Standard gelistet. Der Fokus des Unternehmens liegt im Erwerb von attraktiven Wohnanlagen in Städten, die ein hohes Wachstumspotenzial zur Aufteilung von Mehrfamilienhäusern in Eigentumswohnungen (Vermarktung en détail) ebenso wie die Zusammenstellung und Vermarktung von Einzelimmobilien als Portfolio (Vermarktung en gros). Die GRÜEZI Real Estate AG ist des Weiteren auch im Bereich des Asset-Management sowie im Wohnungsvermarktungsservice für Dritte tätig.

VON DER NICHE PROFITIEREN

Das Geschäftsmodell der GRÜEZI Real Estate AG ist auf vier Bereiche aufgebaut. Im Kerngeschäft, der Wohnungsprivatisierung, werden ausgesuchte Wohnimmobilien in mittleren bis guten Lagen in Berlin und Leipzig erworben. Nach dem Aufteilen in Eigentumswohnungen werden diese Immobilien Kapitalanlegern, Eigennutzern und Mietern zum Kauf angeboten. Um das Ertragspotenzial zu steigern, werden die Immobilien baulich aufgewertet und wenn möglich durch Ausbauten verdichtet. Die durchschnittliche Transaktionsdauer vom Ankauf der Immobilie bis zum Abschluss der Verkaufsphase beträgt zwölf Monate, wobei das Unternehmen die Objekte systematisch selektiert und weiterverarbeitet. Während der gesamten Privatisierungsphase können Mieteinnahmen erzielt werden. Der Vertrieb erfolgt durch die auf Vermittlung spezialisierten Konzerntöchter sowie über mehrere ausgesuchte Kooperationspartner. In der Wohnungsprivatisierung besetzt GRÜEZI eine Nische, die mittel- bis langfristig von dem anhaltenden Trend, private Altersvorsorge zu betreiben, profitieren sollte.

Der Handel mit Immobilien bildet die zweite bedeutende Säule im Geschäftsmodell. In diesem Bereich werden Einzelimmobilien erworben und den Anforderungsprofilen der Kunden entsprechend zu Immobilienportfolios mit bis zu 350 Wohneinheiten zusammengestellt. Nach baulichen Maßnahmen, einer Verbesserung der Mieterstruktur und Nutzung von Kosteneinsparpotenzialen werden sie an institutionelle Investoren oder an Privatanleger im gehobenen Segment weiterveräußert. Die durchschnittliche Transaktionsdauer beträgt hier in der Regel acht bis zwölf Monate, wobei während der gesamten Haltedauer Mieteinnahmen erzielt werden. Die weiteren Geschäftsfelder, sind der Privatisierungsservice und das Asset-Management. Insbesondere das letzt genannte Feld soll einhergehend mit einer verbesserten Kapitalstruktur ausgebaut werden.

Das Unternehmen arbeitet intensiv an der Kapitalmarktausrichtung, um vermehrt in den Fokus der Anleger zu rücken. In den kommenden Monaten plant die Gesellschaft darüber hinaus, das Geschäftsmodell zu diversifizieren, wobei gleichzeitig die Fokussierung auf das Marktsegment Wohnimmobilien beibehalten wird. Die Gesellschaft beabsichtigt darüber hinaus, einen aktiven Part in der Konsolidierung einzunehmen. Das organische Wachstum soll mit einem sukzessiven Personalaufbau einhergehen. Derzeit beschäftigt das Unternehmen 29 Mitarbeiter. Eine Ausschüttungsquote von ca. 25% erscheint dem Vorstand in den kommenden Jahren realistisch.

AUFTEILUNGSGESCHÄFT KOMPENSIERT RÜCKLÄUFIGES PORTFOLIAGESCHÄFT

Zuletzt wurden vom Unternehmen die Zahlen für das erste Halbjahr 2008 vorgelegt. Der Umsatz konnte im Berichtszeitraum um 14,4% auf 20,2 Mio. € gesteigert werden. Im En- détail-Geschäft wurden 18,4 Mio. € (Vj.: 6,29 Mio. €) ausgewiesen.

Der deutliche Rückgang im Portfoliogeschäft auf 0,3 Mio. € (1. Hj. 2007: 10,20 Mio. €) konnte somit überkompensiert werden. Darüber hinaus wurden Mieterträge in Höhe von 0,8 Mio. € (1. Hj. 2007: 0,4 Mio. €) sowie Verkaufsprovisionen in Höhe von 0,5 Mio. € (1. Hj. 2007: 0,6 Mio. €) erzielt. Das EBIT lag mit 3,7 Mio. € auf dem Niveau des Vergleichszeitraums des Vorjahres (3,7 Mio. €). Der Konzerngewinn wurde mit 1,9 Mio. € ausgewiesen, was einen Rückgang um 11% bedeutet (Vj.: 2,1 Mio. €).

GWB Immobilien AG

ISIN: DE000A0JKHGO, Bloomberg: G7B

Aktueller Kurs 16.10.2008 (10:25 ETR): 2,50 €

EINZELHANDELSEXPERTISE AUS EINER HAND

Ein Spezialist für die Realisierung von großflächigen Einzelhandelsobjekten sowie die Sanierung von Industrie- und Gewerbebranchen ist die GWB-Unternehmensgruppe. Die GWB bietet alle erforderlichen Leistungen – von der Projektentwicklung über den Bau bis hin zur Vermarktung und Verwaltung – über Tochtergesellschaften aus einer Hand an. Der track-record reicht über 15 Jahre und mehr als 40 Projekte. Die hauptsächlich in mittelgroßen Städten und Vorzentren von Metropolen agierende GWB Immobilien AG ist seit dem 4. Oktober 2006 im Prime Standard gelistet.

WACHSTUMSPOTENZIALE BEI SHOPPINGCENTERN

Das Unternehmen ist in einer Nische tätig, Einkaufs- und Fachmarktzentren in mittelgroßen Städten. Ihre eigene Expertise für Marktforschung und Standortanalyse bringt GWB im Neubau oder der Revitalisierung ein. Die GWB Unternehmensgruppe sieht dort hohe Wachstumspotenziale und geht von einem Trend zu größeren Handelsflächen mit daran angrenzenden PKW-Stellplätzen aus.

Das Management sieht Bedarf für neue Shoppingcenter in Deutschland, da die Verkaufsfläche pro Einwohner im europäischen Vergleich unterdurchschnittlich ist. Darüber hinaus ist eine Vielzahl veralteter Einzelhandelszentren im Markt, deren Funktionalität heutigen Ansprüchen nicht gerecht wird, die aber über eine gute Standortqualität und ausreichendes Marktvolumen verfügen. Hier bieten sich attraktive Revitalisierungsmöglichkeiten.

Die GWB Immobilien AG hat zuletzt bekannt gegeben, dass zusammen mit der HSH Real Estate AG eine gemeinsame Projektgesellschaft gegründet wird, wobei die Geschäftsführung bei der GWB liegt. Das Gesamtinvestitionsvolumen in Einzelhandelsimmobilien beträgt bis zu 100 Mio. €. An der gemeinsamen Projektgesellschaft market 10 GmbH & Co. KG ist die GWB mit 51%, und die HSH Real Estate AG mit 49% beteiligt. Der HSH Real Estate AG wird außerdem eine Option zum Erwerb von 25,1% des Aktienkapitals an der GWB Immobilien AG eingeräumt, die bei einer weiteren Kapitalerhöhung der GWB ausgeübt werden kann. Von den ca. 234 Mio. € Investitionsvolumen, die die GWB zurzeit in der Pipeline hat, entfallen ca. 134 Mio. € auf den Neubau und ca. 100 Mio. € auf die Revitalisierung. Im Neubaubereich handelt es sich um aktuell 10 Objekte, die sich in der Planung befinden.

Die Gesellschaft hat zum Halbjahr bekannt gegeben, dass der Geschäftsverlauf im Rahmen der Erwartungen liegt, wobei die Finanzkrise auch an der GWB nicht spurlos vorbei geht. Konkrete Prognosen für die Finanzzahlen hat die Gesellschaft nicht ausgegeben. Das Management fokussiert sich auf den Wachstumskurs. Ziel des Unternehmens ist es, das Immobilienportfolio zum Ende des Jahres auf einen Wert von 120 Mio. € auszubauen (derzeit: 111 Mio. €).

DURCH FINANZKRISE KEINE OBJEKTVERKÄUFE

Im ersten Halbjahr 2008 stiegen die Umsatzerlöse um 54% auf 4,9 Mio. € (Vj.: 3,2 Mio. €). Primär ist dies durch die Mieterlöse begründet, welche im ersten Halbjahr 2008 4,3 Mio. € betragen (Vj.: 2,8 Mio. €). Das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) ist um 2,5 Mio. € angewachsen und beträgt nun 0,4 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2007 konnten ein EBIT in Höhe von 11,7 Mio. € (2006: 2,2 Mio. €) und ein Jahresüberschuss von 6,7 Mio. € (2006: 2,2 Mio. €) erzielt werden.

Die Finanzkrise an den internationalen Märkten hat dazu geführt, dass die für Ende 2007 geplanten Objektverkäufe nicht wie geplant abgeschlossen werden konnten. Die GWB hat sich dafür entschieden, ihre Objekte nicht unter dem angestrebten Wert zu verkaufen, sondern vorerst zu halten. So betrug der Umsatz im Jahr 2007 nur 7,1 Mio. € nach 47,4 Mio. € im Vorjahr.

HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG

ISIN: DE0006006703, Bloomberg: H4I

Aktueller Kurs 16.10.2008 (10:28 ETR): 3,92 €

EINZELHANDELSIMMOBILIENSPEZIALIST FÜR GROSSE FLÄCHEN

Ein Spezialist für großflächige Einzelhandelsimmobilien ist die Hahn Gruppe, deren Aktie seit dem 30. Oktober 2006 im General Standard notiert ist. Das Unternehmen ist in Deutschland Marktführer und hat große Einzelhandelsgruppen wie Metro, Edeka, REWE, Tengelmann und Kaufland als Kunden. Hahn versteht sich als Manager und Co-Investor und besitzt ein Full-Service-Angebot, welches von 83 Mitarbeitern betreut wird. Die Hahn Gruppe betreut ein Vermögen von 2,4 Mrd. €.

ABDECKUNG DES KOMPLETTEN IMMOBILIENZYKLUS

Die Hahn Gruppe bietet über die Managementleistungen (Asset-, Property- und Fundmanagement) ein Full-Service-Angebot und besitzt gleichzeitig Co-Investments, bei denen sie von einer positiven Investmentperformance profitiert. Die wiederkehrenden Gebührenerträge sind die Wachstumstreiber. Die Hahn Gruppe besitzt keinen regionalen Schwerpunkt, sondern agiert im gesamten Bundesgebiet, wobei Auslandsinvestitionen derzeit nicht in Frage kommen, da das Management von weiteren Wachstumsmöglichkeiten in Deutschland ausgeht.

In 2007 wurde die Hahn Gruppe neu ausgerichtet. Wichtigste Bestandteile waren der Ausbau des Risikomanagements, der Neuaufbau des Portfolio Managements als Stabstelle und die Erweiterung des Center Managements. Der bisherige Verlauf des Jahres 2008 stand in strategischer Hinsicht im Zeichen des Ausbaus des Fondsgeschäftes und der Managementtätigkeiten.

Der HAHN FCP - German Retail Fund, der ein Zielinvestmentvolumen von rund 750 Mio. € aufweist und in großflächige Einzelhandelsimmobilien in Deutschland investiert, bildete hierbei den Mittelpunkt der Aktivitäten. Die Hahn-Gruppe hat zuletzt bekannt gegeben, dass die Platzierung des FCP-Startportfolios in Höhe von rund 240 Mio. € vollzogen wurde. Das institutionelle Fondsgeschäft verspricht größere Investmentvolumina als das Privatkundengeschäft und erhöht den Anteil von wiederkehrenden Erträgen in der Gruppe. Weiterhin besteht ein Gemeinschaftsportfolio mit der MEAG.

Zur Erfüllung der Wachstumspläne plant Hahn einen weiteren Personalaufbau im Asset Management und im Fonds Management und beabsichtigt, Managementleistungen auch für Dritte anzubieten.

Im Rahmen der Veröffentlichung der Halbjahresergebnisse hat der Vorstand angekündigt, dass der Gewinn nach Steuern entgegen bisheriger Prognosen deutlich unter dem des Vorjahres liegen wird. Laut bisheriger Guidance war ein Ergebnis zu erwarten, das stabil auf Vorjahreshöhe von rund 7 Mio. € liegt. Die ausgeweitete Platzierungstätigkeit soll zu einem deutlichen Anstieg der Umsatzerlöse für das Gesamtjahr 2008 führen. Auf der Ertragsseite wird allerdings mit Belastungsfaktoren gerechnet, die aus dem gestiegenen Zinsniveau sowie Konzeptions- und Vermarktungskosten für den HAHN FCP Fonds resultieren.

UMSATZANSTIEG DURCH GESTIEGENE MIETERLÖSE

Nach 18,9 Mio. € im Vorjahr konnten die Umsatzerlöse im ersten Halbjahr 2008 auf 29,7 Mio. € gesteigert werden. Dies ist in erster Linie auf die gestiegenen Mieterlöse zurückzuführen. Das EBIT konnte ebenfalls gesteigert werden (9,7 Mio. €; Vj.: 3,0 Mio. €). Jedoch war das Ergebnis nach Steuern im ersten Halbjahr 2008 negativ (-2,2 Mio. €), nachdem im Vorjahr 1,8 Mio. € ausgewiesen wurden.

Ausschlaggebend für den Ergebnissrückgang waren die im Vergleich zum Vorjahr geringeren Provisionserträge aus der Platzierung von Pluswertfondsanteilen sowie die Vorlaufkosten für die Vermarktung des institutionellen Fonds HAHN FCP-FIS - German Retail Fund.

Die Hahn Gruppe hat im Berichtszeitraum fünf Immobilien bzw. Beteiligungen an Objektgesellschaften mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von rund 140 Mio. € von Dritten erworben. Von den neu erworbenen Objekten wurden Immobilien für rund 31 Mio. € über entsprechende Vehikel bei Investoren investiert. Davon entfallen rund 10 Mio. € auf private Anleger und 21 Mio. € auf institutionelle Investoren.

Hamborner AG

ISIN: DE0006013006, Bloomberg: HAB

Aktueller Kurs 16.10.2008 (10:28 ETR): 5,20 €

NEUE AUFSTELLUNG NACH STRATEGIEWECHSEL

Die Hamborner AG wurde 1953 als Montanunternehmen gegründet, bevor Anfang der 70er Jahre eine Neuausrichtung hin zu einem reinen Immobilienunternehmen erfolgte. Im Frühjahr 2007 kam es durch die knapp über 50%-Beteiligung der HSH Real Estate zum Wechsel des Großaktionärs. In diesem Zusammenhang wurde auch ein Strategiewechsel vollzogen. Nach der Trennung von dem Segment Finanzanlagen will sich das Unternehmen als langfristiger Bestandhalter auf Immobilien spezialisieren. Zum Jahresende 2007 umfasste das Immobilienportfolio 58 Objekte an 40 verschiedenen Standorten.

Zuletzt wurde bekannt gegeben, dass der Aufsichtsrat die Bestellung von Roland J. Stauber zum Mitglied des Vorstands aus wichtigem Grund mit sofortiger Wirkung widerrufen hat. Dr. Rüdiger Mrotzek, der bislang das Finanzressort verantwortete, führt das Unternehmen seitdem zunächst als Alleinvertand.

STETIGER AUFBAU DES PORTFOLIOS

Das erste Halbjahr 2008 stand im Zeichen der operativen Weiterentwicklung und der strategischen Neuausrichtung. Nach dem Erwerb von Immobilien im Wert von 6,3 Mio. € folgten nach dem Stichtag (30.6.) weitere Zukäufe im Gesamtwert von 32,3 Mio. €. Aufgrund der schwierigen Marktlage reagiert die Hamborner AG derzeit abwartend, wobei mittelfristig Verkäufe zu erwarten sind. Bereits 2007 wurden Immobilien im Wert von 16,8 Mio. € veräußert. Hamborner erwirbt Immobilien in Einzeltransaktionen oder in kleinen Portfolios. Die einzelnen Objekte haben dabei einen Wert zwischen 3 und 15 Mio. €. Die Gesellschaft investiert in Geschäftshäuser in Toplagen und fokussiert sich dabei auf hoch frequentierte Fachmärkte und profitable Bürohäuser, wobei man beim Ankauf bewusst auf Immobilien mit großem Leerstand verzichtet (aktuell beträgt der Leerstand 2,5%).

Das Immobilienvolumen soll durch Zukäufe in Höhe von mindestens 50-100 Mio. € pro Jahr weiter ausgebaut werden. Kurz- bis mittelfristig soll ein Portfolio von 500 Mio. € erreicht werden. Ob das Volumen allerdings, wie geplant, bereits in 2008 erreicht wird, ist im derzeitigen Marktumfeld fraglich. Das Unternehmen hält dennoch am Wachstumskurs fest. Ein Portfoliovolumen von 1 Mrd. € wäre ein weiterer Meilenstein.

Die Eigenkapitalquote von Hamborner liegt per 30.6.2008 bei 57,6%, wodurch die Basis für weiteres organisches Wachstum gegeben ist. Die Fremdfinanzierung wird aber an Bedeutung gewinnen, was sich an der Ziel-EK-Quote von 45% ablesen lässt. Die Gesellschaft finanziert Neuinvestitionen derzeit mit rd. 60% Fremdkapital. Der Vorstand hat das Ziel ausgegeben, die Miet- und Pachterträge infolge der Neuinvestitionen im Gesamtjahr 2008 auf mehr als 20 Mio. € steigern zu wollen. Einhergehend mit fortschreitendem Wachstum ist hier von einer weiteren Aufwärtsentwicklung auszugehen. Im Bestandsportfolio geht Hamborner von einer stabilen Entwicklung der Miet- und Pachterträge aus. In 2008 laufen angabegemäß keine größeren Mietverträge aus, für die bisher noch keine Anschlussverträge abgeschlossen werden konnten. Weiterhin sollen Gewinne in Form von Dividenden an die Anleger weitergegeben werden. In 2007 wurden 0,35 € ausgezahlt.

ERTRAGSANSTIEG DURCH NEUINVESTITIONEN

Mit insgesamt 10,4 Mio. € lagen die Erträge aus der Grundstück- und Gebäudebewirtschaftung um 54% über dem Vorjahresniveau. Dieser Anstieg liegt vor allem an den im Jahr 2007 getätigten Neueinkäufen und zeigt den Wachstumskurs des Unternehmens auf. Die Gesellschaft hat per 30.6.2008 ein Betriebsergebnis in Höhe von 6,2 Mio. € (Vorjahr 7,4 Mio. €) und einen Konzernüberschuss in Höhe von 4,3 Mio. € (Vorjahr 28,3 Mio. €) erwirtschaftet. Im Geschäftsjahr 2007 konnten die Miet- und Pachterträge auf 13,2 Mio. € (Vorjahr 12,6 Mio. €) gesteigert werden. Der für die Ausschüttung maßgebliche Bilanzgewinn im Einzelabschluss der Hamborner AG betrug 2007 7,97 Mio. € (Vorjahr 7,94 Mio. €). Zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres lag der Net Asset Value (NAV) bei 11,36 € je Aktie.

HELMA Eigenheimbau AG

ISIN: DE000A0EQ578, Bloomberg: H5E

Aktueller Kurs 16.10.2008 (9:35 FFM): 4,30 €

BAUDIENSTLEISTER MIT INNOVATIVEN KONZEPTEN

Der kundenorientierte Baudienstleister HELMA Eigenheimbau AG ist mit einem Full-Service-Angebot im Markt positioniert. Primär konzentriert sich die Gesellschaft auf Entwicklung, Planung, Verkauf und Bauregie von schlüsselfertigen individuellen oder typisierten Ein- und Zweifamilienhäusern, welche in Massiv- bzw. Elementmassivbauweise erstellt werden. Eine Besonderheit der Gesellschaft ist die Tatsache, dass die Häuser ausschließlich auf Grundstücken der Käufer gebaut werden. Notwendige Handwerksleistungen werden durch Vertragspartner durchgeführt. Seit dem 19. September 2006 ist die Aktie des Unternehmens im Entry Standard gelistet.

PRÄSENZ IM GESAMTEN BUNDESGBIET

Schwerpunkt der HELMA ist die Konzentration auf strategisch wichtige und margenstarke Bereiche. Zudem wird das Ziel verfolgt, eine ständige Aktualisierung des Produktportfolios vorzunehmen und neue Technologien in das Dienstleistungsangebot einzubringen. Nach der vollzogenen Musterhauserxpansion zeigt HELMA eine Präsenz im gesamtdeutschen Raum mit einem Fokus auf Bayern und Baden- Württemberg. Aktuell verfügt die Gesellschaft über 39 Musterhäuser, die in der Nähe von Ballungszentren oder in Fertighausausstellungen platziert sind. 89 selbständige Handelsvertreter garantieren die Präsenz in den Niederlassungen. Ein wichtiges Alleinstellungsmerkmal von HELMA besteht in der Individualität des Objektes. Diese Individualität wird durch eigene Architekten und Bauzeichner gewährleistet. Die Bauregie der Objekte erfolgt im Rahmen langjähriger Partnerschaften mit ausführenden Bauunternehmen. Neben dem Merkmal Individualität zeichnet sich die Strategie von HELMA durch den Fokus auf Innovation aus. Die Gesellschaft weist eine hohe Kompetenz in ökologischen Lösungen auf. Als wichtigstes Produkt ist hier das Sonnenhaus zu nennen, dessen Wärmebedarf komplett aus regenerativen Energien gespeist wird. Mindestens 50% des Bedarfs stammt dabei aus der Sonnenenergie. Das Sonnenhaus wurde Ende 2007 erfolgreich in den Markt eingeführt.

Marktseitig war in 2007 in Folge des Wegfalls der Eigenheimzulage ein Rückgang der Baugenehmigungen um 35% zu verzeichnen, wobei das Unternehmen in 2008 von einer Stabilisierung des Marktes ausgeht. In einem langfristig wachsenden Umfeld sieht HELMA Raum für weiteres Wachstum der Gesellschaft, nicht zuletzt dadurch, dass auch größere Anbieter nicht über signifikant höhere Marktanteile verfügen. Deutliche Wachstumsimpulse erwartet das Management hierbei in den kommenden Jahren u.a. von der weiteren Etablierung der neuen Musterhausstandorte sowie einer positiven Geschäftsentwicklung beim Sonnenhaus. Ziel des Vorstandes ist eine Erhöhung der Gesamtleistung sowie der Profitabilität. Für 2008 wird eine Gesamtleistung von 55,0 bis 58,0 Mio. € in Aussicht gestellt, wobei in 2009 ein weiterer Anstieg auf 68,0 bis 72,0 Mio. € erfolgen soll. EBIT-seitig rechnet das Management ab dem laufenden Geschäftsjahr mit schwarzen Zahlen. Während dieses in 2007 noch deutlich negativ war (-5,3 Mio. €) soll in 2008 ein EBIT von 0,4 bis 0,7 Mio. € erzielt werden. Im darauf folgenden Jahr wird ein Anstieg auf 2,7 bis 3,3 Mio. € prognostiziert.

ZIELE ERREICHT

Im ersten Halbjahr konnte die Gesamtleistung der HELMA um über 35% auf 25,3 Mio. € gesteigert werden. Dabei konnte die Rohertragsmarge nach 16,9% im Vorjahreszeitraum auf 21,8% erhöht werden. In Folge einer Verkürzung der durchschnittlichen Durchlaufzeiten auf 10,4 Monate und der Reduzierung des Personalaufwands (2,9 Mio. € nach 6,5 Mio. € im Gesamtjahr 2007) konnten weitere, wichtige Ziele der HELMA Eigenheimbau AG erreicht werden. Zur Jahresmitte ergab sich ein Konzern-EBIT von -0,54 Mio. € (GJ 2007: -5,3 Mio. €). HELMA hat zuletzt Vertriebszahlen für das dritte Quartal 2008 vorgelegt. Demnach wurde ein Netto-Auftragseingang von 16,6 Mio. € (Vorjahr: 12,3 Mio. €) erzielt. Die Anzahl der abgesetzten Einheiten konnte dabei von 79 auf 100 gesteigert werden. Der Netto-Auftragseingang nach neun Monaten lag bei 52,1 Mio. € (Vorjahr: 42,0 Mio. €) und die Anzahl der abgesetzten Einheiten lag bei 315 (Vorjahr: 279).

IFM Immobilien AG

ISIN: DE000A0JDU97, Bloomberg: IFM

Aktueller Kurs 16.10.2008 (10:28 ETR): 8,73 €

SPEZIALISIERUNG AUF MODERNISIERUNG UND SANIERUNG

Die IFM Immobilien AG ist seit mehr als 20 Jahren im Bereich Projektentwicklung und Bestandsvitalisierung tätig. Die Gesellschaft wurde 2005 gegründet und ist seit April 2008 im Prime Standard gelistet. Spezial-Know-how hat sich IFM im Investment und in der Entwicklung von Büro- und innerstädtischen Einzelhandelsimmobilien erworben.

INDIVIDUELLE MAßNAHMEN ZUR WERTSTEIGERUNG

Die IFM Immobilien AG legt den Fokus auf Büro- und innerstädtische Einzelhandelsnutzung in einer Größenordnung von 15-100 Mio. € und ist dabei als Investor und Projektentwickler tätig. Weitere primäre Betätigungsfelder stellen die Restrukturierung, das Redevelopment sowie die Neupositionierung von Gewerbeimmobilien und die Entwicklung der dazugehörigen Marketing- bzw. Vermietungskonzepte dar. Im Regelfall kauft IFM veraltete oder im Markt falsch positionierte Objekte zu niedrigen Preisen auf. Zurzeit ist die Gesellschaft in elf Objekte investiert. Für jedes erworbene Objekt entwickelt die Gesellschaft einen individuellen Maßnahmenkatalog, um die bestmögliche Wertsteigerung zu realisieren. Dies kann eine komplette Sanierung von veralteten Immobilien, ein verbessertes Asset Management oder die Neupositionierung des Objektes mit Hilfe von verschiedenen Marketingmaßnahmen beinhalten. Um ein Objekt zu entwickeln, zu stabilisieren und baulich zu verändern, wird vom Management ein Zeitrahmen von 18 Monaten bis drei Jahren eingeplant.

Externe Dienstleister tragen in hohem Maße dazu bei, die Wertsteigerungspotenziale der Projekte zu heben. Sind die Wertzuwächse in der jeweiligen Immobilie gehoben, entscheidet das Management auf Basis der Rendite auf das eingesetzte Kapital, ob dieses Objekt weiter im Bestand gehalten werden soll oder eine Veräußerung die bessere Alternative ist. Bislang hat die IFM Immobilien noch keine Verkäufe vollzogen.

Über den bilanziellen Portfolienwert von ca. 243 Mio. € hinaus, werden weitere Marktwerte durch Investitionen in die laufenden Projektentwicklungen gehoben, was unter dem Strich einen Portfoliowert von ca. 400 Mio. € ergibt. Des Weiteren hat das Unternehmen zwei Grundstücke in Berlin sowie freie Flächen in Wiesbaden im Bestand, deren Entwicklung noch bevorsteht, wobei aber der Investitionsbedarf noch durch den realisierten Qualitätsstandard variieren kann. Mittelfristig plant die Gesellschaft, ein Portfolio von 500 Mio. € aufzubauen.

Die Hauptaufgabe für das Unternehmen besteht in den nächsten Monaten darin, das Objekt „Romeo und Julia“ erfolgreich zu beenden und erste Mietverträge abzuschließen. Neben positiven Cash-flows sollte dies auch zu Bewertungsgewinnen (vor allem in 2009) führen. Weiterhin sollten konkretere Schritte bei der „Zeilgalerie“ zu erwarten sein, so zum Beispiel der Eintritt ins Objekt-Marketing.

HÖHERER UMSATZ DURCH NEUE OBJEKTE

Der Konzernumsatz konnte im ersten Halbjahr von 3,8 Mio. € im Vorjahr auf 6,8 Mio. € gesteigert werden. Dies ist vor allem auf die im Jahr 2007 neu erworbenen Objekte „Maxxon“ in Eschborn, „Kureck“ in Wiesbaden, „Office Tower“ in Darmstadt sowie auf die fortschreitende Vermietung des Objekts „GutenbergPark“ in Mainz zurückzuführen. Vor allem durch Einmaleffekte im Rahmen des Börsensegmentwechsels in Höhe von 0,6 Mio. €, war zum Halbjahr ein rückläufiges EBT (3,0 Mio. € ; Vj.: 3,8 Mio. €) zu verbuchen. Ebenso wirkte sich auf das EBT das Finanzergebnis in Höhe von -2,1 Mio. € (Vj.: -0,5 Mio. €) negativ aus. Der Anstieg dieser Position korrespondiert mit der Zunahme des Immobilienbestandes und den entsprechenden Mieteinnahmen. Durch geringere steuerliche Aufwendungen konnte mit 2,3 Mio. € ein Jahresüberschuss auf Vorjahresniveau ausgewiesen werden.

Ende des zweiten Quartals wurde eine Barkapitalerhöhung um rund 10% des Grundkapitals vollzogen. Das Grundkapital erhöhte sich damit von 8,5 Mio. € auf 9,35 Mio. €. Mit diesem Schritt flossen der Gesellschaft, vor Abzug der Kosten, 9,4 Mio. € zu, was einem rechnerischen Aktienkurs von 11,00 € entspricht. In das neu erworbene Objekt „Zeilgalerie“ in Frankfurt/ Main will das Unternehmen 59 Mio. € investieren.

InCity Immobilien AG

ISIN: DE000A0HNF96, Bloomberg: IC8

Aktueller Kurs 16.10.2008 (10:28 ETR): 9,14 €

LIFESTYLE-OBJEKTE STEHEN IM MITTELPUNKT

Die InCity Immobilien AG, im Jahre 2005 gegründet, hat sich auf die Konzeption und Realisierung von hochwertigen Wohnimmobilien in Innenstadtlagen spezialisiert.

Eine kaufkräftige Kundschaft soll über „Lifestyle“-orientierte Projekte adressiert werden. Standort-schwerpunkte liegen dabei in den Innenstädten bzw. Regionen wie Köln/Bonn/Düsseldorf, Berlin, Weimar/Erfurt sowie im Rhein/Main-Gebiet. Dabei verfolgt die InCity Immobilien AG eine „Buy-and-Sell-Strategie“ mit einem wohnungswirtschaftlichen Fokus. Die Aktie des Unternehmens ist seit März 2007 im Entry Standard gelistet.

ERSCHLIEßUNG NEUER MÄRKTE ABSEITS DES KERNGESCHÄFTS

Innerhalb der Wertschöpfungskette übernimmt die Gesellschaft sämtliche Prozesse selbst. Die Due-Diligence, die Finanzierung sowie der Ankauf und Vertrieb der Objekte werden aus einer Hand angeboten. Da die Einzelprozesse parallel ablaufen, lässt sich der Gesamtprozess beschleunigen, was einen schnelleren Return on Investment zur Folge hat. Die klassische Strategie der InCity stellt sich wie folgt dar: Das Unternehmen kauft oben genannte Top-Objekte nach bestimmten Investmentkriterien. Hierzu zählen z.B. die gute bis sehr gute Lage im Innenstadtbereich und die Eignung des Objektes für die standardisierte Projektentwicklung. Im Falle einer einstimmigen Vorstandsentscheidung für den Ankauf werden die Objekte dann revitalisiert (Teil- und Vollsanie rung sowie Denkmalsanierung).

Die Wohnimmobilien werden in rechtlich unabhängige Einheiten aufgeteilt und es wird ein Vermarktungskonzept entwickelt. Die Käuferzielgruppe der Gesellschaft sind Kapitalanleger und Eigennutzer (Jungsenioren ab 50 Jahre und solvente jüngere Menschen ab 30 Jahre). Des Weiteren gehört auch die Entwicklung von Neubauten zur Geschäftsstrategie. Beim Vertrieb wird ein zweigleisiges Konzept verfolgt. Dieses besteht aus einem gewachsenen Netzwerks für den Fremdvertrieb, welches aus verschiedenen regionalen und auch überregionalen Maklern und Kapitalanlagevertrieben besteht. Darüber hinaus werden Objekte mittels der eigenen Internetplattform (www.IKP21.de) vertrieben.

Im Bereich REIS (Real Estate Investment Services) weist InCity mittlerweile erste Referenzobjekte auf und ist somit abseits des Kerngeschäfts tätig. Das Unternehmen bedient sich des Deal-flow aus dem Kerngeschäft, um letztlich Synergieeffekte zum Kerngeschäft zu generieren.

Langfristige strategische Ziele der Gesellschaft sind die Erschließung neuer geografischer Märkte in Frankfurt oder Hamburg und die aktive Mitwirkung an der Branchenkonsolidierung.

Der Vorstand rechnet für das Gesamtjahr mit einer Steigerung des Umsatzes um 44% auf 77 Mio. € bei einer Gesamtleistung von rund 90 Mio. € und einer Verbesserung des EBIT um über 50% auf 11,1 Mio. €. Für den Jahresüberschuss wurde eine Guidance von 6,4 Mio. € ausgegeben, was mehr als einer Verdoppelung zum Vorjahr entspricht. Vor diesem Hintergrund geht der Vorstand für das laufende Geschäftsjahr von einer deutlichen Erhöhung der Dividende aus. Für 2007 wurden 0,25 € ausgeschüttet. Zuletzt hat InCity bekannt gegeben, dass gemeinsam mit der Primus Immobilien AG ein Grundstück in attraktiver Lage in Berlin-Schöneberg erworben wurde. Drei Neubauten mit insgesamt 35 Wohneinheiten sowie Stellplätzen werden errichtet. Die Nutzfläche beläuft sich auf knapp 3.900m².

VERBESSERUNG DES HALBJAHRESERGEBNISSES

Der Umsatz wurde im ersten Halbjahr im Vergleich zum Vorjahr um 165% von 12,7 Mio. € (HGB) auf 33,6 Mio. € (IFRS) gesteigert. Weiterhin wurde sowohl die Gesamtleistung auf 51,2 Mio. € (Vorjahr: 28,7 Mio. €) als auch das EBIT 5,6 Mio. € (Vorjahr: 2,8 Mio. €) verbessert. Nach Zinsen und Steuern ergab sich ein Periodenüberschuss in Höhe von 2,9 Mio. €. Aktuell verfügt die Gesellschaft über einen Auftragsbestand sowie im Vertriebs- oder Entwicklungsstadium befindliche Immobilienprojekte mit einem Verkaufsvolumen von über 200 Mio. €, das in den kommenden zwölf bis 18 Monaten sukzessive realisiert werden soll.

informica real invest AG

ISIN: DE0005266209, Bloomberg: IDE

Aktueller Kurs 16.10.2008 (11:04 FFM): 0,99 €

WOHNIMMOBILIEN VON WÜRZBURG BIS BERLIN

Die informica real invest AG ist im Entry Standard gelistet und investiert in Wohnimmobilien mit geringem Leerstand sowie mit Mieten unter dem Marktniveau. Nach dem Einkauf von Objekten zielt informica vor allem auf eine Wertsteigerung durch Mieterhöhungen ab. Dabei besitzt das Unternehmen Immobilien, die von Würzburg über Thüringen bis nach Berlin verteilt sind. Zur Zeit hält die Gesellschaft 30 Bestandsobjekte mit einem Volumen von über 53 Mio. €. Außerhalb des Stammgeschäfts investiert das Unternehmen opportunistisch in Entwicklungen von Gewerbeimmobilien. Zudem betreibt das Unternehmen ein eigenes Asset Management in Berlin und Thüringen.

MIETSTEIGERUNGEN ALS TREIBER

Die Wertschöpfung im Bereich Wohnimmobilien erlangt die informica real invest AG vor allem durch zwei Kanäle, welche einerseits im preiswerten Einkauf von Immobilien (Anfangsrendite > 8%) und andererseits im Mietsteigerungspotenzial liegen. Des Weiteren führt auch die Erweiterung von Immobilienflächen zu Wertsteigerungen.

Unter dem Dach der informica real invest werden die Bestandsimmobilien des Wohnsegments gehalten. Die Verringerung von Leerständen stellt kein Wertsteigerungskriterium für das Unternehmen dar. Es wird beim Ankauf von Immobilien auf Objekte mit hohem Leerstand verzichtet. Die potenziellen Kaufobjekte sind Immobilien, die eine Eigenkapitalrendite von 20% ermöglichen, sich in zentraler Lage befinden, hohe Vermietungsstände aufweisen sowie niedrigen Sanierungsbedarf haben. Für die Realisierung der Optimierungspotenziale werden je nach Immobilie mindestens drei Jahre veranschlagt. In der Folge wird bei Erzielung eines attraktiven Preises der Exit vollzogen.

In der informica REIT AG werden die Gewerbeimmobilien zusammengefasst. Eine Umwandlung dieses Unternehmens in einen REIT ist aktuell auszuschließen. Es ist festzuhalten, dass dieses Geschäftssegment vor allem opportunistischer Natur ist. Insgesamt befinden sich in diesem Bereich drei Entwicklungsprojekte. Während im Bereich der Wohnimmobilien die stabilen Cash-flows generiert werden sollen, sorgt dieser Bereich in unregelmäßigen Abständen für zusätzliche Erträge.

Das dritte Standbein der Gesellschaft ist das Asset Management. Hier hat man zwei jeweils 50%ige Tochterunternehmen, eines für Berlin und ein weiteres für Thüringen. Die Gesellschaft plant mittelfristig den weiteren Aufbau des Immobilienportfolios, wobei die Aktionärsstruktur derzeit als Hemmnis wirkt. War das Management im letzten Jahr noch zuversichtlich sich durch Kapitalerhöhungen, die der Hauptaktionär begleitet, refinanzieren zu können und das Portfolio stark auszubauen, so verweist man aktuell auf einen möglichen Wechsel des Hauptaktionärs.

STEIGENDE GESAMTLEISTUNG

Nach vorläufigen Zahlen wurde im Geschäftsjahr 2007/2008 das Immobilienvermögen um 20,2 Mio. € auf 53,1 Mio. € erhöht. Die Mieterträge wurden um 273% auf 4,1 Mio. € gesteigert. Im Vergleich zum Vorjahr konnten jedoch nur geringere Bestandserhöhungen im Wert von 2,6 Mio. € (Vorjahr: 4,9 Mio. €) verbucht werden. Zusätzlich konnten Veräußerungserlöse in Höhe von 2,7 Mio. € erzielt werden. Dies ist vor allem auf niedrigere Einkäufe von Immobilien im Vergleich zum Vorjahr zurückzuführen. Die Gesamtleistung (Mieteinnahmen, Erlöse aus Veräußerungen und Bewertungsergebnis) lag mit 9,6 Mio. € ca. 59% über dem Vorjahreswert. Auf der EBIT-Ebene konnten 3,4 Mio. € (Vj.: 4,3 Mio. €) erzielt werden. Auch der Jahresüberschuss war mit 2,2 Mio. € (Vj.: 2,5 Mio. €) rückläufig. Dies ist vor allem den geringeren Bewertungsgewinnen geschuldet. Mit einer Eigenkapitalquote von 42,2% ist das Unternehmen solide finanziert.

KWG Kommunale Wohnen AG

ISIN: DE0005227342, Bloomberg: BIW

Aktueller Kurs 16.10.2008 (9:05 FFM): 3,70 €

WACHSTUM DURCH DAS WOHNIMMOBILIENPORTFOLIO

Die KWG Kommunale Wohnen AG ist 2005 aus dem Börsenmantel der Carthago Biotech AG hervorgegangen. Das Unternehmen verfolgt eine klassische „Buy-and-Hold“-Strategie und agiert dabei im gesamten Bundesgebiet. Investiert wird primär in Wohnimmobilien mit bestimmten betriebswirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Es werden nur Immobilien angekauft, die eine Mietrendite von mindestens 8% aufweisen und bei denen die Mietfläche maximal 800 € je Quadratmeter kostet. Dabei wird ein Investment in Großstädten nur in ausgewählten Lagen getätigt. Schwerpunkte des Portfolios liegen in Mecklenburg-Vorpommern, Sachsen und Thüringen. Derzeit umfasst das Portfolio ca. 4.800 direkt gehaltene Wohneinheiten, sowie ca. 10.000 weitere Einheiten, an denen die KWG Kommunale Wohnen KG über eine 49,9%ige Beteiligung investiert ist.

HOHE RENDITEERWARTUNGEN

Auf Immobilienangebote wird die KWG Kommunale Wohnen KG über Makler, direkte Ansprache sowie das Netzwerk in der Branche aufmerksam. Bevorzugt interessiert sich die Gruppe für Immobilien oder Geschäftsanteilen von öffentlichen Wohnungsbaugesellschaften. Bestände aus diesem Bereich haben eine Vielzahl von Vorteilen, unter anderem ist hier der Werdegang einer Immobilie oft sehr gut dokumentiert. Das Management interessiert sich sowohl für Immobilien mit Leerstand als auch vollständig vermietete Objekte. Auch der Erwerb von unsanierten Beständen für das Portfolio ist vorstellbar, wenn dieses Investment zugleich mit einem Wertsteigerungspotenzial verbunden ist.

Über ein gezieltes Asset Management erfolgt, sofern erforderlich, die Wertschöpfung des Unternehmens. Darunter fallen ggf. Sanierung, Senkung von Leerständen und Erhöhung von Mieten. Gerade bei Mieterhöhungen wird eine mittelfristige Strategie verfolgt. Durch das interne Asset Management wird ein für jede Immobilie individuelles Maßnahmenkonzept erstellt und umgesetzt. Für die Hausverwaltung (Property Management) sind externe Dienstleister beauftragt. Dies könnte sich mittelfristig ändern, denn hier evaluiert die Gesellschaft aktuell alle Aspekte.

Im Zuge von Optimierungsmaßnahmen ist eine Privatisierung oder eine Veräußerung der Bestände aktuell nicht geplant. Die Mietrendite des aktuellen Portfolios ist mit annualisierten 5,3% noch relativ gering, sollte aber bis Jahresende auf 7,8% anwachsen.

Die Kredite sind langfristig zinsgesichert (Zinssicherung 7 bis 10 Jahre), wobei der Zinssatz auf das Fremdkapital bei derzeit ca. 5,5% liegt. Das rasante Wachstum der Gesellschaft wird vor allem durch Kapitalerhöhungen finanziert, die teilweise mit Kursen über dem aktuellen Aktienkurs stattfinden. Bisher haben die Hauptaktionäre diese Strategie mitgetragen. Es ist davon auszugehen, dass die Gesellschaft mittelfristig keine Dividenden zahlen wird, um auch mit diesen Mitteln weiteres Wachstum zu finanzieren.

Bis Jahresende ist nicht damit zu rechnen, dass das Unternehmen noch weitere größere Akquisitionen vornimmt. Im nächsten Jahr plant das Management eine Verdopplung des direkten Wohnimmobilienportfolios.

MIETEINNAHMEN BESTIMMEN DEN UMSATZ

Ausschließlich aus Mieteinnahmen besteht der Umsatz des Unternehmens, der zur Zeit bei 5,8 Mio. € liegt (Vj.: 1,0 Mio. €). Hinzu kommen Neubewertungsgewinne von 2,2 Mio. € und Erträge aus Zinssicherungsgeschäften von 0,7 Mio. €. Das Konzernergebnis bezifferte sich im 1. Halbjahr 2008 auf 1,4 Mio. € (Vj.: -0,56 Mio. €). Die KWG hat lediglich einen relativ geringen Bestand an direkt gehaltenen Wohnimmobilien und weist einen substanziellen Kostenblock auf. Das Ergebnis fiel letztlich nur durch die Implementierung von Zinssicherungsinstrumenten sowie durch die Neubewertungsgewinne positiv aus. Dies unterstreicht auch die Cash-flow-Rechnung der Gesellschaft, die einen Cash-flow aus laufender Geschäftstätigkeit von -2,5 Mio. € auswies.

POLIS Immobilien AG

ISIN: DE0006913304 Bloomberg: PQL

Aktueller Kurs 16.10.2008 (13:17 ETR): 9,42 €

BÜROIMMOBILIEN AN TOP-STANDORTEN

Die Immobiliengesellschaft POLIS wurde 1998 in Berlin gegründet und spezialisiert sich auf Büroimmobilien. Das Ankaufsvolumen schwankt bei Einzelobjekten i.d.R. zwischen 5 und 20 Mio. €, wobei auch Portfolios erworben werden. POLIS setzt geographisch auf die etablierten Ballungsräume und investiert ausschließlich in die Top 20 Standorte Deutschlands.

Derzeit umfasst das Portfolio 35 Immobilien mit einem Fair Value von rund 295 Mio. € per 30.6.2008 und wurde nach dem Verkauf eines Objekts und dem Erwerb von 4 Immobilien im ersten Halbjahr 2008 netto um 31 Mio. € vergrößert.

Großaktionär der Gesellschaft ist die Mann Immobilien Verwaltungs AG, die zuletzt die Schwelle von 30% überschritten hatte und ein Pflichtangebot zum Erwerb aller POLIS Aktien in Höhe von € 10,00 je Aktie abgegeben hat. Das Angebot war bis zum 13. Oktober 2008 befristet und wurde für 2,2 Mio. Aktien angenommen. Der Großaktionär hält somit nunmehr 53,2 % an POLIS.

CORE UND VALUE-ADDED INVESTMENTS

Die Gesellschaft investiert ausschließlich an den Top 20 Bürostandorten in Deutschland, wobei sich die Core-Objekte durch einen geringen Leerstand auszeichnen. Als Folge bestehender Mietverträge besitzt die POLIS Immobilien AG stabile Cash-flows. Aus der Modernisierung von Immobilien entsteht die „value-added“-Komponente des Unternehmens. Hier wird die Mieterkonzeption verändert und der Leerstand abgebaut. Im Bereich der Modernisierung hat die POLIS Immobilien AG umfassendes Know-how aufgebaut. Die Gesellschaft profitiert hier vom hohen Modernisierungsbedarf bei Gebäuden, die in der Zeit von 1950 bis 1970 erbaut wurden.

Das Unternehmen ist ein aktiver Bestandhalter, der Wertsteigerungen generiert und hohe Ertragspotenziale für die Gesellschaft identifiziert. Die Gesellschaft ist gut im Markt etabliert und zeichnet sich durch organisches Wachstum in den Kernstandorten aus. Hier besitzt das Unternehmen aufgrund der Fokussierung Effizienz- und Skalenvorteile und profitiert von den gewachsenen lokalen Netzwerken, durch die nicht zuletzt auch die Mieter an POLIS gebunden werden.

POLIS verfolgt eine Multi-Tenant Strategie, um die Risiken zu diversifizieren. Die Hauptmieter weisen eine solide Bonität auf und verteilen sich auf verschiedene ertragsstarke Branchen. Das Unternehmen strebt an, auch bei schlechten Marktgegebenheiten Wertschöpfung zu erzielen und sieht in der derzeitigen allgemeinen Verknappung von Kreditmitteln vielmehr ein günstiges Umfeld für die angestrebten Transaktionen, da die Veräußerungen von großvolumigen Immobilienpaketen rückläufig sind. Im zweiten Quartal 2008 hat man sich bewusst mit Investitionen zurückgehalten, will dies aber im zweiten Halbjahr 2008 ändern.

Ziel der Gesellschaft ist es, das Portfolio auf 350 Mio. € auszubauen. Bei den Mieterträgen ist zwar lediglich mit einem moderaten Abstieg zu rechnen, wobei das Management aber ein gutes Ergebnis beim Verkauf von Anlageobjekten in Aussicht stellt. Somit sollte der Anleger angabegemäß mit einer angemessenen Dividende rechnen. Mittelfristig strebt POLIS eine Dividendenrendite von 3% an.

PORTFOLIOAUSBAU SPIEGELT SICH IN DEN ZAHLEN WIDER

Die aktuellen Zahlen beziehen sich auf das erste Halbjahr 2008. Das EBIT von 6,8 Mio. € lag deutlich über dem Niveau des Vorjahres (3,0 Mio. €). Hauptgrund für den deutlichen Anstieg war insbesondere der kräftige Anstieg der Mieterträge infolge des Portfolioausbaus. Das Immobilienportfolio konnte von 179,1 Mio. € zum 30.6.2007 auf 295,2 Mio. € zum 30.6.2008 gesteigert werden. Auf konstanter Basis bezogen auf Immobilien, die mindestens seit dem 1.1.2007 im Bestand sind, konnte POLIS das Ergebnis aus laufender Immobilienbewirtschaftung (Nettomietträge) um 6,4% steigern. Die Funds from Operations (FFO) lagen bei 1,8 Mio. (Vj.: 0,5 Mio. €). Als Konzernüberschuss für das 1. Halbjahr 2008 konnte POLIS eine Steigerung von mehr als 230% aufweisen und nach 1,7 Mio. € im Vorjahr ein Plus von 4,0 Mio. € erzielen.

RCM Beteiligungs AG

ISIN: DE0005117204, Bloomberg: RCM

Aktueller Kurs 16.10.2008 (10:29 ETR): 1,68 €

NISCHENPLAYER MIT FOKUS AUF SACHSEN

Die 1999 gegründete RCM Beteiligungs AG investiert gezielt in Wohnimmobilien, die sich im Regelfall in Verwertungs- und Sondersituationen befinden. Die Immobilien werden wertsteigernden Maßnahmen unterzogen und im Idealfall zu einem späteren Zeitpunkt wieder veräußert. Regional konzentriert sich die Gesellschaft auf Sachsen mit dem Schwerpunkt Dresden. Über die SM Wirtschaftsberatungs AG, die auf den Aufbau und die Pflege von Wohnimmobilienportfolios spezialisiert ist, ist die RCM Beteiligungs AG in Sachsen (Schwerpunkt Leipzig), Thüringen und Baden-Württemberg vertreten. Seit 2005 ist die Aktie der RCM Beteiligungs AG im Open Market gelistet.

WACHSTUM STEHT IM VORDERGRUND

Das Unternehmen befindet sich auf einem Wachstumskurs, wobei man versucht, in regionalen Nischen Opportunitäten zu nutzen. Durch die Akquisition von Immobilien, die sich in Sondersituationen befinden, wird i.d.R. ein unter dem Marktwert liegender Ankauf ermöglicht. RCM versteht sich nach dem Erwerb nicht als klassischer Bestandhalter, sondern zielt darauf ab, ein Objekt zu einem späteren Zeitpunkt nach Durchlaufen der gesamten Wertschöpfungskette der Gesellschaft erfolgreich an den Immobilienmarkt zurückzugeben. Letztlich sollen die Substanzverbesserungen cash-wirksam realisiert werden. Neben dem Bestandsportfolio in Dresden, welches stabile Cash-flows generiert, sollen Wachstumspotenziale in den genannten Regionen genutzt werden. Wertsteigerungen erzielt das Unternehmen durch aktives Immobilienmanagement. Die Gesellschaft investiert in die Instandhaltung und strebt eine Verbesserung der Mieterstrukturen mit einhergehender Anhebung der Mieten an die ortsüblichen Preise an. Hauptsächlich aus der Bestandsvermietung und dem Wiederverkauf der Objekte erzielt die RCM ihre Erträge. Zusätzliche Wertschöpfungspotenziale können darüber hinaus in der Grundstücksaufteilung, Wohnflächenerweiterung und separaten Hinterhausabspaltung bestehen. Im Dezember 2007 wurde mit der Apollo Hausverwaltung Dresden GmbH, an der die RCM Beteiligungs AG zu 100% beteiligt ist, eine eigene Hausverwaltung gegründet, die zukünftig einen großen Teil der im Konzern vor allem im Großraum Dresden gehaltenen Immobilienbestände verwalten soll. Ein Angebot für Dritte ist derzeit nicht geplant.

Eine deutliche Ausweitung des Portfolios und eine Diversifizierung des Risikos erwartet RCM durch die 49%-Beteiligung an der SM Wirtschaftsberatung. Für dieses Szenario spricht, dass beide Gesellschaften von dem gleichen Management geführt werden. Darüber hinaus sind weitere Akquisitionen, auch vor dem Hintergrund der zur Zeit niedrigen Bewertung vieler Immobiliengesellschaften, denkbar.

Zum 31.12.2008 wollte die RCM Beteiligungs AG ursprünglich einen beurkundeten Flächenbestand von mehr als 100.000m² Fläche erreichen. Mittlerweile hat sich aufgrund der Marktentwicklung gezeigt, dass diese Ziele möglicherweise nicht mehr realisierbar sind. Auf die Umsatzschwäche des Immobilienmarktes reagiert die Gesellschaft mit einer verhaltenen Investitionspolitik. Entsprechend ist für das Gesamtjahr 2008 mit deutlich rückläufigen Umsätzen im Vergleich zu 2007 zu rechnen.

ZURÜCKHALTUNG AUF DER ANKAUFSEITE

Zuletzt wurden die Zahlen zum 2.Quartal des laufenden Geschäftsjahres veröffentlicht. Das operative Betriebsergebnis lag bei 0,9 Mio. €, nachdem im Vorjahr noch 3,9 Mio. € ausgewiesen werden konnten. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit lag ebenfalls unter dem des Vorjahres (0,2 Mio. € nach 3,5 Mio. € in 2007). Der Konzernüberschuss war leicht positiv (0,1 Mio. €), was ebenfalls einen deutlichen Rückgang zum Vorjahr (2,6 Mio. €) impliziert. Verbessert haben sich aufgrund des bereits erreichten Bestandsvolumens die Mieterträge aus der Vermietung eigener Bestände, die im 1. Halbjahr mit 1,3 Mio. € deutlich über der Vergleichszahl der Vorjahresperiode von 0,9 Mio. € lagen. Derzeit agiert die Gesellschaft zurückhaltend auf der Ankaufseite.

Rücker Immobilien AG

ISIN: DE0005487862, Bloomberg: RUC

Aktueller Kurs 16.10.2008 (9:17 FFM): 1,35 €

EIN REGIONALER PLAYER MIT KONSERVATIVER STRATEGIE

Gegründet im Jahre 2000 fokussiert sich das Management der Rücker Immobilien AG auf die Vermarktung von Wohnimmobilien in Nordrhein-Westfalen. Die Aktie der Gesellschaft ist seit Juni 2005 im Open Market gelistet. Im Juli 2006 ist durch die Übernahme der börsennotierten Aquatis Solutions AG die Tochtergesellschaft Rücker Immobilien Portfolio AG entstanden, die auf das Bestandsgeschäft mit Wohnimmobilien spezialisiert ist. An dieser Gesellschaft ist die Rücker Immobilien AG aktuell mit ca. 37% beteiligt.

Ein weiteres Unternehmen im Verbund ist die Dohrmann-Rücker Projektbau, welche sich auf die Entwicklung und Veräußerung von Grundstücken fokussiert. Für den Weiterverkauf von Immobilien ist die Rücker Immobilien Beteiligungs-GmbH zuständig.

KONSERVATIVES INVESTMENT BEVORZUGT

Durch die Rücker Immobilien Portfolio AG wird dem Unternehmen der Zugang zu Immobilien ermöglicht, welche sowohl privatisiert werden können, als auch zur Bestandshaltung dienen können. Die Schwerpunktregion der Rücker Immobilien AG liegt in Nordrhein-Westfalen. Als Faustregel gilt hier, dass die Objekte in ausgesuchten Lagen in einem Umkreis von 100 km von Remscheid, dem Firmensitz der Gesellschaft, liegen sollten. Das Unternehmen ist ein konservativer Player, der Investments in vermietungssicheren und wertstabilen Lagen tätigt. Damit einhergehend bilanziert Rücker Immobilien nach HGB und verzichtet somit bewusst auf Bewertungsspielräume in der Bilanz.

Angabegemäß besitzt die Gesellschaft ein marktgängiges Portfolio, welches eine durchschnittliche Haltedauer der Immobilien von drei Jahren aufweist. Als Kernkompetenz wird unverändert die Mieterprivatisierung gesehen. Die Gesellschaft selber sieht sich darüber hinaus als flexibler Player, der aufgrund schlanker Strukturen wechselhaften Marktgegebenheiten angemessen begegnen kann.

Zuletzt sah sich die Gesellschaft einer schwierigen Einkaufssituation ausgesetzt, die durch hohe Preise für Immobilienportfolios gekennzeichnet war. Der Vorstand bevorzugte in der Folge das Vorhalten von Liquidität in der Gesellschaft gegenüber dem Kauf derartiger Portfolios. Letztlich gehen die handelnden Personen davon aus, dass sich diese zurückhaltende Einkaufspolitik mittelfristig auszahlt und Rücker Immobilien in einem Markt mit zu erwartenden niedrigeren Preisen wieder verstärkt als Käufer auftritt.

Auf das Gesamtjahr 2008 gibt das Unternehmen lediglich einen vagen Ausblick, jedoch wird im Geschäftsbericht 2007 von einem Wachstum ausgegangen. Die Gesellschaft stellt auch in Zukunft eine weitgehende Ausschüttung des Bilanzgewinns in Aussicht. Aktuell plant die Gesellschaft keine weiteren Kapitalmaßnahmen. Der vorhandene Immobilienbestand soll mit den vorhandenen liquiden Mitteln weiter ausgebaut werden. Der derzeitige Personalbestand von 10 Mitarbeitern soll auf einem stabilen Niveau verbleiben.

NIEDRIGERE UMSÄTZE DURCH ZURÜCKHALTENDE INVESTMENTSTRATEGIE

Im ersten Halbjahr 2008 hat die Rücker Immobilien AG Umsatzerlöse in Höhe von 3,6 Mio. € erzielt, wobei jedoch im Vergleich zum Vorjahr im zweiten Quartal Umsatzeinbußen zu verzeichnen waren (1,5 Mio. € nach 2,1 Mio. €). Nachdem im ersten Quartal 2008 ein EBIT von 0,86 Mio. € erzielt wurde, fiel dieses im zweiten Quartal auf einen Wert von lediglich 0,04 Mio. €.

Durch eine zurückhaltende Einkaufspolitik, die der Vorstand mit überhöhten Einkaufspreisen begründet, mangelte es folgerichtig an Immobilien auf der Verkaufseite. Im Geschäftsjahr 2007 hatte Rücker Immobilien bereits rückläufige Umsätze ausweisen müssen. Während die Umsätze aus Mieten von 1,7 Mio. € auf 2,0 Mio. € gesteigert werden konnten, sanken die Umsätze aus dem Immobilienverkauf deutlich von 11,6 Mio. € auf 9,2 Mio. €. 2006 konnten im einem besseren Marktumfeld noch deutliche Umsatzzuwächse verzeichnet werden (+ 34%). Wie im Vorjahr bevorzugt das Unternehmen auch in 2008 eine konservative Strategie beim Einkauf.

VIB Vermögen AG

ISIN: DE0002457512, Bloomberg: VIH

Aktueller Kurs 16.10.2008 (10:29 ETR): 4,49 €

GEWERBEBESTANDSHALTER MIT FOKUSSIERUNG AUF SÜDDEUTSCHLAND

Im November 2005 ging das bereits 1993 gegründete Immobilienunternehmen VIB Vermögen AG an die Börse. Die Gesellschaft agiert mit einer klassischen „Buy-and-hold“-Strategie. Der regionale Schwerpunkt der Gesellschaft liegt, mit wenigen Ausnahmen, in Süddeutschland. Zur Vermeidung des Klumpenrisikos beträgt der maximale Immobilienwert eines Objektes 40 Mio. €.

Aktuell verfügt die VIB über 79 Immobilien, von denen acht Objekte allein im ersten Halbjahr 2008 akquiriert wurden. Das gesamte Immobilienportfolio bietet eine vermietbare Fläche von rund 553.000 m². Durch die mehrheitliche Übernahme der BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG im Dezember vergangenen Jahres konnte die Gesellschaft ihr Portfolio weiter ausbauen.

GEWERBEIMMOBILIEN MIT NIEDRIGEM LEERSTAND

Die VIB Vermögen AG investiert in Gewerbeimmobilien und legt den Fokus auf zwei unterschiedliche Schwerpunkte. Logistik- und Einzelhandelsimmobilien werden sowohl im Rahmen von Projektentwicklung erworben, als auch über Auktionen in Form von Bestandsimmobilien und Portfolien angekauft.

Die Immobilien mit einem geringen Leerstand stehen im Fokus des Unternehmens. Die Mindestrenditen (Nettokaltmiete zu Anschaffungskosten), die das Management von einer Investition erwartet, liegen bei 7,75% für Logistik-Immobilien und bei 7,25% für Einzelhandelsimmobilien. Bei zukünftigen Investitionen soll vor allem in diese beiden Immobilienarten investiert werden. Bei einem Mieterausfall kann nach Unternehmensangaben im Logistikbereich schnell und flexibel ein Nachmieter gefunden werden. Durch die Einzelhandelsimmobilien, die aus kleinen Einkaufszentren mit mehr als einem Mieter bestehen, erhofft man sich Vorteile durch eine verstärkte Risikodiversifizierung. Das Rendite-Risiko-Profil, das die VIB Vermögen durch diese Strategie eingeht, ist angemessen.

Aktuell haben Industrieimmobilien (23% des Portfolios) und Büroimmobilien (20%) noch einen hohen Anteil an den gesamten Vermögenswerten. Dies sollte sich auf absehbare Zeit zu Gunsten der Logistik und Einzelhandelsimmobilien verschieben.

Finanzierungsseitig strebt das Unternehmen mittelfristig eine Eigenkapitalquote von 40% bis 45% an. Aufgrund der getätigten Ankäufe, in der ersten Jahreshälfte wurden bereits rund 50 Mio. € investiert, liegt das Unternehmen aktuell mit ca. 34% darunter. Die Finanzierung wird klassisch durch Annuitätendarlehen mit mehrjähriger Zinsbindung realisiert. Dadurch ist das Zinsrisiko gemindert. Der durchschnittliche Zins liegt aktuell bei 5,1%.

Der Vorstand stellt eine absolute Dividende in Aussicht, die mindestens auf dem Vorjahresniveau (0,20 €) liegen soll. Weiteres Wachstum könnte zum Teil auch durch Kapitalerhöhungen erfolgen; beim jetzigen Diskont des Aktienkurses zum NAV ist dies aber auszuschließen.

Nach Angaben des Managements könnte man sich vorstellen, eine aktive Rolle bei der Konsolidierung in der Immobilienbranche zu spielen. Für dieses Jahr rechnet das Unternehmen mit betrieblichen Erträgen von mindestens 42,5 Mio. €, davon 36 Mio. € aus Mieterlösen. Das EBIT soll dabei ca. 33 Mio. € und das EBT 17 Mio. € betragen. Damit wurde die Guidance zuletzt bestätigt.

GESTIEGENE UMSATZERLÖSE DURCH STARK AUSGEBAUTES PORTFOLIO

Im ersten Halbjahr 2008 wurde nach 9,5 Mio. € im Vorjahr ein Umsatz in Höhe von 19,6 Mio. € erwirtschaftet. Des Weiteren flossen Wertänderungen von Immobilien mit 2,9 Mio. € (Vj.: 0,0 Mio. €) ertragsseitig ein. Das EBIT betrug 16,4 Mio. € (Vj.: 6,7 Mio. €). Das Finanzergebnis war erwartungsgemäß mit -8,0 Mio. € (Vj.: -2,2 Mio. €) deutlich negativ. Diese Ausgaben korrespondieren mit den gestiegenen Umsatzerlösen. Beides ist auf das stark aufgebaute Portfolio zurückzuführen. Das EBT verdoppelte sich nahezu auf 8,4 Mio. € (Vj.: 4,5 Mio. €). Der Net Asset Value lag zum Halbjahr bei 11,33 EUR je Aktie.

Unternehmensübersicht I						
Unternehmen	ISIN	Bloomberg	Kurs in €	Marktkap. in Mio. €	Free-float	Ff Marketkap. in Mio. €
alstria office REIT-AG	DE000AOLD2U1	A0X	5,10	285,6	39,0%	111,4
AVW Immobilien AG**	DE0005088900	AV7	3,90	50,0	10,0%	5,0
Colonia Real Estate AG	DE0006338007	KBU	2,82	63,4	72,0%	45,6
DESIGN Bau AG**	DE0006208333	D2B	4,29	22,7	36,9%	8,4
Deutsche EuroShop AG	DE0007480204	DEQ	20,26	696,5	80,5%	560,7
DR Real Estate AG*	DE0005577001	DOL	3,25	115,1	36,3%	41,8
Deutsche Wohnen AG	DE000A0HN5C6	DWNI	7,90	208,6	45,4%	94,7
DIC Asset AG	DE0005098404	DAZ	7,02	200,1	50,2%	100,4
GWB Immobilien AG*	DE000A0JKHGO	G7B	2,50	4,9	13,7%	0,7
ESTAVIS AG* **	DE000A0KFKB3	E7S	0,00	0,0	35,0%	0,0
Fair Value REIT-AG*	DE000A0MW975	FVI	3,95	37,2	42,0%	15,6
FranconoWest AG*	DE000A0KFRM5	4FR	0,00	0,0	15,1%	0,0
GAGFAH S.A.	LU0269583422	GFJ	5,67	1.279,2	24,8%	317,2
GRÜEZI Real Estate AG*	DE000A0LR423	GRP	17,50	43,8	10,0%	4,4
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG*	DE0006006703	H4I	3,92	47,0	20,3%	9,5
HAMBORNER AG*	DE0006013006	HAB	5,20	118,0	38,2%	45,1
HELMA Eigenheimbau AG*	DE000A0EQ578	H5E	0,00	0,0	27,6%	0,0
IFM Immobilien AG*	DE000A0JDU97	IFM	8,73	81,6	58,0%	47,3
InCity Immobilien AG*	DE000A0HNF96	IC8	9,14	22,9	24,4%	5,6
informica real invest AG* **	DE0005266209	IDE	0,00	0,0	45,0%	0,0
IVG Immobilien AG	DE0006205701	IVG	5,71	662,4	79,0%	523,3
KWG Kommunale Wohnen AG*	DE0005227342	BIW	0,00	0,0	35,0%	0,0
PATRIZIA Immobilien AG	DE000PAT1AG3	P1Z	1,85	96,4	49,8%	48,0
POLIS Immobilien AG*	DE00069133304	PQL	0,00	0,0	26,4%	0,0
RCM Beteiligungs AG*	DE0005117204	RCM	1,68	23,3	55,0%	12,8
RÜCKER IMMOBILIEN AG*	DE0005487862	RUC	0,00	0,0	72,0%	0,0
TAG Immobilien AG	DE0008303504	TEG	2,26	73,6	53,0%	39,0
VIB Vermögen AG*	DE0002457512	VIH	4,49	76,7	87,2%	66,9
Vivacon AG	DE0006048911	VIA	4,87	95,0	86,4%	82,0

Quelle: Unternehmensangabe, Bloomberg, FactSet, Bankhaus Lampe

* dieser Wert wird nicht vom Bankhaus Lampe Research gecoverd

** abw. Geschäftsjahr

Unternehmensübersicht II						
in €	Kurs	Jahreshoch	Jahrestief	Performance seit Jahresanfang	NAV je Aktie	Kurs zu NAV,j.A.
alstria office REIT-AG	5,10	13,80	5,01	-50,1%	15,10	33,8%
AVW Immobilien AG**	3,90	4,35	3,61	n.a.	n.a.	n.a.
Colonia Real Estate AG	2,82	25,98	2,93	-82,2%	15,90	n.a.
DESIGN Bau AG**	4,29	8,28	3,89	-41,6%	n.a.	n.a.
Deutsche EuroShop AG	20,26	29,75	20,80	-11,3%	26,91	75,3%
DR Real Estate AG*	3,25	34,50	2,90	-65,2%	-	n.a.
Deutsche Wohnen AG	7,90	32,30	7,85	-61,5%	37,35	21,2%
DIC Asset AG	7,02	24,30	7,11	-66,6%	23,04	30,5%
GWB Immobilien AG*	2,50	10,40	2,19	-75,5%	n.a.	n.a.
ESTAVIS AG* **	0,00	20,70	2,54	-81,7%	-	n.a.
Fair Value REIT-AG*	3,95	11,00	3,52	-48,6%	10,15	38,9%
FranconoWest AG*	0,00	1,79	1,07	-9,3%	1,35	0,0%
GAGFAH S.A.	5,67	13,70	5,90	-49,6%	14,15	40,1%
GRÜEZI Real Estate AG*	17,50	32,16	16,80	-37,2%	-	n.a.
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG*	3,92	10,67	3,03	-58,7%	-	n.a.
HAMBORNER AG*	5,20	10,30	6,00	-30,1%	11,36	45,8%
HELMA Eigenheimbau AG*	0,00	9,80	4,10	-17,5%	-	n.a.
IFM Immobilien AG*	8,73	12,85	7,04	-13,4%	16,02	54,5%
InCity Immobilien AG*	9,14	9,50	7,00	-9,2%	-	n.a.
informica real invest AG* **	0,00	2,73	1,00	-55,1%	-	n.a.
IVG Immobilien AG	5,71	32,26	5,70	-74,5%	27,62	20,7%
KWG Kommunale Wohnen AG*	0,00	7,65	3,25	-30,4%	-	n.a.
PATRIZIA Immobilien AG	1,85	10,60	1,88	-62,9%	n.a.	n.a.
POLIS Immobilien AG*	0,00	12,68	9,06	-14,9%	14,19	0,0%
RCM Beteiligungs AG*	1,68	3,79	1,55	-48,7%	-	n.a.
RÜCKER IMMOBILIEN AG*	0,00	2,81	1,36	-40,2%	-	n.a.
TAG Immobilien AG	2,26	8,67	2,22	-64,5%	12,36	18,3%
VIB Vermögen AG*	4,49	9,94	4,20	-45,9%	11,33	39,6%
Vivacon AG	4,87	18,05	5,10	-60,6%	n.a.	n.a.

Quelle: Unternehmensangabe, Bloomberg, FactSet, Bankhaus Lampe

* dieser Wert wird nicht vom Bankhaus Lampe Research gecoverd

** abw. Geschäftsjahr

Unternehmensübersicht III	KGV		Dividendenrendite		Geschäftsmodell
	2008e	2009e	2008e	2009e	
alstria office REIT-AG	30,0	6,59	12,8%	13,8%	Gewerbe-Bestandshalter
AVW Immobilien AG**	11,1	n.a.	0,0%	n.a.	Projektrealisierer
Colonia Real Estate AG	3,6	4,27	17,7%	17,7%	Trader/ Dienstleister
DESIGN Bau AG**	7,6	5,05	8,2%	11,7%	Projektrealisierer
Deutsche EuroShop AG	9,4	8,78	5,4%	5,9%	Gewerbe-Bestandshalter
DR Real Estate AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Verschiedenes
Deutsche Wohnen AG	21,8	9,73	2,5%	6,3%	Wohn-Bestandshalter
DIC Asset AG	8,0	5,28	17,6%	24,1%	Gewerbe-Bestandshalter
GWB Immobilien AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Gewerbe-Bestandshalter
ESTAVIS AG* **	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Trader/ Dienstleister
Fair Value REIT-AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Gewerbe-Bestandshalter
FranconoWest AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Wohn-Bestandshalter
GAGFAH S.A.	7,2	5,04	15,2%	18,0%	Wohn-Bestandshalter
GRÜEZI Real Estate AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Trader/ Dienstleister
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Gewerbe-Bestandshalter
HAMBORNER AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Gewerbe-Bestandshalter
HELMA Eigenheimbau AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Projektrealisierer
IFM Immobilien AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Gewerbe-Bestandshalter
InCity Immobilien AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Projektrealisierer
informica real invest AG* **	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Wohn-Bestandshalter
IVG Immobilien AG	32,8	9,31	12,3%	12,3%	Gewerbe-Bestandshalter
KWG Kommunale Wohnen AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Wohn-Bestandshalter
PATRIZIA Immobilien AG	5,4	4,94	0,0%	0,0%	Trader/ Dienstleister
POLIS Immobilien AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Gewerbe-Bestandshalter
RCM Beteiligungs AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Wohn-Bestandshaltung
RÜCKER IMMOBILIEN AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Wohn-Bestandshalter
TAG Immobilien AG	8,9	7,73	6,6%	8,8%	Verschiedenes
VIB Vermögen AG*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Gewerbe-Bestandshalter
Vivacon AG	1,8	1,81	12,3%	12,3%	Trader/ Dienstleister

Quelle: Unternehmensangabe, Bloomberg, FactSet, Bankhaus Lampe

* dieser Wert wird nicht vom Bankhaus Lampe Research gecoverd

** abw. Geschäftsjahr

Aktuelle Einschätzungen

alstria office REIT AG	Halten	DIC Asset AG	Kaufen
AVW Immobilien AG**	Halten	Gagfah SA	Halten
Colonia Real Estate AG	Halten	IVG Immobilien AG	Kaufen
Design Bau AG*	Kaufen	PATRIZIA Immobilien AG	Halten
Deutsche EuroShop AG	Kaufen	TAG Immobilien AG	Halten
Deutsche Wohnen AG	Kaufen	VIVACON AG	Halten

* abw. Geschäftsjahr

Quelle: Bankhaus Lampe Research

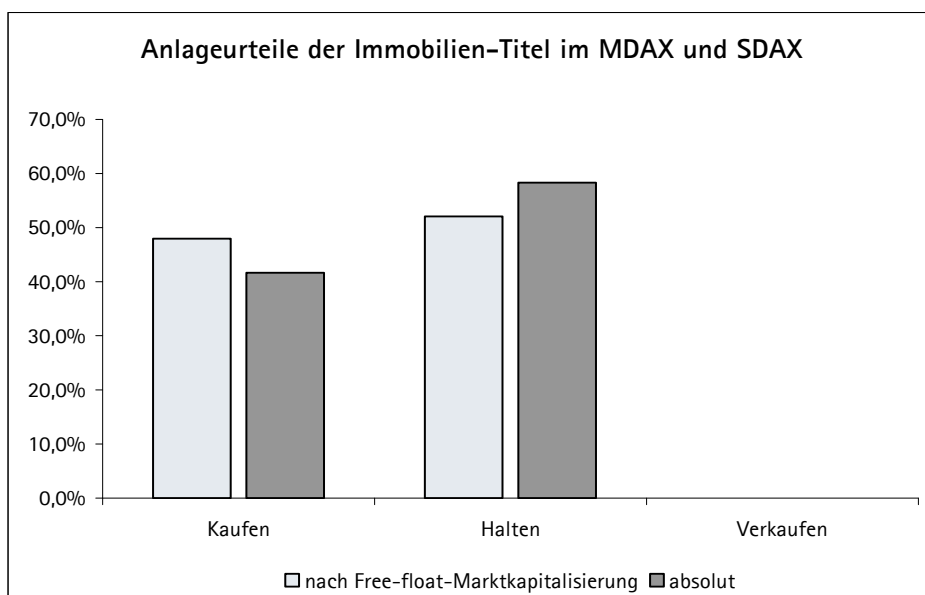
Aktuelle Einschätzungsänderungen

		aktuelle Einstufung	vorherige Einstufung
Heraufstufungen	Deutsche Wohnen AG	Kaufen	Halten
	DIC Asset AG	Kaufen	Halten
Herabstufungen	---	---	---
Ersteinschätzungen	---	---	---

Quelle: Bankhaus Lampe Research

Urteil	Anzahl	in % der Marktkap.	in % der Studien
Kaufen	5	48,0%	41,7%
Halten	7	52,0%	58,3%
Verkaufen	0	0,0%	0,0%
Summe	12	100,0%	100,0%

Quelle: VWD, Bankhaus Lampe Research



Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während eines Zeitraums von zwölf Monaten. Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung „Kaufen“, dass die erwartete Wertentwicklung mindestens 10% ist. „Halten“ bedeutet eine Kursbewegung in einer Bandbreite von 0% bis 10%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben ist, beruhen genannte Kursziele entweder auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die der jeweilige Analyst für vergleichbar erachtet, oder auf einer Kombination dieser beiden Analysen. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird vom Analysten unter Berücksichtigung der möglichen Entwicklung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für alstria office REIT-AG in den vergangenen zwölf Monaten:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
24.10.2007	12,70 €	Halten	13,00 €
21.11.2007	10,41 €	Halten	10,50 €
7.3.2008	11,70 €	Halten	12,00 €
21.5.2008	11,89 €	Halten	12,00 €
29.8.2008	10,20 €	Halten	11,20 €

Übersicht über unsere Empfehlungen für AVW Immobilien AG in den vergangenen zwölf Monaten

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
26.5.2008	4,10 €	Halten	4,30 €

Übersicht über unsere Empfehlungen für Colonia Real Estate AG in den vergangenen zwölf Monaten

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
24.10.2007	22,31 €	Kaufen	27,00 €
9.11.2007	19,06 €	Kaufen	25,00 €
26.2.2008	16,10 €	Kaufen	25,00 €
12.3.2008	13,60 €	Kaufen	25,00 €
19.5.2008	12,80 €	Halten	14,00 €

Übersicht über unsere Empfehlungen für DESIGN Bau AG in den vergangenen zwölf Monaten

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
14.7.2008	6,87 €	Kaufen	9,50 €
5.9.2008	8,35 €	Kaufen	11,00 €

Übersicht über unsere Empfehlungen für Deutsche EuroShop AG in den vergangenen zwölf Monaten

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
24.10.2007	27,00 €	Kaufen	32,00 €
9.11.2007	26,86 €	Kaufen	32,00 €
5.2.2008	24,80 €	Kaufen	32,00 €
21.2.2008	25,48 €	Kaufen	30,00 €
21.4.2008	27,39 €	Kaufen	30,00 €
14.5.2008	27,54 €	Kaufen	30,00 €
28.7.2008	22,90 €	Kaufen	28,00 €
15.8.2008	22,94 €	Kaufen	28,00 €
27.8.2008	23,30 €	Kaufen	28,00 €

Übersicht über unsere Empfehlungen für Deutsche Wohnen AG in den vergangenen zwölf Monaten

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
24.10.2007	31,26 €	Verkaufen	31,00 €
28.11.2007	26,55 €	Verkaufen	24,00 €
31.3.2008	18,74 €	Halten	20,00 €
29.5.2008	15,52 €	Halten	17,00 €
29.8.2008	10,05 €	Halten	10,00 €

Übersicht über unsere Empfehlungen für DIC Asset AG in den vergangenen zwölf Monaten:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
21.10.2007	22,90 €	Halten	25,00 €
16.11.2007	22,01 €	Halten	24,00 €
12.3.2008	19,83 €	Halten	22,00 €
20.3.2008	19,60 €	Halten	22,00 €
15.5.2008	21,42 €	Halten	22,00 €
19.8.2008	14,37 €	Halten	15,70 €

Übersicht über unsere Empfehlungen für GAGFAH S.A. in den vergangenen zwölf Monaten

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
24.10.2007	12,74 €	Halten	13,00 €
19.11.2007	11,50 €	Halten	12,40 €
5.2.2008	12,30 €	Halten	12,40 €
12.3.2008	11,49 €	Halten	12,40 €
20.3.2008	11,27 €	Halten	12,40 €
5.5.2008	11,99 €	Halten	12,40 €
15.5.2008	11,50 €	Halten	12,40 €
31.7.2008	10,00 €	Halten	10,00 €
8.8.2008	9,84 €	Halten	10,00 €
27.8.2008	9,46 €	Halten	10,00 €

Übersicht über unsere Empfehlungen für IVG Immobilien AG in den vergangenen zwölf Monaten

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
24.10.2007	28,17 €	Kaufen	34,00 €
6.11.2007	31,00 €	Kaufen	34,00 €
9.11.2007	27,69 €	Kaufen	33,00 €
5.2.2008	22,81 €	Kaufen	30,00 €
13.3.2008	22,69 €	Kaufen	30,00 €
19.3.2008	22,69 €	Kaufen	29,00 €
14.4.2008	16,08 €	Kaufen	27,00 €
28.4.2008	16,32 €	Kaufen	27,00 €
16.5.2008	16,95 €	Kaufen	27,00 €
19.8.2008	12,06 €	Kaufen	19,00 €
27.8.2008	11,66 €	Kaufen	19,00 €
4.9.2008	10,58 €	Kaufen	19,00 €

Übersicht über unsere Empfehlungen für PATRIZIA Immobilien AG in den vergangenen zwölf Monaten

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
24.10.2007	10,01 €	Halten	11,00 €
5.11.2007	8,09 €	Halten	8,50 €
8.11.2007	7,50 €	Verkaufen	7,00 €
3.4.2008	3,81 €	Halten	4,20 €
7.5.2008	3,61 €	Halten	3,80 €
13.8.2008	2,72 €	Halten	3,00 €

Übersicht über unsere Empfehlungen für TAG Immobilien AG in den vergangenen zwölf Monaten

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
24.10.2007	8,24 €	Halten	8,50 €
28.11.2007	7,04 €	Halten	7,50 €
20.3.2008	5,85 €	Halten	6,50 €
19.5.2008	6,31 €	Halten	6,50 €

Übersicht über unsere Empfehlungen für Vivacon AG in den vergangenen zwölf Monaten

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
24.10.2007	16,45 €	Halten	18,00 €
28.11.2007	12,40 €	Halten	13,60 €
9.2.2008	13,01 €	Halten	14,00 €
1.4.2008	13,30 €	Halten	14,00 €
15.5.2008	11,20 €	Halten	12,00 €
29.8.2008	9,61 €	Halten	10,50 €

Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (Stand: 1.10.2008):

Anlageurteil	Basis: alle analysierten Werte	Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen
Kaufen	50,9%	75,0%
Halten	36,5%	25,0%
Verkaufen	8,2%	0,0%
under review	4,4%	0,0%

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Gesellschaften existieren.

Gesellschaft	Disclosure
AVW	5
DESIGN Bau	10
PATRIZIA Immobilien	9

- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen halten eine Beteiligung in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals an dieser Gesellschaft.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen handeln regelmäßig in Aktien dieser Gesellschaft.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen halten an den Aktien dieser Gesellschaft eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen gehörten innerhalb der letzten fünf Jahre einem Konsortium an, das die analysierten Wertpapiere dieser Gesellschaft übernommen hat.
- Innerhalb der letzten zwölf Monate haben das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen für diese Gesellschaft gegen Vergütung Dienstleistungen im Investment Banking oder Bankberatungsleistungen erbracht.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen sind Marketmaker für Wertpapiere dieser Gesellschaft.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen treten für diese Gesellschaft als Makler (Corporate Broker) auf.
- Der Verfasser oder einer seiner Mitarbeiter halten unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate dieser Gesellschaft.
- Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter des Bankhaus Lampe und/oder einer Tochtergesellschaft sind Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat dieser Gesellschaft.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen erwarten bzw. streben in den nächsten drei Monaten Vergütungen von dieser Gesellschaft für Dienstleistungen im Investment Banking an.
- Diese Finanzanalyse ist ohne den Bewertungsteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert worden.
- Die vorliegende Studie zu dieser Gesellschaft ist im Auftrag dieser Gesellschaft oder einer dieser Gesellschaft nahe stehenden Person vom Bankhaus Lampe erstellt worden.
- Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte das Bankhaus Lampe als Selling Agent.

Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die die Bankhaus Lampe KG als zuverlässig erachtet. Weder die Bankhaus Lampe KG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen können jedoch eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit übernehmen. Alle Meinungen und Bewertungen geben die aktuelle Einschätzung des Researchanalysten / der Researchanalysten, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie richtet sich an institutionelle Anleger mit Geschäftssitz in der Europäischen Union (ausgenommen Großbritannien) sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen. Private Anleger, die von dem Inhalt dieser Studie Kenntnis erhalten, sollten vor einer konkreten Anlageentscheidung mit dem Anlageberater ihrer Bank klären, ob eine in dieser Studie enthaltene Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist. Möglicherweise teilt der Berater auch die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten oder deren Emittenten nicht.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch Bankhaus Lampe KG.

This report is only directed at persons who are investment professionals under Article 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 and the investment or investment activity to which this report relates is only available to and will only be engaged in with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely upon the contents of this report.

Für die Erstellung dieser Studie ist die Bankhaus Lampe KG, Jägerhofstraße 10, 40479 Düsseldorf verantwortlich.

Düsseldorf, den 16. Oktober 2008

BERLIN

Carmerstraße 13
D-10623 Berlin
Fon +49 (0)30 319002-0
Fax +49 (0)30 319002-324

BIELEFELD

Alter Markt 3
D-33602 Bielefeld
Fon +49 (0)521 582-0
Fax +49 (0)521 175178

BONN

Heinrich-Brüning-Straße 16
D-53113 Bonn
Fon +49 (0)228 850262-0
Fax +49 (0)228 850262-99

DRESDEN

Käthe-Kollwitz-Ufer 82
D-01309 Dresden
Fon +49 (0)351 207815-0
Fax +49 (0)351 207815-29

DÜSSELDORF

Jägerhofstraße 10
D-40479 Düsseldorf
Fon +49 (0)211 4952-0
Fax +49 (0)211 4912-202

FRANKFURT/MAIN

Freiherr-vom-Stein-Straße 65
D-60323 Frankfurt/Main
Fon +49 (0)69 97119-0
Fax +49 (0)69 97119-119

HAMBURG

Ballindamm 11
D-20095 Hamburg
Fon +49 (0)40 302904-0
Fax +49 (0)40 302904-18

MÜNCHEN

Briener Straße 29
D-80333 München
Fon +49 (0)89 29035-600
Fax +49 (0)89 29035-799

MÜNSTER

Domplatz 41
D-48143 Münster
Fon +49 (0)251 41833-0
Fax +49 (0)251 41833-50

OSNABRÜCK

Heger-Tor-Wall 24
D-49078 Osnabrück
Fon +49 (0)541 580537-0
Fax +49 (0)541 580537-99

STUTTGART

Büchsenstraße 10
D-70173 Stuttgart
Fon +49 (0)711 933008-0
Fax +49 (0)711 933008-99

ATLANTIC VERMÖGENS- VERWALTUNGSBANK

Othmarstraße 8
CH-8008 Zürich
Fon +41 (0)44 26658-88
Fax +41 (0)44 26658-97

www.bankhaus-lampe.de
info@bankhaus-lampe.de