

Akt. Kurs (29.04.09, 13:30, Ffm): 1,25 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **1,50 (1,10) EUR**

Branche: Immobilien
Land: Deutschland
ISIN: DE0005487862
Reuters: RUCG.F
Bloomberg: RUC:GR

Kurzportrait

Die Rücker Immobilien AG ist im Kauf und der Vermarktung von Wohnimmobilien aktiv und dabei auf die Region Rhein-Ruhr fokussiert. Bestandsimmobilien werden in der ebenfalls börsennotierten 37-Prozent-Beteiligung Rücker Immobilien Portfolio AG verwaltet.

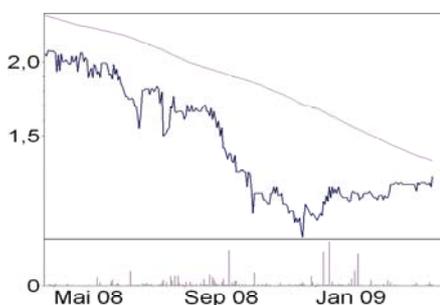
	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	2,39 €	1,01 €
Aktueller Kurs:	1,25 €	
Aktienzahl ges.:	3.890.786	
Streubesitz:	65,0%	
Marktkapitalis.:	4,9 Mio. €	

Anlagekriterien

Vorläufige Zahlen für 2008 entsprechen nahezu unseren Erwartungen

Die Rücker Immobilien AG veröffentlichte am 3.4.2009 im Rahmen der Bekanntgabe vorläufiger Zahlen wesentliche Eckpunkte der GuV für das Ende Dezember abgelaufene Geschäftsjahr 2008. Demnach halbierte sich der Umsatz auf 5,8 (Vj. 11,5) Mio. Euro, was jedoch wegen der Projektlastigkeit des Geschäftes von Rücker in Schwächephasen des Immobilienmarktes immer einmal vorkommen kann.

Damit erreichte Rücker fast unsere vorsichtige Schätzung von 6,0 Mio. Euro. Der kurz vor Jahresende gemeldete Verkauf von Grundstücken an die Stefan Frey Immobilien-Projekt-Management AG ist darin nicht enthalten, da es sich um einen Bestand einer 100-prozentigen Tochter handelte und Rücker keine Konzernbilanz erstellt.



Quelle: Market-Maker

Der gemeldete Umsatz resultierte demnach mit 3,85 (9,24) Mio. Euro zum Einen aus Verkäufen und mit 1,55 (1,99) Mio. Euro aus Mieterlösen. Sonstige Umsätze z.B. aus Makler- und Vermittlungsprovisionen spielten mit 410 (270) TEUR auch in 2008 eine untergeordnete Rolle. Der Umsatzrückgang hatte seine Ursache somit nach unserem Eindruck die dem schwierigen Umfeld geschuldeten rückläufigen Verkaufserlösen, während die Mieteinnahmen umsatzstabilisierend wirkten.

Das operative Ergebnis (EBIT) bildete sich um etwas mehr als ein Drittel auf 0,98 (1,56) Mio. Euro zurück, was einen Tick unter unserer Schätzung von 1,09 Mio. Euro lag und unseres Erachtens in Anbetracht der weltweiten Immobilien- und Finanzkrise noch im akzeptablen Bereich ist.

Das Ergebnis vor Steuern stellte sich bei 279 (581) TEUR ein, was nahezu identisch mit unserer Schätzung war. Die einzige nennenswerte Abweichung ergab sich beim Jahresüberschuss mit 317 (350) TEUR Euro, bei dem Rücker von der steuerfreien Veräußerung der an der Rücker Immobilien Portfolio AG gehaltenen Anteile an die Deutsche Land profitierte. Wir hatten bei einer Steuerquote von 34 Prozent mit einem Jahresüberschuss in Höhe von 190 TEUR gerechnet. Folgerichtig fiel das Ergebnis je Aktie mit 0,08 (0,10) Euro um 3 Cent besser aus als unsere Schätzung von 0,05 Euro.

Insgesamt werten wir die jetzt vorgelegten Zahlen unter ausdrücklicher Würdigung der auch in Deutschland gegen Herbst sehr schwierigen Bedingungen auf den Immobilienmärkten als zufriedenstellend.

Zur Dividende machte Rücker noch keine Angaben. Wir gehen aus heutiger Sicht von einer konstanten Ausschüttung aus, halten es aber auch für denkbar, dass Rücker zugunsten einer Umsetzung des beschlossenen Aktienrückkaufprogramms eine niedrigere Dividende zahlt oder komplett auf eine Ausschüttung verzichtet. Wir verändern unsere Prognose daher vorerst nicht.

Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	13,5	11,5	5,8	6,0
<i>bisher</i>	---	---	6,0	5,4
EBIT	1,24	1,56	0,98	0,83
<i>bisher</i>	---	---	1,09	0,94
Jahresüb.	0,39	0,35	0,32	0,16
<i>bisher</i>	---	---	0,19	---
Erg./Aktie	0,11	0,10	0,08	0,04
<i>bisher</i>	---	---	0,05	---
Dividende	0,11	0,06	0,04	0,04
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	11,4	12,7	15,3	30,2
Div.rendite	8,8%	4,8%	3,2%	3,2%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Trends auf dem Immobilienmarkt begünstigen lokale Expertise

Rücker bilanziert nach wie vor nach dem konservativen HGB. Daher ist die Rücker Bilanz frei von hohen Zuschreibungen auf die im Portfolio enthaltenen Immobilien. Obwohl es in Deutschland nach Meinung vieler Experten auch in guten Jahren der Wertentwicklung von Immobilien keine Preisblase gegeben hat, haben einige börsennotierte Immobilienunternehmen ihren bewertungstechnischen Spielraum nach IFRS doch sehr offensiv genutzt.

Zwar stagnierten die Immobilienpreise auch in Deutschland zuletzt. Experten gehen laut einer Umfrage der Wirtschaftswoche aber davon aus, dass die Immobilienmärkte sich in den nächsten Jahren stabil entwickeln. In 6 der 50 größten Städte erwarten die Experten steigende Preise, in der überwiegenden Anzahl von 38 Zentren stabile Preise und nur in ebenfalls 6 Städten gehen Beobachter von sinkenden Preisen für Eigentumswohnungen und Reihenhäuser aus.

Eine wichtige Entscheidungsdeterminante dürfte in Zukunft auch für Rücker die erwartete Landflucht werden. Laut einer Studie der Bertelsmann-Stiftung verlieren Gemeinden außerhalb der Ballungsräume bis 2025 bis zu 40 Prozent der derzeitigen Bevölkerung. Zunehmend wichtig wird durch die sich abzeichnenden demographischen Trend auch die Anbindung an Öffentliche Verkehrsmittel, so dass Experten mit einer unterproportionalen Wertentwicklung von „Objekten, die abseits der letzten Haltestelle stehen“ rechnen, wie der DEGI-Fondsmanager Beyerle gegenüber der Wirtschaftswoche ausführte.

Wie wichtig ein lokal verankertes und kompetentes Management ist, zeigt die Preisspanne, dass selbst in den „Boomtowns“ Hamburg, Düsseldorf, Köln, Frankfurt, Stuttgart und München die Wertentwicklung zunehmend von der genauen Lage der Immobilie abhängt und nicht mehr – wie teilweise in der Vergangenheit – die Preise in allen Lagen pauschal ansteigen.

Vor diesem Hintergrund sind wir nach wie vor der Überzeugung, dass die räumliche Selbstbeschränkung des Managements der Rücker Immobilien AG auf die Rhein-Ruhr-Region sinnvoll ist. Eine Ausnahme bildet die durch persönliche Kontakte zustande gekommene Kooperation mit einem befreundeten Makler im Bodenseeraum.

Überarbeitung unserer Schätzungen für 2009 und 2010

Ausgehend von den vorläufigen Zahlen für 2008 und den allgemeinen Marktentwicklungen haben wir unsere Prognosen angepasst. Wir gehen nun für 2009 aufgrund des derzeit vergleichsweise niedrigen Zinsniveaus und der dadurch ausgelösten leichten Belebung des Immobilienmarktes von einem kleinen Umsatzplus gegenüber 2008 aus.

Derzeit denken viele vermögende Privatkunde darüber nach, als Antwort auf die Inflationsdiskussionen ihre Asset-Allokation mehr in Richtung Immobilien auszurichten. Auch wenn dies nur einen Randfaktor darstellt, könnten daraus positive Impulse für die Branche erwachsen.

Im Einzelnen rechnen wir mit einem Umsatz von 6,0 (bisher 5,4) Mio. Euro. Den Jahresüberschuss sehen wir weiter bei 160 TEUR bzw. 4 Cent je Aktie und damit unter dem Niveau des laufenden Jahres, da wir ein mögliches lukratives Geschäft wie den Ende 2008 vollzogenen Paketverkauf nicht im Vorfeld in unseren Schätzungen berücksichtigen können. Zudem fehlen in 2009 die steuerfreien Verkaufserlöse aus dem Verkauf von Anteilen an der Rücker Immobilien Portfolio AG an die Deutsche Land, die in 2008 anfielen.

Für 2010 erwarten wir zwar eine deutliche Belebung des Geschäftes der Rücker Immobilien AG, haben aber unsere Schätzungen aus Vorsichtsgründen nach unten korrigiert. Wir rechnen jetzt mit einem Umsatz von 8,0 (10,4) Mio. Euro, was gegenüber 2009 jedoch einen Zuwachs von einem Drittel bedeuten würde.

Den Jahresüberschuss sehen wir bei 430 (400) TEUR bzw. 0,11 (0,10) Euro je Aktie unwesentlich höher. Der Grund liegt darin, dass wir unseren Ansatz für Aufwendungen für Grundstückskäufe etwas reduziert haben und von einem etwas besseren Finanzergebnis ausgehen. Dies würde auch Spielraum für eine wieder erhöhte Dividende eröffnen.

Mögliche Aktienrückkäufe aus dem auf der außerordentlichen Hauptversammlung am 12.3. haben wir angesichts noch fehlender Meldungen über erfolgte Rückkäufe nicht in unseren Schätzungen für 2009 und 2010 berücksichtigt. Diese beruhen daher nach wie vor auf der bislang umlaufenden Aktienzahl.

Bewertung

Obwohl die Geschäftsmodelle im Immobilienbereich schwer zu vergleichen sind und sich die Unterschiede dem Betrachter oft erst bei näherer Analyse erschließen, fließt in die Bewertung der entsprechenden Aktie meist eine erhebliche Markt Komponente ein. Diese bilden wir mit dem Branchen-KGV Immobilien ab, in das eine großen Anzahl von Konsens-Schätzungen für internationale Immobilienaktien einfließt.

Auf Basis des daraus ermittelten durchschnittlichen KGV für 2009 von 10,7 (bisher 9,8) und eines Fünfjahres-Durchschnitts-EPS in Höhe von 0,09 (0,08) Euro je Aktie errechnen wir ein Zwischenergebnis für den fairen Wert in Höhe von 0,94 (0,78) Euro. Dieser etwas höhere Wert resultiert vor allem aus dem gestiegenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Für die Bewertung der Rücker Immobilien AG legen wir zudem weiter ein DCF-Modell zugrunde (Zinssatz 5,96%, Ausgangs-Cash-Flow 0,35 Mio. €, ewige Wachstumsrate 0% statt bisher 1%, Beta-Faktor 1,0). Aufgrund der Änderung bei der ewigen Wachstumsrate ist der jetzt ermittelte Zwischenwert von 1,08 (bisher 1,35) Euro nicht mehr direkt vergleichbar.

Als dritte Bewertungskomponente beziehen wir neu den Buchwert in Höhe von 2,56 Euro je Aktie mit ein. Dieser wird unseres Erachtens der Herausforderung, die konservative Rücker-Bilanzierung und das sehr lokal angelegte Geschäftsmodell auch bewertungstechnisch abzubilden, besser gerecht als die Zugrundelegung einer ewigen Wachstumsrate.

Als Mittelwert aus den drei Ansätzen ergibt sich ein „Fair Value“ von 1,53 (1,07) Euro für die Rücker Immobilien AG, aus dem sich auch unser neues Kursziel von 1,50 (1,10) Euro errechnet. Wir stufen die Aktie daher von Halten auf Kaufen herauf.

Fazit

Während der veröffentlichte Rücker-Umsatz für 2008 unserer Schätzung entsprach, gab es bei den Ergebniskennziffern als Folge eines lukrativen Verkaufes in Köln kurz vor Jahresende eine positive Überraschung. Daher blieben die gemeldeten Zahlen für den Jahresüberschuss und das Ergebnis je Aktie über unseren Ansätzen.

Insgesamt macht sich die derzeit schwierige Lage am Immobilienmarkt vor allem bei den Verkäufen an institutionelle Investoren auch bei Rücker bemerkbar. Auf der anderen Seite scheint das Unternehmen nach unserem Eindruck von der Tendenz zu profitieren, dass vermögende Privatinvestoren als Konsequenz aus den Turbulenzen an den Finanzmärkten verstärkt Immobilien als Kapitalanlage nachfragen.

Insgesamt haben wir unsere Schätzungen überarbeitet und in der Tendenz leicht nach unten gesetzt. In 2009 erwarten wir einen Umsatz in ähnlicher Größenordnung wie im vergangenen Jahr, bei einem allerdings etwas niedrigeren Ergebnis. In 2010 erwarteten wir eine deutliche Erholung bei Umsatz und Ergebnis, haben jedoch unsere Schätzungen an den Basiseffekt aus 2009 angeglichen.

Um die konservative Unternehmensführung und die vorsichtige Bilanzierung nach HGB besser abzubilden, haben wir unser Bewertungsmodell leicht umgestellt und beziehen nun auch den hohen Substanzwert der Rücker-Aktie direkt mit ein. Allein schon der Buchwert der Aktie beträgt 2,56 Euro, wobei wir hier eher noch stille Reserven vermuten.

Unser angepasstes Bewertungsmodell zeigt nach den überraschend guten Zahlen für 2008 wieder Spielraum für die Aktie. Wir erhöhen unser Kursziel daher auf 1,50 Euro und stufen Rücker von Halten auf Kaufen herauf.

Interessierte Anleger sollten aufgrund der sehr geringen Liquidität im Handel in der Rücker-Aktie jedoch stets ein Limit bei der Ordererteilung setzen.

Gewinn- und Verlustrechnung

Rücker Immobilien AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2006		2007		2008e		2009e		2010e	
Umsatzerlöse	13,49	99,9%	11,50	98,2%	5,80	78,7%	6,00	93,8%	8,00	93,0%
Veränderung zum Vorjahr			-14,8%		-49,6%		3,4%		33,3%	
Sonstige betriebliche Erträge	0,01		0,21		1,57		0,40		0,60	
Gesamtleistung	13,50	100,0%	11,71	100,0%	7,37	100,0%	6,40	100,0%	8,60	100,0%
Aufwendungen für Verkaufsgrundstücke	8,67	64,3%	7,46	63,7%	4,31	58,5%	3,79	59,2%	5,00	58,1%
Veränderung zum Vorjahr			-14,0%		-42,2%				31,9%	
Rohergebnis	4,83	35,7%	4,25	36,3%	3,06	41,5%	2,61	40,8%	3,60	41,9%
Veränderung zum Vorjahr			-11,9%		-28,0%		-14,7%		37,9%	
Personalaufwand	0,76	5,6%	0,68	5,8%	0,73	9,9%	0,73	11,4%	0,79	9,2%
Veränderung zum Vorjahr			-9,9%		7,2%		0,0%		8,2%	
EBITDA	4,07	30,2%	3,57	30,5%	2,33	31,6%	1,88	29,4%	2,81	32,7%
Veränderung zum Vorjahr			-12,3%		-34,7%		-19,3%		49,5%	
Abschreibungen	0,13	1,0%	0,03	0,2%	0,05	0,7%	0,05	0,8%	0,05	0,6%
Veränderung zum Vorjahr			-80,0%		85,2%		0,0%		0,0%	
Sonstige betrieblichen Aufwendungen	2,70	20,0%	1,98	16,9%	1,30	17,6%	1,00	18,0%	1,55	18,0%
Veränderung zum Vorjahr			-26,6%		-34,3%		-23,1%		54,8%	
EBIT	1,24	9,2%	1,56	13,3%	0,98	13,3%	0,83	13,0%	1,21	14,1%
Veränderung zum Vorjahr			26,2%		-37,3%		-15,3%		46,0%	
Finanzergebnis	-0,60	-4,4%	-0,99	-8,4%	-0,70	-9,5%	-0,60	-9,4%	-0,60	-7,0%
Veränderung zum Vorjahr			-64,3%		28,9%		14,4%		0,0%	
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	<i>0,00</i>		<i>0,00</i>		<i>0,00</i>		<i>0,00</i>		<i>0,00</i>	
Ergebnis vor Steuern	0,64	4,7%	0,58	4,9%	0,28	3,8%	0,23	3,6%	0,61	7,1%
Steuerquote	38,5%		39,8%		-13,6%		30,0%		30,0%	
Ertragssteuern (neg. Vz = Erstattung)	0,25	1,8%	0,23	2,0%	-0,04	-0,5%	0,07	1,1%	0,18	2,1%
Jahresüberschuss	0,39	2,9%	0,35	3,0%	0,32	4,3%	0,16	2,5%	0,43	5,0%
Veränderung zum Vorjahr			-11,5%		-8,6%		-49,2%		166,1%	
Saldo Bereinigungsposition	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00	
Anteile Dritter	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00	
Bereinigter Jahresüberschuss	0,39	2,9%	0,35	3,0%	0,32	4,3%	0,16	2,5%	0,43	5,0%
Veränderung zum Vorjahr			-11,5%		-8,6%		-49,2%		166,1%	
Anzahl der Aktien	3,567		3,537		3,891		3,891		3,891	
Gewinn je Aktie	0,11		0,10		0,08		0,04		0,11	

Aktionärsstruktur

Horus AG	13%
Herr Hans-Martin Lambotte	11%
Herr Hans-Ulrich Rücker	11%
Streubesitz	65%

Termine

Mitte Mai 2009	Berichterstattung I. Quartal 2009
Anfang Juli 2009	Ordentliche Hauptversammlung
Mitte August 2009	Berichterstattung II. Quartal 2009
Mitte November 2009	Berichterstattung III. Quartal 2009

Kontaktadresse

Rücker Immobilien AG
Brüderstraße 62
D-42853 Remscheid

Email: info@ruecker-immobilien.de

Internet: www.ruecker-immobilien.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Martin Lambotte

Tel.: +49 (0) 2191 / 46447 – 0

Fax: +49 (0) 2191 / 46447 – 17

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kauf“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkauf“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
07.01.2009	1,10 €	Halten	1,10 €
21.04.2008	2,35 €	Halten	3,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	59,2%	60,0%
Halten	23,7%	26,7%
Verkaufen	17,1%	13,3%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Rücker Immobilien AG	1, 4, 5, 6, 7

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

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. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.