

Titelgeschichte: TAG Tegnsee / Bau-Verein zu Hamburg

Nachhaltige Rückkehr in die Gewinnzone bei TAG, REIT-Chancen beim Bau-Verein spricht für beide Aktien

Mit der angekündigten Kapitalerhöhung um bis zu 25 Mio. Aktien zum Kurs von ca. € 10, über die die Hauptversammlung am 30.06.2006 beschließen soll, ist die Restrukturierung der Immobilien-Aktiengesellschaft endgültig abgeschlossen. Die Diskussion um die Einführung der Real Estate Investment Trusts (REIT) dürfte für Kursphantasie sorgen.

Seit unserer vorigen Besprechung in NJ 8/05 legte der Kurs der TAG-Aktie kontinuierlich zu. Im August des vergangenen Jahres war das Papier für € 7,- zu haben. Heute sind knapp € 10 für einen Anteilschein der fast 125 Jahre alten Gesellschaft an der Börse zu zahlen. Das Hamburger Unternehmen, das in den Börsenmantel der Tegernseebahn geschlüpft ist, bietet als integrierter Konzern, der aus drei Gesellschaften besteht, Dienstleistungen rund um die Immobilie an. Neben der börsennotierten TAG Tegernsee zählt der ebenfalls börsennotierte Bau-Verein zu Hamburg sowie die nicht notierte JUS AG zur Gruppe.

Die TAG-Gruppe verfolgt keine Kauf- und Verkaufstrategie, sondern steigert den Wert durch Renovierungen, Zusammenlegungen von Wohnungen und Schaffung zusätzlicher Nutzflächen wie Dachgeschoss- oder Kellerausbauten. „Wir sind keine Immobilienhändler,“ unterstreicht Vorstandsvorsitzender Dr. Lutz R. Ristow. Einzelne Verkäufe seien aber nicht gänzlich ausgeschlossen.

Das Objekt Mühlenstraße in Berlin wurde von der TAG Tegernsee von Grund auf modernisiert. Es ist derzeit voll vermietet.



Vier Kerngeschäftsfelder

Im Segment Bestand hält das Hamburger Traditionsunternehmen insgesamt 2400 Wohneinheiten in wirtschaftlichen attraktiven Regionen wie München, Berlin, Stuttgart, Hamburg und dem Rheinland mit den Städten Düsseldorf und Köln. Im Geschäftsfeld Bestandsentwicklung befinden sich zahlreiche Objekte, unter anderem in Berlin, die gerade saniert, renoviert und danach zu höheren Mieten am Markt angeboten werden. Das dritte Standbein ist der Neubau. Hier sind aktuell 500 Wohneinheiten in Bau und Planung. Die vierte Säule stellt das Segment Dienstleistungen dar. Hier verwaltet die Gesellschaft 6900 Wohneinheiten von Dritten. Im Leistungsangebot: Hausverwaltung, Baubetreuung, Controlling oder auch Finanzbuchhaltung. „Damit decken wir die Immobilien-Wertschöpfungskette gut ab,“ ist sich Ristow sicher.

Konzentration auf den deutschen Immobilienmarkt

Anders als es z. B. die IVG aus Bonn handhabt, ist TAG Tegernsee ausschließlich auf dem deutschen Immobilienmarkt aktiv. Im Fokus steht die Akquisition von Wohnungsgesellschaften sowie der Erwerb von Beständen in der Größenordnung von 200 bis 2500 Wohneinheiten. Daneben entwickelt die Gesellschaft auch neue Immobilienprojekte und modernisiert Bestände sowie auch Neubauten. Kursphantasie dürfte die strenge Ausrichtung auf die zu erwartende REIT-Einführung auslösen. „Wir sind nach eigenem Ermessen mit dem Bau-Verein zu Hamburg die heute schon am ehesten REIT-fähige deutsche Immobilien-Aktiengesellschaft,“ betont Andreas Ibel, Vorstandsmitglied der TAG Tegernsee und Vorstandsvorsitzender des Bau-Verein (s. auch Interview Seite 12). Die Spekulationen um einen Squeeze-out dürften damit endgültig vom Tisch sein,

UNTERNEHMENS DATEN

TAG Tegernsee AG

Steckelhörn 9, 20457 Hamburg, Telefon (040) 306059-40

Internet: www.tag-ag.com

ISIN DE0008303504, 12.556 Mio. Stückaktien; AK € 12.556 Mio.

KGV (2006e) 14.3

Börsenwert: € 121.7 Mio.

Kurs am 16.05.2006: € 9.69 (Xetra), 10.09 H / 6.80 T

Aktionäre: Institutionelle Investoren aus UK & USA 34 %, Immobilien Investoren 23 %, Investorengruppe Dr. Ristow 14.6 %, Streubesitz 28.4 %

Kennzahlen	2005	2004
Umsatz	153.5 Mio.	121.3 Mio.
EBITDA	-0.76 Mio.	16 Mio.
EBIT	-13.8 Mio.	23 Mio.
EBT	-32.3 Mio.	4.3 Mio.
Jahresüberschuss	-35.5 Mio.	2.1 Mio.
EK-Quote	19.07 %	18.4 %



Im Moment notiert die TAG-Aktie knapp unter ihrem Nettoinventarwert von € 10.

TAG Tegernsee / Bau-Verein zu Hamburg

„Wir wollen nochmals bis zu € 250 Mio. einsammeln“

Deutsche Immobilienaktien führen einen Kampf gegen die hauptsächlich von Banken aufgelegten und deshalb übermächtigen offenen Immobilienfonds. Dabei haben Immobilienaktien auch in Deutschland gegenüber offenen Fonds einige deutliche Vorteile, die die Kurse in jüngster Vergangenheit auch mit Blick auf die geplante Einführung der REITs regelrecht haben explodieren lassen. Wie die Perspektiven für die TAG Tegernsee Immobilien- und Beteiligungs AG sowie die Bau-Verein zu Hamburg AG aussehen, darüber sprach das Nebenwerte-Journal mit dem TAG-Vorstandsvorsitzenden Dr. Lutz Ristow und Finanzvorstand Andreas Ibel (gleichzeitig Vorstandsvorsitzender Bau-Verein).

NJ: Herr Dr. Ristow, im März 2006 hat die TAG Tegernsee eine Kapitalerhöhung durchgeführt. Die neuen Aktien wurden zu € 8.50 angeboten. Vor allem das Interesse eines großen britischen Investors, der 1 250 000 TAG-Aktien gezeichnet hat, fällt auf. Ist das erst der Anfang?

Dr. Lutz Ristow: Im Zuge der Kapitalerhöhung mit einem Kapitalzufluss in Höhe von € 21 M wurde von institutionellen, angelsächsischen Investoren Aktien für mehr. Das entspricht der Hälfte der gesamten Kapitalerhöhung. Ich kann Ihnen nur soviel sagen: Unser Geschäftsmodell stößt bei angelsächsischen Investoren auf sehr großes Interesse. Sie erkennen die Chancen auf dem deutschen Immobilienmarkt und wollen sich frühzeitig positionieren. Und da bietet sowohl die TAG- als auch die Bau-Verein-Aktie allerbeste Aussichten auf Wertsteigerungen im Lauf des Jahres 2006.

NJ: Herr Ibel, dieser Investor hat auch 1 500 000 Bau-Verein-Aktien zu € 4.75 gezeichnet. Was machen Sie mit dem Geld?

Andreas Ibel: Wir stärken unsere Eigenkapitaldecke. Die Mittel stehen somit komplett dem Unternehmen zur Verfügung. Des Weiteren möchten wir für weitere Käufe von Immobilienportfolios, deren Erwerb wir in der Regel mit einem 30%igen Eigenkapitalanteil unterlegen, gut gerüstet sein.

NJ: Reichen diese eher bescheidenen Mittel bei den derzeitigen Immobilienpreisen und der zu erwartenden Konkurrenz um die besten Schnäppchen aus?

Dr. Lutz Ristow: Im März haben wir nur eine kleine Kapitalerhöhung durchgeführt, die uns gezeigt hat, dass die jetzige Marktphase für Gesellschaften wie TAG Tegernsee und Bau-Verein zu Hamburg äußerst günstig sind, um frisches Kapital einzuwerben. Immerhin konnten wir die

EK-Quote bei der TAG Tegernsee durch diese Maßnahme auf knapp 25 % steigern. Wir wollen der Hauptversammlung am 30.06.2006 vorschlagen, über eine weitere Kapitalerhöhung im Volumen von bis zu € 250 Mio. zu beschließen. Unterstellen Sie eine Unterlegung einer Immobilien-transaktion mit 30 % Eigenkapital. Das heißt,

umgerechnet stehen uns Mittel von mehr als € 800 Mio. zur Verfügung. Diese Größenordnung reicht aus, um Wohnungsbestände zwischen 200 und 2500 Einheiten sowie einzelne Wohnungsgesellschaften erwerben zu können.

NJ: Durch die durchgeführten und geplanten Kapitalmaßnahmen verschieben sich die Anteilsverhältnisse zwischen TAG Tegernsee und Bau-Verein zu Hamburg. Bleibt die Gruppe in ihrer jetzigen Form zusammen?

Andreas Ibel: Ganz klar ja: Allerdings wird es Verschiebungen innerhalb der Gruppe geben, die ich kurz erläutern möchte. Wir planen eine Gesellschaft als REIT (Real Estate Investment Trust) auszurichten. Da der Gesetzgeber die Anforderungen an eine solche börsennotierte Immobilien-Aktiengesellschaft, wie sie im englischsprachigen Raum seit Jahren Usus sind, noch nicht klar definiert hat, warten wir noch ab, in welcher Gesellschaft wir welches Geschäft bündeln. Sollte eine Anforderung sein, dass die Erträge eines REIT mehrheitlich aus Mieteinnahmen resultieren müssen, könnten wir unsere Wohnungsbestände z. B. im Bau-Verein halten, den Dienstleistung wie Hausverwaltung, Finanzbuchhaltung und Baubetreuung in der TAG Tegernsee betreiben. Selbstverständlich sind auch andere Konstellationen denkbar.

NJ: Das heißt, nur eine von beiden Gesellschaften soll ein REIT werden?

Dr. Lutz Ristow: Lassen Sie es mich noch etwas präzisieren: Mindestens eine der beiden Gesellschaften soll zum REIT werden. Wenn es möglich sein sollte, dann auch beide.

NJ: Dann blicken Sie jetzt Tag für Tag gespannt nach Berlin, ob sich die SPD endlich durchringen kann, den Gesetzesentwurf abzusegnen?

Andreas Ibel: In Berlin regiert die große Koalition aus CDU und SPD. Beide Parteien sind gezwungen sich zu einigen, denn was wäre die



Dr. Lutz Ristow



Andreas Ibel

Konsequenz: Das Geschäft würde aus dem Ausland betrieben. Die Folge: Große Immobilienbestände in internationaler Hand und hohe Steuerausfälle, denn eine im Ausland ansässige Gesellschaft zahlt in Deutschland nun einmal keine Steuern. Insofern gehen wir davon aus, dass der REIT ab 2007 kommt.

NJ: Warum betreibt der britische Investor dann das Geschäft nicht gleich von England aus?

Dr. Lutz Ristow: Letztlich läuft es auf die alte Frage „Make or Buy“ hinaus. Bei uns hat der Investor den großen Vorteil, auch jede Menge Markt-Know-how und seit Jahren gewachsene Kontakte zu bekommen. Deshalb hat man dem Einstieg in unsere Gruppe den Vorzug gegeben.

NJ: Dürfen Sie uns denn verraten, welche Absichten die Briten verfolgen. Ist es eher eine kurzfristig angelegte Spekulation oder langfristiges ausgerichtetes Engagement?

Andreas Ibel: Das liegt in der Natur der Sache! Engagements in Immobilien und auch in Immobilien-Aktien sind langfristiger Art. Insofern haben wir klare Signale aus England, dass an eine kurzfristige Spekulation nicht gedacht ist.

NJ: Dr. Ristow, Herr Ibel, welche Erwartungen haben Sie an das Jahr 2006?

Dr. Lutz Ristow: Die TAG Tegernsee ist heute gut aufgestellt, um von zu erwartenden Aufschwung am Immobilienmarkt zu profitieren. Und über das Thema REIT und hohe Ausschüttung wird die TAG-Aktie vor allem für Value-Investoren interessant.

Andreas Ibel: Den Worten von Dr. Ristow kann ich nur voll und ganz beipflichten. Das gleiche gilt auch für die Papiere des Bau-Verein zu Hamburg.

NJ: Wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Gespräch führte Carsten Stern

zumal beide Unternehmen demnächst im TAG-Gebäude am Steckelhörn 9 im Hamburg unter einem Dach sitzen werden.

Großer Immobiliendeal steht vor der Tür

Mit den frischen Mitteln aus der geplanten Kapitalerhöhung will TAG Tegernsee einen großen Immobiliendeal abschließen, versicherte Ibel. Entsprechende Verhandlungen liefen. Einzig die Finanzierung dürfte bis zum heutigen Tage schwierig werden. Aber mit bis zu € 250 Mio. neuen Eigenmitteln im Rücken, die nach eigener Geschäftspolitik für 30 % Eigenkapitalanteil stehen, können Volumina von mehr als € 800 Mio. finanziert werden.

TAG Tegernsee hat der Restrukturierung abgeschlossen und die Altlasten, die vor allem in der JUS AG angefallen waren, im Jahr 2005 bilanziell bereinigt. Offizielle Analysten-Prognosen gehen davon aus, dass rote Zahlen der Vergangenheit angehören. Das nun sich abzeichnende Immobiliengeschäft ist in dieser Schätzung aber noch gar nicht enthalten. Gelingen Kapitalerhöhung und der Wohnungskauf, gelten quasi über Nacht völlig neue, höhere Bewertungsrelationen.

TAG 2005 mit Umsatzsprung

Unterstützt von verbesserten Rahmenbedingungen im deutschen Immobilienmarkt konnte die TAG im Geschäftsjahr 2005 den Umsatz um mehr als 26 % auf € 153.3 (121.3) Mio. steigern. Besonders großen Anteil an dem Anstieg hatte die Tochtergesellschaft Bau-Verein zu Hamburg, die ihren Umsatz um fast € 50 Mio. auf € 136.8 (87.4) Mio. steigern konnte. Darüber hinaus konnte der Bau-Verein seine Dienstleistungsaktivitäten im Bereich des Portfoliomanagements für Dritte deutlich ausweiten und sich als attraktiver Partner für internationale institutionelle Immobilieninvestoren positionieren.

Drei erfolgreich

platzierte Kapitalerhöhungen

Im Rahmen von insgesamt drei stark über-

zeichneten Kapitalerhöhungen sind der TAG Finanzmittel in Höhe von € 27.8 Mio. im Geschäftsjahr 2005 zugeflossen, die zur Finanzierung neuer Immobilienprojekte zur Verfügung stehen. Als Zeichner dieser Kapitalerhöhungen konnte die TAG neben Altaktionären vor allem britische Investoren gewinnen und von der Positionierung und strategischen Ausrichtung der Gesellschaft – gerade im Hinblick auf die aktuelle REIT-Gesetzgebung – überzeugen. Durch die Aufnahme der internationalen Investoren verbessert sich der Zugang der TAG zu den internationalen Kapitalmärkten und erhöht den Spielraum der Gesellschaft erheblich. Durch strategische Partnerschaften mit diesen Investoren plant die TAG, das Dienstleistungsgeschäft weiter auszubauen.

Die Stärkung der Eigenkapitalbasis und die deutliche Verbesserung der Liquiditätssituation erlauben es der TAG, Marktopportunitäten wahrzunehmen und sich aktiv am Konsolidierungsprozess im deutschen Immobiliensektor zu beteiligen.

Verbindlichkeiten

um € 55.9 Mio. reduziert

Im Berichtsjahr konnte die TAG ihre kurz- und mittelfristigen Verbindlichkeiten um 12 % auf € 392.8 (446.6) Mio. auf Grund der erfolgreichen Verkaufsaktivitäten und der Kapitalzuflüssen aus den Kapitalerhöhungen zurückführen. Analog verbesserte sich die Eigenkapitalquote von 18.4 % auf 19.1 %. Die liquiden Mittel per 31.12.2005 erhöhten sich um € 10.6 Mio. auf € 15.4 (4.8) Mio.

JUS AG neu ausgerichtet

Nach der Restrukturierung und Neuausrichtung der JUS AG mit dem Fokus auf das stabile Dienstleistungsgeschäft für Dritte sanken die Umsätze auf € 15.2 (32.2) Mio. Des Weiteren mussten Abschreibungen auf den Firmenwert sowie Bewertungsanpassungen einiger von der JUS AG gehaltenen Immobilien durchgeführt werden. Insgesamt hat die TAG im Geschäftsjahr 2005 auf Darlehen in Höhe von € 18.8

Mio. verzichtet, hat aber auf einen Teilbetrag von € 13.8 Mio. eine Besserungsabrede vereinbart. Die vorgenommenen Abschreibungen belasten das Konzernergebnis und führen zu einem Verlust in Höhe von € 32.3 Mio.

Mit den vorgenommenen Bewertungsanpassungen hat die TAG weitgehend sämtliche erkennbaren Risiken aus der JUS Beteiligung berücksichtigt und geht von keinen wesentlichen zukünftigen Bewertungsrisiken aus, zumal die JUS AG im Geschäftsjahr 2005 erste große Dienstleistungsmandate von ausländischen Investoren gewinnen konnte.

Positiver Ausblick

Die TAG geht nach Einschätzung ihrer Vorstände Ristow und Ibel gestärkt in das Geschäftsjahr 2006. Die TAG sei gut positioniert, um von der Einführung einer steuerbegünstigten REIT-Gesetzgebung entweder direkt oder aber durch ihre Mehrheitsbeteiligung Bau-Verein zu profitieren. Darüber hinaus erwartet die TAG durch die Aufnahme internationaler institutioneller Investoren im Geschäftsjahr 2005 einen deutlich verbesserten Zugang zu den internationalen Finanzmärkten und eine daraus resultierende Optimierung der Finanzierungskosten.

„Vor dem Hintergrund des derzeit starken Interesses internationaler Investoren am deutschen Immobilienmarkt ergeben sich für die TAG zahlreiche Möglichkeiten, das stabile und margenstarke Dienstleistungsgeschäft für Dritte stark auszubauen und die Abhängigkeit von zyklischem Entwicklungsgeschäft weiter zu reduzieren,“ zeigen sich die Vorstände überzeugt.

Die im Vergleich zu Ende 2004 deutlich verbesserte Finanzierungsstruktur und Liquiditätssituation erlaubt es der TAG, sich wieder aktiv an der Akquisition attraktiver Immobilienportfolien zu beteiligen und eine gewichtige Rolle im Rahmen der Konsolidierung des deutschen Immobilienmarktes zu spielen.

Carsten Stern

FAZIT

Aktuell notiert die Aktie der TAG Tegernsee AG unter ihrem Nettoinventarwert (NAV), der bei € 10 liegt, wobei selbst hier noch Reserven von € 2.- enthalten zu sein scheinen. Grund: TAG bilanziert einen Teil der Immobilien im Umlaufvermögen, so dass sich auch ein NAV von € 12 herleiten lässt. Gelingt die Kapitalerhöhung zu Kursen um € 10 – und davon ist auszugehen – steht die TAG Tegernsee ähnlich gut da wie vor einem Jahr Wettbewerber Colonia Real Estate. Langfristig orientierte Anleger können daher an schwachen Börsentagen erste Stücke einsammeln. C. S.

UNTERNEHMENS DATEN

Bau-Verein zu Hamburg AG

Alte Königstr. 8-14 (demnächst Steckelhörn 9),
22767 Hamburg, Telefon (040) 38032-0

Internet: www.bau-verein.de

ISIN DE0005179006, 16.9 Mio. Stückaktien,
AK € 50.7 Mio.

KGV (2006e) 26.6

Börsenwert: € 112.4 Mio.

Kurs am 16.05.2006:

€ 6.65 (Xetra), 6.90 H / 4.20 T

Aktionäre: TAG Tegernsee 89.87 %,
Streubesitz 10.13 %



Seit August vergangenen Jahres geht es mit der Aktie des Bau-Vereins stetig bergauf.