Jeserich AG

Der Dornröschenschlaf ist vorbei

Kapitalerhöhung für Einstieg nutzen

Executive Summary

Konsequente Neuausrichtung in vollem Gange. Nach einer fast 140-jährigen Industrietradition wird die Jeserich AG (nachfolgend kurz JAG) seit gut anderthalb Jahren zu einer modernen Immobilien-AG umgebaut, deren sektoraler und regionaler Schwerpunkt eindeutig im deutschen Gewerbeimmobiliensektor, hier speziell bei Logistikimmobilien, liegt. Funktional deckt man die ganze Palette der immobilienspezifischen Geschäftsfelder ab. Von der Bestandshaltung (im Logistikbereich), der Eigenbestandsentwicklung und Projektentwicklung für Dritte, tritt die JAG auch als Beteiligungsgesellschaft im Immobilienbereich, zum Zwecke der vertikalen Integration und zur Sicherung von langfristigen Mietern auf.

Weitere Wachstumsschübe durch frisches Kapital. Die Umstrukturierung der Geschäftsausrichtung wird ebenso konsequent von den nötigen Kapitalmaßnahmen begleitet. Während die erste „kleine" Kapitalerhöhung im Verhältnis 20:1 bereits im Dezember 2000 erfolgreich abgeschlossen wurde, bekommt die bevorstehende „große" Kapitalerhöhung, die für das II. Quartal 2001 vorgesehen ist, durch den Umstand, dass der Vorstandsvorsitzende und Großaktionär mit derzeit ca. 80%, Herr Oliver Blum, seine Bezugsrechte nicht ausüben wird, den Status eines bankbegleiteten „Secondary Placements".

Neben Substanzzuwachs vor allem Cash-Flow entscheidend. Die gut diversifizierten Geschäftsfelder der JAG führen zur Risikostreuung und der Abkopplung von der „typischen" Bewertung als Immobilien-AG nach Substanzkriterien (Net Asset Value), da neben dem hohen Beratungsanteil in der Projekt- und Bestandsentwicklung auch ein hoher Objektumschlag eine dynamisierte und Cash-Flow-orientierte Bewertung nahe legt. Insbesondere die DCF-Bewertung, die einen Wert von 33,75 Euro/Aktie zum Ergebnis hat, zeigt, dass die JAG deutliches Kurspotential aufweist, sofern die ehrgeizigen Ziele umgesetzt werden können.

Fokus auf Logistik-Immobilien. Für zusätzliche Phantasie bei der JAG sorgt die Konzentration auf den ebenso risiko- wie chancenreichen Logistikimmobiliensektor. In diesem Bereich haben sich schon einige „Big Player" etabliert, die der JAG mit ihrer geringen Größe und Analystenabdeckung den breiten Zugang nicht leicht machen werden. Hier hängt die Ergebnisentwicklung maßgeblich davon ab, ob Marktnischen wie z.B. die Flächenversorgung des logistikintensiven e-commerce-Bereichs besetzt werden können.

Vorsprung durch Netzwerk. Im Beteiligungsgeschäft sowie im Objektan- und verkauf verfügt die JAG über ein breites Netzwerk aus den Beteiligungen an und von der JAG sowie den Kontakten ihrer Organträger. Hervorzuheben ist insbesondere die Hamburger Bauwerk Immobilien AG, an der sich die JAG in diesem Jahr mit 51% zu beteiligen beabsichtigt und die dank ihrer immobilienerfahrenen Vorstände über erhebliche Projektentwicklungsexpertise verfügt.

Potential überzeugt. Zwar sind Immo-AGs derzeit nicht en vogue und die JAG verfügt derzeit nur über einen geringen Bekanntheitsgrad und Finanzkraft, durch ihren klaren Fokus auf Logistikimmobilien sowie zahlreiche Flächenreserven in attraktiven Innenstadtlagen hebt sich JAG aber positiv von Mitbewerbern ab, so dass der Verfasser im Zuge des anstehenden „Secondary Placements" der JAG zum Einstieg rät und diesen selbst in Erwägung zieht.

Kurs am 19.01.2001
15,00 B

Hoch / Tief 52 Wochen
52 Euro / 12 Euro

WKN
621600

Handelsplatz
Freiverkehr Berlin

Marktkapitalisierung
78,5 Mio. Euro

Aktienzahl
5.250.000

Aktionärsstruktur
80% Oliver Blum
10% Sparta Bet. AG
2,5% Karl-Walter Freitag
1,5% SGA (Schweiz)
Rest Streubesitz (6%)

Herausgeber:
www.gsc-research.de

Autor:
Art Bechstein

Kontakt:
info@gsc-research.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary 1

Inhaltsverzeichnis 2

Vorwort 4

1.) Vorstellung der Jeserich AG

Einzige deutsche Immo-AG mit Fokus auf Logistik-Immobilien 5

Aktionärsstruktur vor gravierenden Veränderungen 5

Öffnet die Unterstützung durch Kempen Research neue Horizonte? 6

Alleinstellungsmerkmal Konzentration auf Logistik-Immobilien 6

SWOT-Analyse 7

Stammdaten der Jeserich AG 7

2.) Geschäftsfelder der Jeserich AG

Profitiert vom Trend des zunehmenden „Immobilien-Sale-and-lease-back“ 8

Großer, stark segmentierter Markt mit erheblichen Informationsdefiziten 8

Logistikimmobilien – Marktanalyse 9

Theoretischer Ansatz 9

Studie belegt Trend zum „Immobilien-Sale-and-lease-back“ 9

Standortfaktoren bei Logistik-Immobilien entscheidend 10

Wachstumsdeterminanten für Logistikimmobilienanbieter 10

Wettbewerberanalyse Logistikimmobilienanbieter 11

Immobilien-Aktiengesellschaften: erste „Big Player“ formieren sich 11

Offene Immobilienfonds: im Logistik-Segment (noch?) kaum aktiv 12

Geschlossene Immobilienfonds: Ausländer steigen massiv ein 12

Übersicht: Marktteilnehmer Logistikimmobilien Markt 13

Die Chancen der JAG im Logistikimmobilien-Sektor 13

Aktiveres Portfolio-Management erforderlich 14

Bestandsentwicklung: einfacher gesagt als getan 15

Chancen der JAG im Bestandsmanagement **16**

Vertriebsorientierte Projektentwicklung **16**

JAG muss aufgrund geringer Größe mit Hilfe von Beteiligungen und eigenem guten Netzwerk wachsen **17**

Ehemaligen Vorstand der Markt- und Kühlhallen AG (MuK) für den Aufbau distributionsbezogener Beteiligungen an Bord geholt? **18**

Durch Bauwerk-Beteiligung Zugriff auf wertvolle Know-how-Träger **18**

Kontakte zur TAG Tegernseebahn Immobilien und Beteiligungs AG? **19**

Erwerb weiterer Beteiligungen mit diskreter Hilfe der SGA denkbar **20**

3.) Bewertung der Jeserich AG

Deutliches Kurspotential bei Erreichen der gesteckten Ziele **21**

Multiple-Bewertung und Peer-Groups im Fall JAG kaum geeignet **22**

Allgemeines zur Bewertung nach dem DCF-Modell **23**

Anwendung des DCF-Modells auf die JAG zeigt Potential auf **23**

Fazit und Anlageempfehlung **25**

Anhang I: Planbilanzen der Jeserich AG von 2000 bis 2005 **26**

Anhang II: Plan-GuV der Jeserich AG von 2000 bis 2005 **27**

Quellenverzeichnis **28**

Kontaktadresse **28**

Allgemeine Hinweise **28**

Vorwort

Wenn man im Rahmen einer Studie nach Presseartikeln oder anderen Publikationen zur Jeserich AG (nachfolgend kurz JAG) forscht, dann wird man, einmal abgesehen vom HV-Bericht bei GSC Research, nicht fündig, was den Claim der Überschrift bestätigen mag.

Die JAG hat denn auch, anders als Dornröschen, länger als 100 Jahre geruht. Sie wurde bereits 1862 gegründet und produzierte zunächst Lacke und Asphalt an den Standorten Hamburg und Berlin. Die Gesellschaft wurde dann Mitte der 60er Jahre dieses Jahrhunderts u.a. von der Familie Blum übernommen und gab erst 1975 mit der Sitzverlegung nach Köln die industrielle Produktion auf.

Die späten 90er Jahre standen im Zeichen der Bestandsbereinigung (der damaligen Betriebsgrundstücke) und der (Re-)Investition in neue Gewerbeobjekte, die im Zuge der Neuausrichtung auf eine Deutschland-spezialisierte Immobiliengesellschaft entwickelt und vermietet wurden.

In 1999 begann der Vorstand Oliver Blum, der trotz seines jungen Alters von 27 Jahren über bereits neun Jahre Immobilienerfahrung verfügt, mit der Sparta Beteiligungen AG (nachfolgend kurz Sparta) und der Schweizer SGA Gesellschaft für Aktienhandel und Research (nachfolgend kurz SGA) neue strategische Investoren an der JAG zu beteiligen. Dieses kann als Signal für den Aufbruch zu einer spezialisierten Immobilien AG gedeutet werden.

Auf der letzten Hauptversammlung am 4. August 2000 in Köln (vgl. GSC-Bericht zur HV) wurde diese Entwicklung konkretisiert und den Aktionären die Aufnahme weiterer strategischer Partner in Aussicht gestellt. Die Jeserich AG ist zum Jahreswechsel 2000/2001 in den DIMAX aufgenommen wurden, einen Index, der rund 60 deutsche börsennotierte Immobiliengesellschaften abdeckt.

Für die weitere Studie gilt die folgende Arbeitsdefinition:

Im Folgenden werden solche Unternehmen als Immobilien-AG bezeichnet, die (1) in der Rechtsform einer AG, (2) Immobilien und/oder Beteiligungen an anderen Immobiliengesellschaften besitzen und (3) damit Handel betreiben und/oder entwickeln und/oder verwalten sowie (4) daraus den überwiegenden Teil ihres Ertrages erwirtschaften.

Diese Studie hat zum Ziel, die Substanz und das Potential, aber auch Risiken und Probleme der JAG darzustellen und eine abschließende Einschätzung darüber zu gewinnen, wie sich die JAG in den nächsten Jahren entwickeln könnte. Zur Zielerreichung werden die Jeserich AG und die dort handelnden Personen vorgestellt (Kapital 1), die definierten Geschäftsfelder, insbesondere die Ausrichtung auf den Markt der Logistikimmobilien, dargestellt sowie das Netzwerk der JAG beschrieben (Kapitel 2), bevor schließlich auf Grundlage der Geschäftsparameter eine Bewertung im Verhältnis zu den Mitbewerbern und in Projektion auf die nächsten drei Jahre vorgenommen wird (Kapitel 3).

1.) Vorstellung der Jeserich AG

Einzige deutsche Immo-AG mit Fokus auf Logistik-Immobilien

Beschreibt man die JAG, so muss man klar trennen zwischen dem, was die JAG bisher getan hat, und dem, was sie in den nächsten Jahren vor hat zu tun. Momentan besteht die Kerntätigkeit der JAG darin, auf der Grundlage erworbener Gewerbegrundstücke eine an den Bedürfnissen der potentiellen Nutzer orientierte Entwicklung zu vollziehen und die Objekte in den Bestand zu übernehmen oder zu veräußern.

Ein so verstandenes „aktives Portfolio-Management" beinhaltet für die JAG auch Bestandsbereinigung, d.h. das Immobilien-Portfolio wird regelmäßig auf solche Objekte durchsucht, die unterdurchschnittlich zur Performance des Portfolios beitragen, um diese dann zu verkaufen. Momentan hat die JAG ein Immobilien-Portfolio von rund 20 Objekten mit einer Fläche von über 220.000 qm. Die JAG konzentriert sich dabei mit dem Kölner Raum, Hamburg und Berlin vorwiegend auf drei Standorte in Deutschland, will aber auch in den Verdichtungsräumen Frankfurt, München und Düsseldorf aktiv werden.

Was die Wertschöpfung betrifft, so wurden in 1999 knapp 10 Mio. DM aus der Vermietung erlöst, während die Objektverkäufe ca. 8 Mio. DM einbrachten. Die JAG wird in Kürze eine Beteiligung an der Baumwerk Immobilien AG (nachfolgend kurz Bauwerk) eingehen, die sich laut Äußerungen Herrn Blums auf der HV vom August 2000 auf 51% belaufen wird, also konsolidiert werden kann.

Um die ehrgeizigen Expansionspläne der Zukunft meistern zu können, hat die JAG umfangreiche Kapitalmaßnahmen beschlossen, mit deren Umsetzung im November 2000 mit der Umstellung der Aktie auf Stückaktien mit rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von 1 Euro (Splitt im Verhältnis 2:5 mit anschließender Kapitalherabsetzung auf 5 Mio. Euro) begonnen wurde. Ferner wurde im Dezember 2000 eine „kleine" Kapitalerhöhung erfolgreich abgeschlossen, durch die das Grundkapital im Verhältnis 20:1 von 5 auf 5,25 Mio. Euro erhöht wurde.

Die neuen Aktien mit Gewinnberechtigung ab 1.1.2000 wurden zu 13 Euro je Aktie ausgegeben, woraus sich für die Gesellschaft ein Kapitalzufluss in Höhe von 3,25 Mio. Euro ergab. Als nächster großer Schritt der Finanzierung der künftigen Vorhaben will die JAG im ersten Halbjahr 2001 eine weitere größere Kapitalerhöhung durchführen, die aufgrund der Absicht, den Streubesitz (und damit die Liquidität des Handels) nachhaltig zu erhöhen, bankbegleitet wird und damit als ein „Secondary Placement" bezeichnet werden kann. Hierfür steht ein genehmigtes Kapital in Höhe von 2,5 Mio. Euro zur Verfügung. Parallel geplant ist ein Wechsel vom Freiverkehr in den geregelten Markt.

Aktionärsstruktur vor gravierenden Veränderungen

Die Aktionärsstruktur stellt sich nach der „kleinen" Kapitalerhöhung wie folgt dar:

Oliver Blum (Vorstand)	ca. 80%
Sparta Beteiligungen AG	10% *(laut Angabe Investors Corner)*
SGA (Schweiz)	ca. 1,5%
Karl-Walter Freitag	ca. 2,5%
Streubesitz	ca. 6%

Die Aktionärsstruktur wird sich nach der geplanten „großen" Kapitalerhöhung gravierend ändern. Herr Blum wird beim anstehenden „Secondary Placement" nach eigenen Angaben seine Bezugsrechte nicht ausüben und auf diese Weise

seinen Anteil zugunsten der Erhöhung des Freefloats auf knapp über die Hälfte der Anteile abschmelzen. Über die Bereitschaft der anderen größeren Aktionäre, die Kapitalerhöhung mitzugehen, ist offiziell nichts bekannt, wobei Sparta ihren Anteil bereits bei der „kleinen" Kapitalerhöhung von 7,5% auf 10% erhöht hat, was unserer Meinung nach auch die positive Einschätzung der JAG innerhalb des Immobiliensektors widerspiegelt, auf den die Sparta AG ja offensichtlich wieder stärker setzt.

Öffnet die Unterstützung durch Kempen Research neue Horizonte?

Ebenso ist denkbar, dass zusätzliche strategische Investoren (vielleicht aus dem Ausland), welche die klare Ausrichtung der JAG interessiert, mit an Bord gehen. Im letzten Aktionärsbrief verkündete die JAG, dass neben der renommierten Investmentbank Sal. Oppenheim auch der Analystenprimus der europäischen Immobilienbranche, Kempen Research, Amsterdam, die anstehende Platzierung der JAG unterstützen wolle. Das wäre im Hinblick auf die Internationalisierung des Aktionärskreises hochgradig interessant, denn Kempen hat Zugriff auf die finanzstärksten institutionellen Immobilien-AG-Investoren Europas.

In jedem Fall wird sich der Streubesitz deutlich erhöhen, was im Hinblick auf die Liquidität der Aktie der JAG die richtige Entscheidung ist, gerade vor dem Hintergrund des Ziels, Aufnahme in einen „Small-Cap-Aktienindex" zu suchen, die ja ihre Gewichtung in Zukunft stärker an der Höhe des Streubesitzes orientieren wollen. Zunächst ist die JAG in den DIMAX aufgenommen worden, der zwar nicht die Aufmerksamkeit eines SMAX oder NEMAX genießt, aber einen ersten Schritt auf den Radarschirm der Immobilienanalysten darstellt.

Alleinstellungsmerkmal Konzentration auf Logistik-Immobilien

Die JAG ist ***regional*** klar fokussiert auf den deutschen Immobilienmarkt, was ihr bei der Bewertung, insbesondere durch ausländische Investoren, Aufschläge bringen dürfte, wie auch in einem vom Bankhaus Ellwanger & Geiger jüngst entwickelten Bewertungsschema (3-F-Modell: Focus, Finance, Free-Float) hervor gehoben (siehe Studie zur GB/AG vom August 2000).

Sektoral ist die JAG eindeutig auf Gewerbeimmobilien ausgerichtet. Hier hat sie begonnen, eine Spezialisierung auf den ebenso renditestarken wie risikoreichen Markt der Logistikimmobilien und Gewerbeparks auszubilden.

Funktional konzentriert sich die JAG dagegen erkennbar auf 4 Bereiche:

- Bestandsentwicklung mit Immobilienhandel
- Bestandshaltung, Portfolio-Management (Logistik, Gewerbe)
- Projektentwicklung (auch für Dritte)
- Beteiligungsgeschäft

Die einzelnen Geschäftsfelder werden später gesondert besprochen, weil das Geschäftsmodell von außerordentlicher Bedeutung für die künftigen Marktchancen sowohl auf den Immobilien- als auch auf den Finanzmärkten ist.

In der Schnittmenge der Positionierungskriterien lässt sich das entscheidende Alleinstellungsmerkmal definieren: die JAG ist unter den deutschen Immo-AGs die einzige, die sich klar auf den deutschen Logistikimmobiliensektor inkl. Gewerbeparks ausrichtet und dort die gesamte immobilienspezifische Wertschöpfungskette vom Erwerb über die Entwicklung und Vermietung sowie den Handel abdecken wird.

SWOT-Analyse

Eine Betrachtung der Stärken und Schwächen der Jeserich AG fördert folgende wichtigen Punkte zutage:

Stärken / Chancen	Schwächen / Risiken
- tragfähiges Geschäftsmodell	- finanzschwach
- klare regionale Ausrichtung	- geringer Bekanntheitsgrad
- Wachstumsmarkt Logistikimmobilien	- geringe Unternehmensgröße
- qualifiziertes Management	- Vermietungsrisiko Logistik hoch
- gutes Branchen-Netzwerk ermög licht günstigen Objektan-/verkauf	- Projektentwicklungsgeschäft birgt hohe Risiken (Haftung, Vermietung...)
- Immobilienerfahrung	- Immobilienaktien derzeit „out"
- klares Investitionsmodell	- Zinsrisiko bei hoher FK-Finanzierung
- gute Verbindung zu Banken	- Netzwerk schafft Abhängigkeiten
- gute EK/FK-Relation (dadurch leverage-Effekt möglich)	- alle Objekte in AG (dadurch keine Vorteile im Zuge der Steuerreform)
- flache Hierarchien und damit rasche, flexible Entscheidungen	- aufkommender Verdrängungswettbew.
- hohes Maß an Transparenz	- fehlendes Risikomanagementsystem

Stammdaten der Jeserich AG

Im Folgenden alle wichtigen Unternehmensdaten auf einen Blick

Unternehmen	Jeserich AG
Adresse	Widdersdorfer Str. 190 50825 Köln
Sitz der Gesellschaft	Köln
Niederlassungen	Hamburg, Berlin
Branche	Immobilien
Aktienart	Stückaktien mit einem rechnerischer Anteil am Grundkapital in Höhe von 1 Euro
Grundkapital	5.250.000 Euro
Börsenplatz	Freiverkehr Berlin *(Wechsel in den Ger. Markt FFM/HAM in 2001 geplant)*
Indexzugehörigkeit	DIMAX (Deutscher Immobilienaktien Index)
Börsenidentifizierung	WKN 621600 / Tickersymbol JJA / Reuters JESG.BE
Vorstand	Herr Oliver Blum (Vorsitz) Herr Dr. Hans-Joachim Dix (CFO) Herr Klaus-Dieter Bohn (COO)
Aufsichtsrat	Herr Heribert Bastians (Vorsitz) Herr Theodor Greif (stellv. Vorsitz) Herr Philip Moffat
Mitarbeiter	7

2.) Geschäftsfelder der Jeserich AG

Profitiert vom Trend des zunehmenden „Immobilien-Sale-and-lease-back“

Die JAG ist nach eigenen Angaben eine lupenreine Immobilien-AG, die eindeutig auf den Gewerbeimmobilien-Bereich mit Schwerpunkt Logistik ausgerichtet ist. Sie konzentriert sich auf die Ballungsräume Berlin, Hamburg und Köln und will ihre Tätigkeit auf die Zentren München, Frankfurt und Düsseldorf ausweiten.

Funktional versteht sich die JAG als „Immobilienveredler" für den eigenen Bestand, aber auch (bei entsprechender Vorvermietung) für Dritte. Für die Umsetzung der Projekte will man möglichst mit lokalen Partnern, an denen man sich ggf. beteiligt (siehe Bauwerk AG), kooperieren. Schließlich betreibt man neben dem aktiven Management der Immobilien auch die Vermarktung der Objekte.

Aus diesem Geschäftsmodell lassen sich grob vier Geschäftsbereiche ableiten, die sich jedoch teilweise überschneiden und nicht konsistent einer sektoralen oder funktionalen Gliederung unterliegen. Allerdings sind diese Geschäftsbereiche im Immobiliensektor üblich und werden im Folgenden einzeln besprochen.

Großer, stark segmentierter Markt mit erheblichen Informationsdefiziten

Eine Auswertung von Presseartikeln zum Thema Logistikimmobilien zeigt die Ambivalenz dieses Spezialsegments der Immobilienbranche. Einerseits sind alle Theoretiker und Praktiker der Szene positiv eingestellt und billigen den Logistikanbietern und damit auch den dazu passenden Immobiliengesellschaften erhebliche Wachstumsraten zu; auf der anderen Seite wird schnell deutlich, dass es zwischen dem Informationsbedarf und dem Informationsangebot der Marktteilnehmer hinsichtlich Performancekennziffern, Leerstand, Wettbewerb etc. eine erhebliche Diskrepanz gibt, was in einem auf aktuell rund 75 Milliarden Euro geschätzten Markt sehr verwunderlich ist.

Außerdem wird deutlich, dass selbst der Logistikimmobiliensektor in sich weiter segmentiert werden muss, da es zum einen sehr traditionelle Anbieter gibt, wie Danzas oder Stinnes, auf der anderen Seite viele neue Logistikanbieter mit vollkommen anderen Zielgruppen, vorwiegend aus dem Bereich des e-commerce, auf den Markt kommen und Flächennachfrage erzeugen.

Um überhaupt eine Einschätzung und Bewertung der JAG hinsichtlich ihrer Chancen im Logistikimmobilienmarkt durchführen zu können, wird zunächst der Markt beschrieben und eingeschätzt (Abschnitt 1), anschließend werden einige der „Big Player" vorgestellt, die schon jetzt den Logistikmarkt erfolgreich mit Flächen versorgen (Abschnitt 2), und abschließend eine Einschätzung vorgenommen, welche Chancen die JAG hat, sich in dieser offensichtlichen Boombranche zu etablieren (Abschnitt 3).

Logistikimmobilien – Marktanalyse

Was ist eigentlich eine ***„Logistik-Immobilie“***? Eine Definition ist schwierig zu finden, da es keine prototypische Logistikimmobilie gibt und das Spektrum der Immobilien genauso groß ist wie der Spezialisierungsgrad der Logistiker selbst. Dennoch sei hier ein Branchenexperte mit seiner Definition zitieret, die zwar einerseits despektierlich klingt, aber den berühmten Nagel im Prinzip auf den Kopf trifft:

„Logistikimmobilien sind eigentlich keine Immobilien. Vielmehr handelt es sich meist um ein Grundstück mit Bodenplatte, auf die eine Hülle aus Aluminium gesetzt wird. Darin befinden sich dann ein riesiger Rechner und viele Hochregale. Das sind temporäre Nutzungspunkte mit einer Aluhülle drumherum. Der Wert steckt vor allem im Grundstück, das Gebäude selbst macht kaum etwas her."

Das greift in der Tiefe der Branche sicherlich ein wenig zu kurz, macht jedoch deutlich, worauf es im Geschäft ankommt: es sollen keine Schönheitspreise gewonnen werden, sondern es zählt die Funktionalität; da fällt es dann zumindest einem Architekten schwer, noch von Gebäude zu sprechen.

Theoretischer Ansatz

In der Theorie klingt wieder mal alles ganz einfach und nüchtern: die Industrie und insbesondere der Handel konzentrieren sich zunehmend auf ihre Kernfunktionen und externalisieren die Logistikfunktionen zunehmend auf spezialisierte Dienstleister, wodurch sie Kosten in erheblichem Umfang einsparen können und Cash-Flow zum Wachstum zur Verfügung haben. Kurz, die Verfügungsrechte über die Waren werden zunehmend vom Warenweg abgekoppelt, wodurch sich für Logistikanbieter künftig mehr Gestaltungsspielräume beim Service ergeben.

Die Logistikanbieter ihrerseits sind zur Konzentration auf diese erweiterte Kernkompetenz gezwungen, müssen zur Erzielung von Stückkostenvorteilen durch Umsatzwachstum ihre Finanzkraft bündeln und deswegen ihren Immobilienbedarf an Immobilienexperten auslagern, die mit eigenem Kapital errichtete Spezialimmobilien an die Logistiker vermieten.

Studie belegt Trend zum „Immobilien-Sale-and-lease-back“

CB Richard Ellis (nach eigenen Angaben größter Immobilienmakler der Welt) hat im Auftrag der Allgemeinen Hypothekenbank eine empirische Studie über den Logistik(immobilien-)markt erstellt, die diesen Trend eindeutig belegt. Nicht nur der Flächenbedarf für Logistikzwecke steigt erheblich, sondern auch die Neigung der Logistikunternehmen, eigengenutzte Flächen an Experten auszulagern und zurückzumieten bzw. Erweiterungen im Leasing-Verfahren zu betreiben.

Aufgrund dieses Motivs haben laut Studie bereits heute rund 50% der Logistikflächen ihren Eigentümer gewechselt, Tendenz steigend. Als Wermutstropfen für die Immobilienunternehmen bleibt festzuhalten, dass dieser Wachstumsprozess offensichtlich ohne signifikante Mietpreissteigerungen vollzogen wird.

Laut Studie stellt sich eine Rentabilitätsrechnung etwa wie folgt dar:

- die Baulandpreise liegen bei ca. 75 bis 100 DM/qm (erschließungsbeitragsfrei)
- die Baukosten liegen bei 700 bis 1.200 DM/qm
- die Mieten liegen zwischen 8 und 15 DM/qm

Rechnet man mit Baukosten inklusive Grundstück, Finanzierung und Nebenkosten, wird man im Durchschnitt bei einer Spanne von ca. 1.300 DM/qm bis 1.400

DM/qm und einer Miete von ca. 10 DM/qm liegen. Das bedeutet, die Jahresnettomiete liegt bei anfänglich ca. 120 DM p.a., was einer Nettoanfangsrendite von ca. 8,6% entspricht und somit eher am unteren Rand der zitierten Renditen liegt.

Die Studie zeigt ferner, dass der Logistiker selbst nur eine Rendite auf sein eingesetztes Eigenkapital von ca. 4% erzielt, was einen „Sale-and-lease-back" der Immobilien mehr als nahe legt. Die durchschnittliche Nutzungsdauer einer Logistikimmobilie wird aktuell mit 22 Jahren angegeben, wobei die Nutzungsdauer sich permanent reduziert und in Zukunft bei nur noch maximal 15 Jahren liegen wird.

Gepaart mit dem Problem kurzer Mietvertragsdauern in diesem Segment, zeigt sich hier das Kernproblem der Logistikimmobilien: die Diskrepanz zwischen der Amortisationsdauer (im Beispiel 12 Jahre) und der Gesamtnutzungsdauer (angenommene 15 Jahre) auf der einen Seite sowie den kurzen Mietvertragslaufzeiten (im Regelfall selten länger als drei Jahre) und dem damit verbundenen Mietausfallrisiko (die Immobilie müsste ja 3 bis 4mal nachvermietet werden) für das Gesamtinvestment auf der anderen Seite.

Das ist auch genau der Grund dafür, dass die Logistikimmobilien bereits als der „Neue Markt" der Immobilienbranche bezeichnet werden. Zur Beruhigung sei aber darauf verwiesen, dass mit den zunehmend verbesserten Finanzierungsmöglichkeiten der Logistikunternehmen (Neuer Markt, Branchenkonzentration, Immobilienauslagerung) die Bonität der Logistikmieter insgesamt steigt und vereinzelt Leerstand zwecks Objektsicherung von den Logistikern überbrückt wird.

Standortfaktoren bei Logistik-Immobilien entscheidend

Wichtig für die Einschätzung des Logistikimmobilienmarktes ist weiterhin die Kenntnis der relevanten Standortfaktoren für zukunftsorientierte Logistikzentren; hier werden genannt:

- 24 Stunden Erreichbarkeit
- Verfügbarkeit von Personal
- Agglomerationsvorteile durch weitere Logistiker im Umfeld
- Verdichtung von Handels- und Produktionsunternehmen
- Grundstücksreserven
- flexible Lagermöglichkeiten
- Wahrung der sog. Zweitverwendungsfähigkeit der Immobilie
- EDV-Vernetzung

Wachstumsdeterminanten für Logistikimmobilienanbieter

Die wesentlichen zu beachtenden Faktoren im Markt der Logistik-Immobilien sind somit zusammengefasst folgende:

Wachstumsfaktoren	Wachstumsverhinderer
- Zusammenwachsen Europas	- Hohe Bodenpreise in Deutschland
- Entwicklung e-commerce	- geringe Marktkenntnis (kaum Daten)
- Optimierung Beschaffungslogistik	- Risikoneigung gering
- Ausgliederung Immobilien Logistiker	- Flächenverknappung
- Übernahme von Logistikfunktionen	- Logistiker optimieren eigenen Bestand

Wettbewerberanalyse Logistikimmobilienanbieter

Ein Ergebnis des vorherigen Abschnittes war, dass die Distributionsfunktion des klassischen Handels zunehmend auf spezialisierte Logistikanbieter externalisiert wird, welche ihrerseits versuchen, sich von der Verantwortung für die Finanzierung und den Unterhalt der für die Distribution notwendigen Immobilien zu lösen.

Diese zunehmende Nachfrage wird bereits heute durch einige Große der Immobilienbranche bedient, indem sie neben den klassischen Immobilienfunktionen Projektentwicklung, Vermietung und Verwaltung bereits vertikal Richtung Logistikanbieter diversifizieren. Im Folgenden sind einige Immobiliengesellschaften gegliedert nach ihrer Rechtsform vorgestellt.

Immobilien-Aktiengesellschaften: erste „Big Player" formieren sich

Die aus der Raab Karcher und Veba hervorgegangene **Viterra AG, Essen**, ist nach eigenen Angaben Deutschlands größter privater Wohnungseigentümer und in 2000 auf dem besten Weg dahin, dieselbe Position auch unter den Bauträgergesellschaften einzunehmen. Für die Weiterentwicklung des Geschäftsfeldes Gewerbeimmobilien soll in den nächsten Jahren verstärkt in die Bereiche Logistik- und Gewerbeparks investiert werden, weil hier nach Einschätzung des Vorstandes die höchsten Renditen zu erzielen sind.

Die aus dem Ruhrkohle-Konzern ausgegliederte und weitgehend eigenständige **RAG Immobilien AG, Essen**, erwirtschaftete in 1999 zwar fast 75% ihrer Umsatzerlöse in Höhe von rund 670 Mio. DM im Wohnungsbereich, will sich aber mit Hinweis auf die dafür im Bestand vorhandenen Grundstücke verstärkt auf den Logistiksektor konzentrieren. Die Strategie ist hier regional orientiert, indem man derzeit sechs ehemalige Bergbaugrundstücke zwischen Moers und Dortmund entwickelt und dafür einen fast dreistelligen Millionenbetrag zur Verfügung stellt.

Die **Köllmann AG** geht einen anderen, aber unseres Erachtens weitaus interessanteren Weg. Sie kooperiert mit der eChains Logistics AG, einem Joint Venture der Dachser GmbH (Kempten) und der CSC Ploenzke AG (Wiesbaden), einem IT-Systemanbieter. Ziel der Kooperation soll eine europaweite Vermarktung von Logistikzentren für den B2B-Bereich sein. Man will ein voll integriertes Supply-Chain-Management anbieten, das neben dem klassischen Immobilienangebot ein Paket aus Beratung, Dienstleitung und IT-Lösung beinhaltet, welches die Nutzung durch unterschiedlichste Zulieferer unter einem Dach ermöglichen soll.

Der unserer Einschätzung nach größte aktuelle Player im deutschen Logistik-Immobilienmarkt ist die Garbe-Gruppe, geführt von einem wahren Immobilien-Tycoon, der einigen Lesern vermutlich durch die Einbringung des Stilwerks in den durch die Sparta AG vermittelten Sinner-Mantel ein Begriff ist. Die Garbe KG hat bereits früh begonnen, die Logistikaktivitäten in spezialisierte Gesellschaften zu bündeln. So gibt es neben der **Garbe Logistic AG** noch die LCD Logistic Center Development GmbH als klassischer Projektentwickler und seit letztem Jahr auch die Logimac Holding GmbH, ein Joint Venture zwischen der Garbe KG und der Crow-Gruppe aus Dallas, U.S.A., die eine erhebliche Finanzkraft mitbringt, die notwendig ist, um die größeren Entwicklungsvorhaben im Logistiksektor zu drehen. Die Garbe Logistic AG entwickelt beispielsweise gerade für die Danzas in Hamburg ein Logistikzentrum für 33 Mio. DM, wobei sich bei diesem Projekt die Risiken eines Projektentwicklers zeigten: der Baubeginn musste nämlich um mehrere Monate hinausgezögert werden, weil sieben Kiebitzfamilien auf dem Baugrundstück ihre Jungen ausbrüteten.

Die **Deutsche Logistik Immobilien AG (DLI), Hamburg,** ist nach Genehmigung durch die europäische Wettbewerbsbehörde im August diesen Jahres aus einem 50/50-Joint-Venture der Warburg Bank und der Deutschen Bank, London,

hervorgegangen. Die DLI entstand in 10monatiger Arbeit in der Retorte der Real Estate Investment Banking (REIB) und der HIH (Hamburger Immobilien Handlung, einer 100prozentigen Tochter der Warburg Bank) am Reißbrett und ist zu 100% auf den Sektor Logistik-Immobilien in Deutschland sowie angrenzender Staaten ausgerichtet. Man will sich allerdings – und das ist interessant – nicht auf den Bereich der e-commerce-induzierten Logistikströme konzentrieren, sondern mehr die klassischen Anbieter bedienen. Dafür plant man bereits in 2000 rund 500 Mio. Euro zu investieren. Aufgrund des starken antizipierten Wachstums beabsichtigt die DLI, schon in 2001 ein Pre-IPO unter institutionellen Investoren durchzuführen, bevor in 2004 der Börsengang mit einem Objektvolumen von dann ca. 1 Mrd. Euro anstrebt wird.

Die Strategie besteht in einem aggressiven Wachstum und Einzelinvestitionen in der Größenordnung von 20 bis 100 Mio. Euro. Ferner ist ein aktives Portfolio-Management geplant. Vor kurzem wurde bereits der Einstieg der DLI bei der Hamburger Buss-Gruppe „zu einem zweistelligen Millionenbetrag" vermeldet, einem der großen Logistikanbieter im Hamburger Hafen. In der Branche halten sich auch Gerüchte, dass die DLI derzeit in Kaufverhandlungen mit der WCM über den Erwerb des renditestarken Logistikobjektes „Funkschneise" bei Bremen (DaimlerChrysler) steht. Branchenexperten befürchten jedoch, dass das selbst auferlegte starke Wachstum bei der DLI den unangenehmen Nebeneffekt hat, dass die „Preise kaputt gemacht werden", da man sich nicht lange mit Kaufverhandlungen aufhalten könne.

Offene Immobilienfonds: im Logistik-Segment (noch?) kaum aktiv

Die deutschen offenen Immobilienfonds sind eher die potentiellen Abnehmer der Immobiliengesellschaften, wofür sie in der Regel auch weitaus höhere Preise zu zahlen bereit sind. Logistikobjekte sind, vermutlich aufgrund geringer Risikobereitschaft der Fondsmanager, in den meisten großen deutschen Immo-Fonds stark unterrepräsentiert. Bei **DEGI** (Dresdner Bank) und **DESPA** (Sparkasse) nehmen Logistikobjekte einen Anteil von unter 10% ein. Alleine der **iii-Fonds Nummer 3** hat ein Drittel seines 750-Mio.-Euro-Portfolios in Logistikimmobilien angelegt, wobei der Anteil nicht ausgebaut werden soll. Auch wenn die Offenen Immobilienfonds (noch) nicht sonderlich aktiv im Logistikimmobiliengeschäft sind, sollte die JAG dennoch die jeweiligen Anlagestrategien und handelnden Personen kennen, da diese Fonds in der Regel die wichtigsten Abnehmer entwickelter und voll vermieteter (Logistik-)Objekte sein werden.

Geschlossene Immobilienfonds: Ausländer steigen massiv ein

Hier muss man ganz klar trennen zwischen den in Deutschland aufgelegten Fonds, die deutlich kleiner sind als die europäischen und US-amerikanischen Flaggschiffe. In Deutschland hält der **H.F.S. 15 KG** (HypoVereinsbank) 11% in Logistikobjekten mit einer Rendite von durchschnittlich 8% *(was für einen deutschen geschlossenen Immo-Fonds ja eine Traumquote ist)*. Die IBV (Bankgesellschaft Berlin), Deutschlands größter Anbieter geschlossener Immobilien-Fonds, hält lediglich in einem seiner Fonds, dem **Deutschland 3**, einen signifikanten Anteil an Logistikimmobilien. Der **Falk Fonds 72** aus dem Hause Falk & Partner kommt dann „schon" auf einen Logistikanteil von knapp 15%, wobei dieser sich auf eine Kaufring-Immobilie in Krefeld stützt.

Die Einschätzung der Branchenkenner geht dahin, dass deutsche geschlossene Immobilienfonds erst die Marktbestätigung brauchen, dass nachhaltig hohe Renditen mit Logistikobjekten zu erzielen sind, bevor sie in größerem Umfang einen Einstieg wagen. Diese Bestätigung brauchen ausländische Fondsgesellschaften offensichtlich nicht, sofern man dies an den beabsichtigten Investitionsvolumina festmachen wollte. So hat Prologis, ein weltweit führender Fondsanbieter von Logistikparks, mit dem **Europe Property Fund** einen auf europäische

Logistikimmobilien spezialisierten Fonds mit einem angestrebten Volumen von 2,7 Mrd. US$ aufgelegt, das von derzeit 16 institutionellen Anbietern getragen wird und in sechs europäischen Ländern bereits über die Marktführerschaft sowie über 8 Mio. qm Reservefläche verfügt.

In Deutschland konzentriert man sich auf die Wachstumsregionen Frankfurt, Stuttgart und Köln. In Kölns Süden entsteht aktuell auf einem ca. 250.000 qm großen Areal der „Prologis Logistik Park Köln". Das Pikante dabei ist, dass man mit der Mietersuche das renommierte Maklerhaus Greif & Contzen beauftragt hat – dessen Inhaber Theodor Greif sitzt im Aufsichtsrat der JAG, was die zugewiesene Marktkompetenz des Herrn Greif unterstreicht.

Ein weiterer ernstzunehmender ausländischer Fonds ist der **CELOGIX Property Fund**, von der niederländischen Celexa Real Estate Investment Management B.V. mit einem angestrebten Investitionsvolumen von 250 Mio. Euro aufgelegt. Die Fremdkapitalfinanzierung soll maximal 50% betragen, schwerpunktmäßig soll in Objekte zwischen 7,5 und 45 Mio. Euro investiert werden.

Übersicht: Marktteilnehmer Logistikimmobilien Markt

Name des Anbieters	Typ Anbieter	(angestrebte) Größe in Euro	Anteil Logistik	Schwerpunkt regional	Schwerpunkt sektoral	Schwerpunkt funktional	Einzelinvestition in Euro
H.F.S. 15 KG	Fonds geschl.	75	11%	Deutschland	klassische Logistikfirmen	Bestandshaltung	ca. 10 Mio.
Falk Fonds 72	Fonds geschl.	k.A.	15%	Deutschland	Einzelhandel	Bestandshaltung	k.A.
Deutschland 3	Fonds geschl.	k.A.	8%	Deutschland	k.A.	Bestandshaltung	k.A.
Celogix Property	Fonds geschl.	250 Mio.	100%	EU-Raum	alle Branchen/Sektoren	Fremdentwicklung + Bestand	7,5 bis 40 Mio.
Prologis Property	Fonds geschl.	3.000 Mio.	100%	Europa	alle Branchen/Sektoren	Fremdentwicklung + Bestand	50 bis 200 Mio.
DEGI-Grundwert	Fonds offen	k.A.	5%	Europa	k.A.	Bestandshaltung	k.A.
DESPA	Fonds offen	k.A.	5%	Europa	k.A.	Bestandshaltung	k.A.
iii-Fonds Nr. 3	Fonds offen	750 Mio.	33%	Europa	k.A.	Bestandshaltung	k.A.
DLI AG	Immo-AG	1.000 Mio.	100%	EU-Raum	klassische Logistikfirmen	Full-Service-Anbieter	10 bis 50 Mio.
Garbe Logistic AG	Immo-AG	k.A.	100%	Deutschland	klassische Logistikfirmen	Full-Service-Anbieter	10 bis 40 Mio.
Jeserich AG	Immo-AG	100 Mio.	60%	Deutschland	e-commerce	Full-Service-Anbieter	2,5 bis 10 Mio.
Köllmann AG	Immo-AG	k.A.	30%	Europa	Zulieferer / E-Commerce	Supply-Chain-Management	k.A.
RAG AG	Immo-AG	150 Mio.	20%	NRW	k.A.	Projektentwicklung	5 bis 15 Mio.
Viterra AG	Immo-AG	400 Mio.	20%	Deutschland	k.A.	Bauträgergeschäft/Entwicklung	5 bis 25 Mio.

Die Bedeutung des Logistikimmobilienmarktes mag man auch daran erkennen, dass Europas führendes Gewerbemaklerhaus Jones Lang LaSalle in Reaktion auf die zunehmende Bedeutung dieses Sektor *in diesem Jahr* einen Lagerflächen-Index aus der Taufe gehoben hat, der bisher 21 große Lagerflächenstandorte Europas abdeckt.

Die Chancen der JAG im Logistikimmobilien-Sektor

Die Markt- und Wettbewerbsanalyse zeigt zunächst, dass es für die JAG zum Aufbau und/oder der Nutzung sogenannten „First-Mover-Advantages" auf dem Logistikimmobilienmarkt bereits zu spät sein dürfte, da schon sehr viele bedeutende Immobilienunternehmen aktiv sind. Das immense Wachstumspotential, das diesem Segment zugebilligt wird, lässt aber noch Platz für verhältnismäßig kleine Player wie die JAG, die sich ihre Nischen suchen muss.

Die Äußerung von Herrn Blum, „old-" und „new-economy" zur „true-economy" zusammenbringen zu wollen, deutet ja schon darauf hin, dass sich die JAG mit ihrem Logistikimmobilienangebot eher auf den e-commerce-Sektor konzentrieren möchte, der ja primär das Problem der schnellen Belieferung seiner Business- und/oder privaten Kunden hat.

Dieser Bereich scheint bei der Kapitalausstattung der JAG auch der durchaus sinnvollere zu sein und ist zudem von den Big Playern DLI, Garbe Logistic und auch den großen Auslandsfonds nicht primär anvisiert, da hier die Investitionssummen pro Logistikstandort unterhalb der gesetzten Mindestvolumina liegen.

Die JAG kann bei Investitionen in diesem Segment den Vorteil nutzen, dass sie die gesamte Angebotspalette abdeckt, das heißt sie kann bei entsprechenden mietvertraglichen Vereinbarungen die Projektentwicklung übernehmen und die Objekte zunächst im Bestand halten und später an suchende Logistikimmobilienfonds verkaufen, die ja in der Regel nur fertiggestellte und vermietete Objekte ankaufen und dafür erhebliche Aufschläge zu zahlen bereit sind.

Diese sektorale Ausrichtung bietet für die JAG zudem die Möglichkeit, sich auch zur Sicherung von Mietverträgen an kleineren Logistik(service)anbietern zu beteiligen, die eher in diesem noch jungen Segment tätig sind, als im klassischen Sektor der industriellen Beschaffungslogistik, auf den sich Unternehmen wie Garbe und DLI konzentrieren.

Eine weitere Chance besteht für die JAG unseres Erachtens darin, einen weiteren logistiknahen Bereich abzudecken, den sogenannten „Co-location-Markt", wo es darum geht, Netzwerkanbietern und Telekommunikationsgesellschaften stadtnahe Räumlichkeiten mit technischen Standards (Kühlung, Notstrom...) zum Betrieb ihrer Server zur Verfügung zu stellen (Serverhousing). Auf diesem Gebiet gibt es bei steigender Nachfrage noch verhältnismäßig wenig Mitbewerber. Einer von ihnen ist die Firma myloc (www.myloc.de – sehr lohnender Internetauftritt), eine Beteiligung der HBAG-Net GmbH.

Die JAG verfügt über entsprechende citynahe Grundstücke in Berlin, Hamburg und Köln sowie die Expertise, derartige Nachfrage zu identifizieren und zu bedienen, insbesondere an den drei Standorten, wo der Bedarf erheblich wachsen wird. Deswegen ist es unseres Erachtens recht wahrscheinlich, dass Herr Blum mit der JAG auch in dieses zukunftsorientierte Geschäft einsteigen wird.

Aktiveres Portfolio-Management erforderlich

Die JAG definiert sich als ein Unternehmen, das seinen Bestand aktiv bearbeitet. Hierbei können zwei Bereiche identifiziert werden: zum einen das Portfolio-Management und zum anderen die Bestandsentwicklung, welche es gilt, ideal miteinander zu kombinieren.

In Abgrenzung zur klassischen Bestandshaltung bildet das Portfolio-Management einen Ansatz zur dynamischen Betreuung des eigenen Bestandes. Voraussetzung für ein funktionierendes Portfolio-Management ist einerseits ein hinreichend großer Bestand, zum anderen muss der Portfoliomanager über Informationen verfügen, um gezielt Bestandsentscheidungen zu treffen.

Beim Portfolio-Management durchsucht man das Immobilienportfolio regelmäßig auf a) inkompatible Objekte, b) Objekte, die ihr Mieteinnahmeoptimum erreicht haben oder c) Objekte mit hohem Refinanzierungspotential und trifft auf dieser Basis Portfolioentscheidungen unter der Prämisse, den Portfoliowert insgesamt zu optimieren.

Was das Größenkriterium betrifft, muss die JAG noch deutlich wachsen, um einen hinreichend großen Objektumschlag zu gewährleisten. Die JAG hat im Zuge einer sog. Bestandsbereinigung in 1999 zwar zwei Objekte komplett verkauft, woraus rund 8 Mio. DM erlöst wurden, und auch in 2000 sollen weitere Objekte aus dem Portfolio verkauft werden, um es stringenter auf den Logistikmarkt auszurichten, von einem aktiven Portfolio-Management kann unseres Erachtens aber noch keine Rede sein.

Folgerichtig wurde deswegen jetzt die Funktion eines immobilienorientierten Finanzvorstandes besetzt, denn Portfolio-Management ist aufgrund der hohen Fremdfinanzierungsquoten von bis zu 90% bei einzelnen Objekten ganz überwiegend Finanzmanagement. Bestands- und/oder Entwicklungsobjekte müssen auch im Hinblick auf ihre Refinanzierungsmöglichkeiten überprüft werden, da so der leverage-Effekt optimiert werden kann, was gerade bei den renditestarken Logistikimmobilien „kriegsentscheidend“ sein kann.

Die JAG wird aufgrund der Wechselwirkung zum zweiten Teilbereich „Bestandsentwicklung" das Portfolio-Management aber auch im Hinblick auf baurechtliche Möglichkeiten, die Mietnachfrage, vorhandene Flächenreserven und weitere Aspekte abstimmen müssen, was eine enge Zusammenarbeit des gesamten Vorstandes (auch den für Projekt-/Bestandsentwicklung zuständigen Herrn Bohn) erfordert und entscheidend für die ergebnisoptimale Ausweitung des Portfolios sein wird.

Festzuhalten sind daher abschließend folgende Aspekte:

- die JAG verfügt über die notwendige Verkaufsexpertise,
- es ist Bewegung im Portfolio (JAG „klebt" nicht an ihren Objekten),
- zwei Vorstände für Ressorts „Finanzen" sowie „operatives Geschäft" sichern die Kompetenz für das aktive Portfolio-Management,
- das Portfolio umfasst zwar bereits ca. 20 Objekte, muss aber wachsen und ausgerichtet werden.

Bestandsentwicklung: einfacher gesagt als getan

Das Geschäftsmodell bei der Bestandsentwicklung ist eigentlich simpel: „kaufe günstig ausbaufähige Immobilien ein, entwickle sie kostengünstig und bedarfsgerecht, finanziere günstig und verkaufe sie teuer oder vermiete sie zunächst langfristig an bonitätsstarke Mieter und verkaufe später (noch teurer)".

Da dieses Geschäft scheinbar einfach ist, versuchen sich zahlreiche Immobiliengesellschaften erfolglos an diesem Modell, wie zum Beispiel die sich in Liquidation befindliche Quadriga AG, Berlin, die Rheinisch-Westfälische Grundbesitz AG, Düsseldorf oder die Dr. Ulrich AG, Düsseldorf, deren Vorstände mittlerweile in rechtlichen Schwierigkeiten stecken, denn leider sind im Leben oft die scheinbar simplen Dinge die schwierigsten – und so gestaltet sich das auch bei der Bestandsentwicklung.

Die Risiken liegen hier eindeutig in der Beurteilung von Lage, Bausubstanz, Vermarktbarkeit in Relation zum Preis. Für viele kleinere Gesellschaften stellt es bereits ein Problem dar, die wenigen vielversprechenden Objekte im Markt angeboten zu bekommen. Oft sind es sogenannte „Workout-Immobilien", an denen sich meistens risikoaverse Banker in zahlreichen Meetings die Zähne ausgebissen haben und schließlich zu dem Ergebnis kamen, dass man lieber rasch, lautlos und preiswert verkaufen solle.

Die erfolgreichste deutsche Immobilien-AG in diesem Bereich ist unseres Erachtens der Bau-Verein zu Hamburg, der allerdings ausschließlich im Wohnbereich tätig ist. Im gewerblichen Bereich ist die Detmolder AREAL Immobilien- und Beteiligungs-AG ein Mitbewerber der JAG. Die AREAL verfügt zwar nur über einen kleinen Objektbestand, hat aber so gute Kontakte zu anderen Branchengrößen (WCM und IVG), dass sie auch größere Projekte als Joint Venture umsetzen kann, wie z.B. mit der BNS Holding GmbH (gemeinsam mit WCM) oder der DBI Dortmunder Beteiligungs- und Immobilien AG (IVG). Nähere Informationen hierzu finden sich auf unserer Homepage, unter anderem eine AREAL-Analse nebst HV-Bericht sowie eine IVG-Studie, in der u.a. auch die IVG-Tochter DBI näher beleuchtet wird.

Chancen der JAG im Bestandsmanagement

Sich über ein funktionierendes Netzwerk für Einkauf, Finanzierung und Verkauf in diesem risikoreichen, aber lukrativen Segment zu etablieren, stellt für die JAG eine gute Marktchance dar, zumal es bereits Referenzobjekte gibt, die auch erfolgreich vermarktet wurden. Auf diese Weise kann die JAG im Segment der „Immobilienveredelung" auf einen „First-Mover-Advantage" setzen, den sie durch ihre guten Kontakte zu lokalen Immobilienpartnern ausbauen kann.

Die JAG verfügt zur Zeit unseren Recherchen zufolge über etwa 20 Gewerbeobjekte mit einer Nutzfläche von über 220.000 qm. Laut 99er Geschäftsbericht liegt zwar der Buchwert des Immobilienbestandes nur bei knapp 100 Mio. DM, allerdings ist dem Text zu entnehmen, dass in den einzelnen Objekten teilweise erhebliche Entwicklungsreserven liegen, die beispielsweise durch Maßnahmen wie die folgenden „gehoben" werden können:

- Nachverdichtung der Nutzfläche,
- Ausschöpfung des Mietspielraums (Mietvertragsmanagement),
- Optimierung des Mieter-Mixes,
- Durchführung weiterer Bauabschnitte,
- Teilverkäufe fertiger Flächen und Kauf von Synergieflächen.

Für die JAG bietet sich im Bereich Bestandsentwicklung (auch in der Projektentwicklung) die Gelegenheit, die Bewertung als Immobiliengesellschaft vom reinen Substanzwert (Net Asset Value) abzukoppeln (siehe hierzu auch Kapitel 3) und selbst die stillen Reserven zu heben sowie über entwickelte Referenzobjekte in den immer begehrteren innenstadtnahen Sanierungsobjekte zu sichern.

Als problematisch im Hinblick auf die nahe Unternehmenssteuerreform ist anzumerken, dass die JAG die Objekte bzw. Projekte nicht in einzelnen Gesellschaften, sondern den gesamten Bestand in der AG hält.

Vertriebsorientierte Projektentwicklung

Die Projektentwicklung im Immobilienbereich ist eine der vielseitigsten Aufgaben im gesamten Berufsspektrum. Angefangen von der oft „politischen" Anbahnung von Grundstückskäufen über die Aushandlung der baurechtlichen Parameter, wirtschaftliche Kalkulation, Vorab-Mietersuche, technische Vorbereitung, Vergabeprozedere, bauliche Umsetzung nebst Zeitplanung und Kontrolle bis hin zum Absatz erstrecken sich die Aufgaben einer ganzheitlichen Projektentwicklung, wobei hier Umsetzungszeiträume von mehreren Jahren keine Seltenheit sind.

Die Abgrenzung zur Bestandsentwicklung kann einerseits daran festgemacht werden, dass bei der Projektentwicklung in der Regel von unbebauten oder komplett beräumten Grundstücken ausgegangen wird, während im Falle der Bestandsentwicklung auf ein bestehendes Objekt aufgesetzt wird. Andererseits kann bei der JAG als weitere Unterscheidung hinzugefügt werden, dass die Projektentwicklung auch für Dritte durchgeführt werden soll, die Bestandsentwicklung aber eher im Eigenbestand durchgeführt wird.

Als Voraussetzung für die Projektentwicklung für Dritte definiert die JAG als notwendige Bedingung einen ausreichenden Vorab-Absatz für das Projekt. Besonders lukrativ sind Projektentwicklungen immer dann, wenn lediglich die ersten Phasen abgedeckt werden müssen, denn die „politisch-rechtliche" Freiräumung von Grundstücken ist für viele Bauwillige eine große Hürde, deren Überspringen sich die Auftraggeber hohe Honorare kosten lassen, ohne dass der Projektentwickler ein signifikantes Risiko trägt.

Die JAG muss in diesem Bereich klar ihr Leistungsprofil definieren und auch die Konsequenz besitzen, scheinbar vielversprechende Projektaufträge abzulehnen, wenn Finanzierung und/oder Vermarktung nicht eindeutig gesichert sind. Diese Kompetenz ist aber über den für die Projektentwicklung zuständigen Vorstand, Herrn Klaus-Dieter Bohn, in jedem Fall vorhanden, der seit über 20 Jahren in der Immobilienbranche seine Erfahrungen gesammelt hat. Sofern (Teil-)Projekte erfolgreich abgeschlossen werden können, winken hohe Margen, weil der Beratungsanteil sehr hoch ist oder, sofern die vollständige Entwicklertätigkeit inklusive Vermarktungs- und Fertigstellungsverantwortung abgefragt wird, das Risiko hoch ist.

Die meisten Projektentwickler, die in den letzten Jahren am Markt gescheitert sind, haben meistens ihre eigenen Möglichkeiten und/oder den Markt falsch eingeschätzt und zu große Objekte an den falschen Orten mit zu geringen Margen gebaut. Auf diesem Wege sind Entwickler wie die Steucon, Roland Ernst oder die Bast-Bau in die Insolvenz oder den Konkurs geraten. Bei der JAG ist das Risiko eines solchen „Größenwahns" mit unrealistischen gewährten Mietgarantien verhältnismäßig gering, da man sich eher auf viele kleinere Objekte konzentrieren möchte, die eine bessere Risikostruktur aufweisen, ohne per se schlechtere Renditen auszuweisen.

JAG muss aufgrund geringer Größe
mit Hilfe von Beteiligungen und eigenem guten Netzwerk wachsen

Eine Gesellschaft, die wie die JAG mit einer Marktkapitalisierung von ca. 70 Mio. Euro auf keinem Radar der Immobilienanalysten auftaucht, ist darauf angewiesen, im Markt zu wachsen, um eine „kritische Masse“ zu erreichen, ab der aktives Portfolio-Management erst Sinn macht. Betrachtet man jedoch Margen von 8 bis 12% Nettoanfangsrendite bei Logistikimmobilien und maximal 20% bei den Projektentwicklungsmargen – wenn alles planmäßig verläuft – so wird deutlich, dass das Wachstumsziel nicht nur über internes Wachstum zu realisieren ist, sondern die JAG verstärkt auch extern über das Eingehen von Beteiligungen wachsen muss.

Dabei ist grundsätzlich zwischen Finanzbeteiligungen und strategischen Beteiligungen zu unterscheiden und hierbei jeweils noch zwischen brancheninternen oder –externen Beteiligungen. Strategische Beteiligungen im Immobilienbereich machen in der derzeitigen Wachstumsphase für die JAG am meisten Sinn, weswegen auch auf die bestehenden und möglichen Beteiligungen ausführlich eingegangen wird, während der Bereich reiner Finanzbeteiligungen hier nicht näher besprochen wird.

Die Beteiligung des Kölners Karl-Walter Richard Paul Freitag an der JAG ist für das Management sicherlich eine große Herausforderung. Der 46jährige ehemalige Journalist, Ferrari-Fahrer und wahrscheinlich einer der besten Kenner des deutschen Aktienrechts hat dieses Wissen bereits dutzendfach auf HV’s eingesetzt, um zum Teil erhebliche Nachbesserungen für die Kleinaktionäre durchzusetzen oder Unzulänglichkeiten der Gesellschaftsgremien aufzudecken.

Freitag ist zudem Geschäftsführer der Kölner Vermögensverwaltung Metropol Vermögensverwaltungs- und Grundstücks GmbH, die über ein enormes Netzwerk im Nebenwertebereich verfügt und stets in unterbewertete Gesellschaften investiert. Neben der Metropol ist bzw. war er unter anderem bei Nordhäuser Tabakfabriken AG, DFG Grundstücks- und Beteiligungs AG und zuletzt bei der Escom AG i.A. (eher erfolglos) als Vorstand aktiv und opponiert aktuell über die Pengetank 148. Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH gegen die jüngste Kapitalerhöhung der Commerzbank, bei der er mit einer fünfstelligen Aktienzahl investiert sein soll, woraus eine Nähe zum Quartett Dieckell, Ehlerding, Schneidewind und insbesondere dem Kölner Clemens Vedder abgeleitet werden könnte.

Auch wenn auf der letztjährigen Hauptversammlung der JAG das gute Verhältnis zwischen Freitag und Blum deutlich wurde, ist die Präsenz des Aktionärs Freitag für die Kleinaktionäre wie eine Rückversicherung, da er eine präventive Wirkung auf die Fairness der Organe der JAG entfalten dürfte, da Freitag seinen Ruf als Verfechter des Aktienrechts sicher nicht aufs Spiel setzen will. Vielleicht gelingt es der JAG sogar, ihn als Aufsichtsratsvorsitzenden zu gewinnen, wo er seinen Wissensfundus konstruktiv in die Dienste der JAG stellen könnte.

Ehemaligen Vorstand der Markt- und Kühlhallen AG (MuK) für den Aufbau distributionsbezogener Beteiligungen an Bord geholt?

Sicherlich sollte aber noch erwähnt werden, dass es für die JAG sehr viel Sinn machen würde, zur Sicherung potentieller langfristiger Mieter oder zur vertikalen Integration im Logistikbereich Partnerschaften, Joint Ventures oder langfristige Beteiligungen einzugehen. Die hierfür nötige Expertise hat sich Herr Blum in Gestalt von Herrn Dix in den Vorstand (Ressort Finanzen und Controlling) geholt.

Herr Dix war lange Jahre für die Markt- und Kühlhallen AG (nachfolgend MuK) im Vorstand und weiteren Managementfunktionen tätig und hat auch danach in distributionsintensiven Branchen gewirkt. Insbesondere die ehemalige Tätigkeit des Herrn Dix bei der MuK, einem marktführenden Logistikunternehmen, das schon seit Jahren in Insiderkreisen für seinen immens werthaltigen Immobilienbestand bekannt ist, sorgt für zusätzliche Phantasie.

Der Macher und Großaktionär (ca. 90% der Anteile) bei der MuK, Herr Alfons Doblinger, scheint aber keine Anstalten zu machen, diesen „Schatz" zu heben, und so warten zahlreiche Grundstücke in innenstadtnahen Lagen Berlins, Hamburgs, Frankfurts, Münchens usw. auf ihre Entwicklung. Obwohl Doblinger mit seiner ebenfalls börsennotierten Gesellschaft Dibag, einer hoch kapitalisierten Projektentwicklungsgesellschaft, über ein Vehikel zur Entwicklung solcher Flächen verfügen würde, ist es nur zu einzelnen Verkäufen gekommen, nie aber zu eigener Entwicklung.

Da die MuK-Grundstücke aufgrund ihrer guten Lagen hervorragende Logistikstandorte abgeben würden, könnte sich für die JAG unter Mitwirkung von Herrn Dix ein Ansatzpunkt zu einer Kooperation ergeben. Problematisch ist die in der Branche berüchtigte „Kautzigkeit“ des Herrn Doblinger, die ihn dem Hörensagen nach zum schwierigen und unberechenbaren Geschäftspartner machen soll.

Durch Bauwerk-Beteiligung Zugriff auf wertvolle Know-how-Träger

Die JAG hat es geschickt verstanden, sich ein Netzwerk von „Informanten" aufzubauen, die bei sich bietenden An- und Verkaufsgelegenheiten entsprechende Hinweise geben. Einen besonders guten Ruf über die Grenzen Hamburgs hinaus hat sich hierbei die die von den beiden Brüdern Wolfgang und Klaus-Dieter Bohn geführte Bauwerk AG erworben, an der sich die JAG mit 51% beteiligen wird und die im Vorgriff darauf bereits im Dezember 2000 einen Beschluss der außerordentlichen Hauptversammlung vom 26. April 2000 umgesetzt hat, das Grundkapital von 100 auf 200 TDM zu erhöhen, eingeteilt in 20.000 Stück (nennwertlose) Namensaktien. Die 10.000 jungen Aktien wurden zu je 75 DM ausgegeben, womit die Bauwerk mit mindestens 1,5 Mio. DM bewertet ist.

Die Brüder Bohn (Klaus-Dieter betreut ab Januar 2001 im Vorstand der JAG den Bereich Projektentwicklung) verfügen über anerkannt gute Kontakte zu den potentiellen An- und Verkäufern von Grundstücken, die für eine Bestandsentwicklung infrage kommen. Schon seit einigen Jahren entwickeln und veräußern sie mit der Gesellschaft IBB Immobilien-Büro Bremen GmbH & Co. KG (kurz IBB) erfolgreich Teile des von der WCM in Bremen erworbenen Wohnungsbestandes der Beamten-Baugesellschaft Bremen GmbH.

Hartnäckig halten sich Gerüchte in der Branche, dass sich bereits andere große Immobilienkonzerne die Dienste der Bauwerk-Macher sichern wollten. Dass es jetzt Herrn Blum von der JAG gelungen ist, sich diese Beteiligung sowie die leitende Mitarbeit im Vorstand des Herrn Klaus-Dieter Bohn zu sichern, zeigt auch das Zutrauen dieser Experten in die Perspektiven der JAG.

Die IBB gehört übrigens neben Herrn Wolfgang Bohn zwei weiteren, Lesern von GSC nicht gerade unbekannten Hamburgern, nämlich Herrn Philip Fraser Moffat und Herrn Dr. Olaf Christian Hein von der Sparta AG, zu ca. je einem Drittel. Da Herr Wolfgang Bohn seinerseits seit Ende 1999 Geschäftsführer der Meridian Immobilien GmbH, Projektentwicklungsgesellschaft der Firmengruppe Club Meridian Company, einem der ambitioniertesten Fitness- und Wellness-Anbieter in Norddeutschland, ist und Gerüchte über ein Mantelgeschäft der Sparta AG mit einem Fitness- und Wellnessanbieter seit Mitte 2000 kursieren, liegt die Vermutung nahe, dass die Bauwerk AG und damit auch die JAG von einer Expansion der Meridian profitieren würde.

Über das Netzwerk Bauwerk AG, Sparta AG scheinen sich also perspektivisch Chancen für die JAG zu ergeben, vielleicht ja auch in Verbindung mit einem weiteren mit Spannung erwarteten Mantelgeschäft der Sparta AG, im Zuge dessen eine größere Berliner Wohnungsbaugesellschaft mittels Mantelkauf an die Börse begleitet werden soll.

Kontakte zur TAG Tegernseebahn Immobilien und Beteiligungs AG?

Im letzten Aktionärsbrief der Jeserich AG vom Dezember 2000 wurde von der Öffentlichkeit nahezu unbemerkt vermeldet, dass die JAG ab sofort die Dienste der Hamburger Wirtschaftsprüfungssozietät Schröder, Nörenberg & Partner in Anspruch nimmt, die ja bereits die „alte" RSE sowie neuerdings auch die TAG Tegernseebahn Immobilien und Beteiligungs AG (nachfolgend TAG) betreut.

Da Schröder & Partner sich nicht gerade durch ihre Marktgröße auszeichnet und unseres Wissens auch keine Mandate im Sparta- bzw. WCM-Umfeld betreut, liegt die Vermutung auf der Hand, dass hier ein Kontakt über Dr. Lutz Ristow zustande gekommen ist – sonst würde eine angestammte Kölner Gesellschaft, die über enge Kontakte zur Sparta AG verfügt (Herr Moffat sitzt im Aufsichtsrat der JAG), die ja bekanntlich auf die Hamburger Sozietät Hanse Partner schwört, kaum ein Mandat in diese Richtung vermelden.

In Hamburg halten sich zudem Gerüchte, dass die JAG versuchen soll, die Stellenvakanz im äußerst wichtigen Investor Relations Bereich mit Herrn Edmond Cao-Van-Hoa, dem kosmopoliten und im Immobilienmarketing äußerst erfahrenen ehemaligen Ristow-Assistenten, zu besetzen.

In der Tat würde eine solche Allianz für beide Seiten durchaus Sinn machen, da beide Unternehmen relativ klein im Immobilienmarkt sind und sich strategische Partner suchen müssen, von denen sie profitieren und denen sie vertrauen können. Die kürzlich vereinnahmte JUS-Gruppe (ehemals Jürgen Schneider) aus Leipzig hat kaum Kontakte im Westen der Republik und dort auch keine Projekte durchgeführt, so dass die TAG hier bei einer Partnersuche mit der JAG fündig werden könnte.

Ein weiterer nicht zu unterschätzender Aspekt für die TAG, die sich ja auch auf den Ankauf mit anschließender Sanierung von Wohnungsbeständen konzentrieren möchte, liegt darin, dass Herr Heribert Bastians, Aufsichtsratsvorsitzender der JAG, nicht nur ehemaliger Direktor der Kölner Stadtsparkasse ist, sondern ebenfalls in 1997 Vorstand der Gemeinnützigen AG für Wohnungsbau, Köln (kurz GAG) war und als relevante Größe im Kölner Raum sowohl bei der Kölner Stadtsparkasse als Großaktionär der GAG als auch bei der GAG selbst immer noch die wichtigen Entscheider kennt – „Nachtigall, ick hör Dir trapsen...?"

Ein weiterer positiver Aspekt für die TAG ist in der Tatsache begründet, dass die JAG, insbesondere Herr Blum, über hervorragende Kontakte in die Schweiz verfügt. Da die Verhandlungen über eine Beteiligung an der Schweizer Maag laut einem Artikel in Finanz und Wirtschaft vom 13. Dezember 2000 aufgrund unterschiedlicher Preisvorstellungen ohne Ergebnis blieben, könnten diese Kontakte für Herrn Ristow und die TAG von Interesse sein, weitere interessante Immobilienbeteiligungen in der Schweiz für die TAG zu erschließen, wo der Markt auch nach den großen IPO`s bzw. Übernahmen in 2000...

- Swiss Prima Site (Credit Swiss und Winterthur Versicherung): IPO April 2000
- Allreal Holding (u.a. Örlikon Bührle Immobilien AG): IPO März 2000
- PSP Swiss Property AG (Zürich Financial Services): IPO März 2000
- Züblin Immobilien AG: Übernahme durch European City Estates, NL

...noch genügend Raum für weitere potentialstarke Immobilien-AGs zu haben scheint, die anders als in Deutschland überwiegend aus relativ gesunden und finanzstarken „Old Economy"-Branchen hervorgehen und dem Branchenprimus, der Intershop Holdings von Martin Ebener, nacheifern. Für die JAG würde eine Kooperation mit der TAG erhebliche Chancen mit sich bringen, da der Aufsichtsrat der TAG, Herr Ristow, über unschätzbar wertvolle Kontakte zu An- und Verkäufern größerer Immobilienportfolios verfügt und gegebenenfalls gemeinsame Investitionsprojekte angestrengt werden könnten.

Erwerb weiterer Beteiligungen mit diskreter Hilfe der SGA denkbar

Derzeit sind keine weiteren Beteiligungen der JAG bekannt, wobei sich im Moment gute Einstiegsmöglichkeiten bei einigen unterbewerteten Gesellschaften ergeben würden. Hier darf man sich überraschen lassen, ob die JAG im Vorfeld des Secondary Placements die eine oder andere Immobilienbeteiligung bekannt gibt. Sinnvoll wäre in jedem Fall eine Beteiligung an der bereits erwähnten Detmolder AREAL, die ganz ähnliche Geschäftsfelder wie die JAG abdeckt, jedoch auch das Problem der geringen Finanzkraft und Unternehmensgröße hat. Die Bündelung der Kräfte könnte hier von Vorteil sein.

Bei der Anbahnung solcher Kontakte könnte auch die Schweizer SGA Gesellschaft für Aktienhandel und Research AG (nachfolgend SGA) behilflich sein, die an der JAG mit ca. 1,5% beteiligt ist und dem Vernehmen nach ein ebenso diskreter wie aktiver Investor ist, dem das Wohl seiner Beteiligungen offensichtlich sehr am Herzen liegt. Die „Macher" der SGA, unter anderem Reto A. Garzetti, Markus Eugster, Guido Sturzenegger und Jürg Kohler, verfügen nicht nur in der Schweiz über sehr nützliche Verbindungen, sondern stehen auch in besten Kontakten zu den berühmten Hamburger Kaufleuten.

In der Schweiz erwarb sich die SGA zuletzt durch die Betreuung der Axantis, um die in der Schweiz gerade eine wahre Übernahmeschlacht tobt, und der Betreuung mehrerer Finanzierungsrunden inklusive Börsengang des Medizintechnikunternehmens Jomed (notiert am Schweizer SWX New Market) Anerkennung.

In Deutschland sind die SGA Direktoren bzw. Großaktionäre Markus Eugster und Jürg Kohler, ehemalige Mitarbeiter der Commcept Ltd., Zürich, in bester Hamburger Alsterlage durch die CommTrust Wertpapierhandelsbank AG (u.a. M&A-Beratung, Investor Relations und Emissionsberatung) vertreten, die aus der Commtrust Portfolio-Management AG hervorgegangen ist.

Für die JAG sind solche Kontakte von unschätzbarem Wert, da mit Hilfe dieser Wege a) ein Investorenkreis erschlossen werden kann, der zur Aufnahme größerer Pakete in der Lage ist und b) über den gegebenenfalls auch Immobilienobjekte lanciert werden könnten.

3.) Bewertung der Jeserich AG

Deutliches Kurspotential bei Erreichen der gesteckten Ziele

Die Debatte über ein stringentes und allgemein anerkanntes Bewertungsverfahren von Immobilien-AGs wird schon seit einigen Jahren relativ erfolglos geführt. Obwohl die DVFA eine hochkarätig besetzte Arbeitsgruppe „Immobilien" lanciert hat, konnte noch kein Bewertungsstandard für diese Branche entwickelt werden. Hauptproblem ist nach wie vor die Behandlung der Immobilienverkäufe, die gemäß DVFA-Systematik normalerweise als außerordentlicher Gewinn verbucht werden müssen.

Bei Immobilien-AGs gehören zwar Immobilienverkäufe zum Kerngeschäft, dennoch wird derzeit über Quoten vom Umsatzerlös, die Immobiliengesellschaften als ordentlicher Ertrag zugestanden werden, diskutiert. Als mögliche Lösung des Bewertungsproblems wird als Substanzwertkennziffer der „Nettoinventarwert“ (Net Asset Value = NAV) angeboten.

Der NAV bildet gewissermaßen den „Zerschlagungswert" oder „Liquidationswert" einer Gesellschaft ab. Bereits die Wahl der Begriffe deutet die Hauptkritik am NAV an, bietet sich das Szenario einer Liquidation doch nicht unbedingt an, den Wert eines Unternehmens positiv darzustellen, zumal ein Verkauf unter Zeitdruck oder in großen Paketen hohe Abschläge nach sich zieht, die den als Summe von Einzelwerten aggregierten Gesamtwert in Frage stellt. Daneben können bei dieser Zeitpunktbetrachtung die langfristigen Managementstrategien oder sonstige „weichen" wertbildenden Faktoren nicht berücksichtigt werden.

Das im Bereich Immobilien-AGs stark engagierte Bankhaus Ellwanger & Geiger stellt in seiner neusten Studie zu einem Einzelwert das sogenannte 3-F-Modell vor, das in Ergänzung zum NAV zur Anwendung kommt und die Bereiche **F**antasie (unternehmerische Strategie), **F**okus (klare strategische Ausrichtung) und **F**inanzierungsstruktur (EK-Quote, Free-Float) im Form von Ab- und Zuschlägen berücksichtigt. Der Ansatz ist vielversprechend, wobei der Trend generell hin zu ergebnisorientierten oder neuerdings Cash-Flow-Kennziffern geht, also mehr Gewicht auf die Beurteilung von Multiples innerhalb definierter Peer Groups und besonders von Cash-Flow-Größen (DCF-Modell) gelegt wird.

Der Verfasser ist hier grundsätzlich der Meinung, dass man bei der Analyse von Immobilien-Unternehmen *keine* branchenspezifischen Kennziffern oder Bewertungsschemata entwickeln und verwenden sollte, weil dadurch die ohnehin wenig analysierten Immobilien-AGs noch mehr ins Abseits geraten und auf noch weniger Verständnis bei Privat- und institutionellen Anlegern treffen würden.

In Bezug auf die Auswahl des Bewertungsverfahrens soll über die oben bereits genannten allgemeinen Gründe gegen eine NAV-Bewertung hinaus, das Verfahren aus den folgenden Gründen bei der JAG nicht zur Anwendung kommen:

- JAG erzielt Erträge mit abnehmender Tendenz aus der Bestandshaltung,
- Projektentwicklungserträge für Dritte würden beim NAV gar nicht erfasst,
- es ist eine kurze Haltedauer der Objekte geplant,
- nicht börsennotierte Beteiligungen, die kaum bewertbar sind (strategische Bedeutung überwiegt finanzielle Bedeutung), bestehen bzw. sind geplant
- das Geschäft der JAG ist netzwerkorientiert, was sich schwer bewerten lässt

Abschließend lässt sich festhalten, dass die NAV-Bewertung dynamische junge Immobilienunternehmen stark benachteiligt, da diese nicht die Chance hatten, über Jahrzehnte hinweg einen Immobilienbestand aufzubauen, in dem jeweils hohe stille Reserven vermutet werden, welche die traditionellen Unternehmen jedoch nicht zu heben in der Lage sind.

Multiple-Bewertung und Peer-Groups im Fall JAG kaum geeignet

Hauptproblem dieses Bewertungsverfahrens ist die Konzentration auf Ergebnisperioden als Bewertungsmaßstab. Gegen die Anwendung von Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung sprechen bei der JAG insbesondere folgende Argumente:

- die Jeserich AG wird weniger als die Hälfte des Gewinns aus periodischen Erträgen erzielen,
- das Geschäft der Projekt- und Bestandsentwicklung lässt sich nicht auf Jahresperioden beziehen,
- das starke geplante Wachstum der JAG würde durch Multiplikatoren zu wenig honoriert,
- die KGV`s der Peer-Group-Unternehmen schwanken extrem und weisen keinen gemeinsamen Trend aus, weswegen sie wenig zur Beurteilung taugen.

Insbesondere der letzte Punkt lässt sich gut in der Realität messen; dazu sind nachfolgend die KGV's einiger Immobilien-AGs dargestellt:

Unternehmen	KGV 1999	KGV 2000e	KGV 2001e
Jeserich AG	36	71	34
GBH AG	26	24	22
Harpen AG	46	42	40
Bau-Verein AG	8	7	6
RSE	25	20	18
HBAG	15	8	6
IVG	27	23	20
GBWAG	21	20	18

(Stand: 31.12.2000)

Besonders in Phasen hohen Wachstums gesteht der Finanzmarkt den Immobilien-AGs offensichtlich hohe KGV's zu. So wies RSE zum Teil dreistellige KGV's auf ihrem Weg zur Kursverzehnfachung auf, die nicht nur durch Kursschwankungen häufig sprangen, sondern auch durch Kapitalmaßnahmen (Erhöhungen, Gratisaktien), wodurch eine Bewertung erheblich erschwert wird.

Die gewaltige Streuung der zugestandenen KGV's in der obigen Tabelle ist unseres Erachtens nicht das realistische Abbild der wirtschaftlichen Situation der einzelnen Gesellschaften, sondern Ergebnis von individuellen Problemen und mutmaßlichen Schwächen, wie beim Bau-Verein die problematische Aktionärsstruktur mit einem in Deutschland einflusslosen Großaktionär, der offensichtlich keinerlei positive Wirkung auf die Gesellschaft selbst entfalten kann.

Der IVG als sehr großen und unbeweglichen Gesellschaft wird immer noch ein KGV von rund 20 zugestanden, obwohl hier ein Großteil der Wachstumsstory schon gelaufen ist; dazu kommt noch die unsichere Perspektive mit dem Mehrheitsaktionär WCM, was sicherlich die Handlungsfähigkeit einschränkt. Auch einer Harpen AG, die im Immobiliengeschäft wirklich keine große Rolle spielt, wird ein KGV von durchgehend über 40 zugestanden, während Substanzriesen wie die GBWAG nur mit der Hälfte bewertet werden.

Bei der JAG ist das KGV scheinbar ebenfalls überdurchschnittlich hoch, was aber durch einige Sonderfaktoren leicht erklärbar ist. Erstens steht die JAG erst am Beginn ihres Wachstumspfades, zweitens ließen die jüngsten Kapitalmaßnahmen die Zahl der Aktien steigen, wodurch die Bewertungsbasis schlechter wurde, und drittens belastet die bevorstehende „große" Kapitalerhöhung die Ertragskraft der JAG, da bis 1.1.2001 nur ein Vorstand für das strategische und operative Geschäft zur Verfügung stand.

Dies vorausgeschickt dürfte deutlich werden, dass eine multiplikatorgestützte Bewertung allenfalls als Bewertungshilfe hinzugezogen werden kann, jedoch nicht die Auseinandersetzung mit der Zukunft der zu bewertenden Unternehmen zu ersetzen vermag.

Allgemeines zur Bewertung nach dem DCF-Modell

Der DCF-basierten Unternehmensbewertung liegt das Grundprinzip „der Wert einer Unternehmung entspricht dem Wert aller zukünftig anfallenden Zahlungsströme als Folge des unternehmerischen Geschehens“ zugrunde. Die aus dem betriebswirtschaftlichen Handeln heraus generierten Zahlungsflüsse, über die frei disponiert werden kann, entscheiden somit über den Unternehmenswert. Dieses Modell wird der wirtschaftlichen Handlungsweise von Immobilien-AGs dadurch gerecht, dass ein längerer Zeitraum betrachtet wird, in welchem der Unternehmung die Chance zugebilligt wird, ihre Wertschöpfungsfähigkeit nachhaltig unter Beweis zu stellen.

Die Schwierigkeit beim DCF-Modell liegt darin, die Schätzparameter über einen Zeitraum von mindestens 5 Jahren hinreichend genau schätzen zu können und Risiken ausreichend zu berücksichtigen. Dazu kommen noch die unbeeinflussbaren Marktparameter, wie Steuern und Zinsen, die ein DCF-Modell in Frage stellen können. Der Verfasser ist jedoch der Meinung, dass es zur Aufgabe und Qualifikation eines Finanzvorstandes gehören muss, „sein" Unternehmen so gut einschätzen zu können, dass realistische Planzahlen antizipiert werden können.

Die künftig anfallenden Zahlungsströme werden mit einem Zinssatz diskontiert, der von den unterschiedlichen Kapitalgebern erwartet wird. Das Risiko der Kapitalgeber, sich an einer Unternehmung zu beteiligen, wird damit im Zinssatz und in keiner anderen Größe berücksichtigt.

Anwendung des DCF-Modells auf die JAG zeigt Potential auf

Aufgrund der Absicht, dass Fremdkapital möglichst realistisch in das Modell zu integrieren, wird der sogenannte Bruttoansatz gewählt, wo zunächst der Wert des Gesamtwertes der Unternehmung bestimmt wird, von welcher dann das Fremdkapital in Abzug gebracht wird.

Schritt 1: Bestimmung des Diskontierungszinssatzes
(WACC – weighted average cost of capital)

Gesamtmarktrendite	1	11,6%	15 Jahre Durchschnittsrendite CDAX
Risikolose Rendite	2	6,8%	10 Jahre Durchschnittsrendite deutscher Bonds
Marktrisikoprämie	3	4,8%	(1) minus (2)
Risikolose Rendite	2	6,8%	10 Jahre Durchschnittsrendite deutscher Bonds
Beta Faktor	4	0,7	Risikoreiches Geschäft (Projektentwickl./Handel)
Risikoprämie JAG	5	3,4%	(3) mal (4)
WACC (vor Steuern)	6	10,2%	(2) plus (6)
Steuersatz	7	3,2%	pauschal 32%
WACC (nach Steuern)	8	7,0%	(6) minus (7)

Schritt 2: Entwicklung der Planbilanzen, Plan-GuV's sowie Herleitung der daraus resultierenden „Free-Cash-Flows" für die Jahre 2000 bis 2005

Grundannahmen:

- Kapitalerhöhung in Q2/01 wird zu 12 Euro/Aktie voll platziert (2,5 Mio. Aktien)
- Thesaurierung der Gewinne (Ausnahme 2000; Senkung Verbindlichkeiten)
- Beteiligungen der JAG schütten jeweils Dividende aus
- EK-Quote soll um 30% liegen (sichere Finanzierung der Projektentwicklungen)
- Objekte werden sowohl im Anlage- wie auch im Umlaufvermögen gehalten
- FK-Zinsen werden mit 6 bis 6,5% kalkuliert
- Steuerquote ab 2001 liegt bei ca. 30 bis 35 %
- einfache „Free-Cash-Flow-Definition" (siehe Tabelle „DCF-Berechnung")
- keine weiteren Kapitalmaßnahmen im Betrachtungszeitraum statt
- es werden schnell renditestarke Objekte gefunden
- pro Jahr werden 10 bis 20% des Bestandes bewegt
- Aufwand steigt unterproportional (Economies of Scale)

(alle Angaben in Tausend Euro)

Cash-Flow 1999 bis 2005	1999	2000e	2001e	2002e	2003e	2004e	2005e
Umsatzerlöse							
aus Vermietung	5.059	6.300	7.500	9.900	10.800	12.900	14.100
aus Verkäufen	4.115	2.500	2.500	7.500	10.500	14.000	16.000
aus Projektentwicklung	0	0	800	1.250	1.700	2.000	3.500
Beteiligungserträge	0	0	300	900	1.200	1.400	1.800
Gesamt Umsatzerlöse	**9.174**	**8.800**	**11.100**	**19.550**	**24.200**	**30.300**	**35.400**
Aufwand							
Materialaufwand	1.956	1.800	2.000	3.000	3.500	3.800	4.000
Personalaufwand	638	700	950	1.200	1.400	1.500	1.700
sonstiger Aufwand	0	300	600	1.100	1.300	1.500	1.700
Gesamt Aufwand	**2.594**	**2.800**	**3.550**	**5.300**	**6.200**	**6.800**	**7.400**
EBITDA (operatives Ergebnis)	**6.581**	**6.000**	**7.550**	**14.250**	**18.000**	**23.500**	**28.000**
Abschreibungen	1.942	1.800	2.500	3.850	4.400	5.000	5.500
EBIT (Betriebsergebnis)	**4.638**	**4.200**	**5.050**	**10.400**	**13.600**	**18.500**	**22.500**
Einkommenssteuer	726	735	838	1.513	2.650	3.538	4.250
sonstige Steuer (Gewerbe)	156	160	160	320	600	670	700
Steuern gesamt	**882**	**895**	**998**	**1.833**	**3.250**	**4.208**	**4.950**
EBI (Ergebnis vor Zinsen)	**3.756**	**3.305**	**4.052**	**8.567**	**10.350**	**14.292**	**17.550**
+ Abschreibungen	1.942	1.800	2.500	3.850	4.400	5.000	5.500
+ kurzfristiges Umlaufvermögen	2.088	4.618	9.060	5.988	6.789	7.532	8.332
- kurzfristige Verbindlichkeiten	-4.807	-5.000	-5.975	-9.713	-5.875	-7.113	-4.975
Free Cash Flow	**2.980**	**4.723**	**9.637**	**8.692**	**15.664**	**19.711**	**26.407**

Schritt 3: Herleitung des Unternehmenswertes

	2000e	2001e	2002e	2003e	2004e	2005e
Free Cash Flow	4.723	9.637	8.692	15.664	19.711	26.407
Jahr	1	2	3	4	5	6
Abzinsungsfaktor	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71	0,67
DCF-Teilwerte	**4.414**	**8.417**	**7.095**	**11.950**	**14.054**	**17.596**

Summe DCF 2000 bis 2005: 63,526 Mio. Euro
Endwert ab 2005: 234,928 Mio. Euro

Unter Anwendung des WACC der JAG in Höhe von 7% ergibt sich ein Wert von zunächst 298 Mio. Euro für die JAG, von dem die Verbindlichkeiten in Höhe von 37 Mio. Euro abzuziehen sind. Damit ergibt sich ein Gesamt-Unternehmenswert von 261 Mio. Euro, was bei 7,75 Mio. Aktien etwa 33,75 Euro je Aktie entspricht.

Fazit und Anlageempfehlung

Das DCF-Modell verdeutlicht die Chancen der JAG, mit einem überaus dynamischen Management, einer langfristig ausgerichteten Wachstumsstrategie und starken Partnern eine hohe Unternehmensbewertung zu erreichen. Die Steigerung der Bilanzsumme von knapp 50 Mio. Euro in 2000 auf ca. 186 Mio. Euro in 2005 erscheint beim Vergleich mit ähnlichen Unternehmen realistisch.

Die Finanzierungsstruktur mit ca. 1/3 Eigenkapital ist vor dem Hintergrund des gegenüber reinen Bestandshaltern risikoreicheren Geschäftes nicht zu hoch und ermöglicht dennoch die Aufnahme erheblicher Fremdmittel, die man über die guten Bankenkontakte auch künftig zu günstigen Konditionen bekommen sollte.

Die Aufnahme von ca. 2/3 Fremdkapital bei der Finanzierung der Immobilien ermöglicht ein gutes Ausnutzen des „Leverage-Effektes", wodurch von 2003 bis 2005 mit größter Wahrscheinlichkeit EK-Renditen von über 10% erzielt werden können, bezogen auf den Jahresüberschuss. Die niedrigeren Renditen zwischen 3,7 und 7,0% in 2001 und 2002 sind auf die erst später durchschlagenden Investitionen des Mitte 2001 vereinnahmten Kapitals zurückzuführen.

Bezogen auf den EBITDA (operatives Ergebnis) werden steigende Umsatzrenditen zwischen 68% (2000) über 75% (2003) bis 79% (2005) erzielt, die die „Economies of Scale" bei der Gebäudebewirtschaftung und dem sonstigen Aufwand widerspiegeln. Die Voraussetzung hierfür ist jedoch die Hinwendung zu einem konsequenten Vertragsmanagement, das ein Maximum an Nebenkosten an die Mieter weiterleitet. Die jährlichen Wachstumsraten liegen in keiner Periode über 80% und erreichen im Durchschnitt von 2000 bis 2005 ca. 45%, die unter den oben genannten Wachstumsbedingungen im Bereich des Erzielbaren liegen.

Hierbei wird nochmals deutlich, wie wichtig für ein kapitalintensives Immobilienunternehmen das Finanzmanagement ist und woran es bei den meisten Unternehmen der Branche hapert. Hier muss die JAG über das neu geschaffenen Vorstandsressort neue Standards setzen.

Als Abschluss bleibt festzuhalten, dass die JAG ein Immobilienunternehmen ist, das unseres Erachtens an der Schwelle zu einem nachhaltigen Wachstumspfad steht, der zwar durch zahlreiche Risiken (siehe SWOT-Analyse) steinig sein wird, aber steil verlaufen kann, wenn es gelingt, die Marktteilnehmer, Analysten und vor allem Anleger immer wieder aufs Neue von der eigenen Leistungsstärke zu überzeugen. Gerade in diesem letzten Punkt setzt der Verfasser großes Vertrauen in die Jeserich AG, denn es gilt immer noch die alte Regel: „Geld sucht Transparenz" – und die sollte es bei der JAG finden.

Anhang I: Planbilanzen der Jeserich AG von 2000 bis 2005

Alle Angaben in TEUR

	AKTIVA	1999	2000e	2001e	2002e	2003e	2004e	2005e
A.	**Anlagevermögen**							
I.	Bauten, Grundstücke	45.644	45.000	63.500	76.000	85.000	90.000	100.000
II.	Finanzanlagen	0	0	1.500	5.000	7.500	15.000	20.000
B.	**Umlaufvermögen**							
I	Grundstücke / Bauten	0	0	32.500	55.000	45.000	55.000	58.000
II	Forderungen und sonstiges	860	1.250	3.000	2.500	3.000	3.000	3.200
III	Bank / Kasse	1.228	3.368	6.060	3.488	3.789	4.532	5.132
C.	**Rechnungsabgrenzung**	179	0	0	0	0	0	0
	Summe Aktiva	**47.911**	**49.618**	**106.560**	**141.988**	**144.289**	**167.532**	**186.332**

	PASSIVA	1999	2000e	2001e	2002e	2003e	2004e	2005e
A.	**Eigenkapital**							
1.	Gezeichnetes Kapital	1.074	5.250	7.750	7.750	7.750	7.750	7.750
2.	Kapitalrücklage	3.886	3.000	27.500	27.500	27.500	27.500	27.500
3.	Gewinnrücklagen gesetzl.	511	511	511	511	511	511	511
4.	Gewinnrücklagen sonstige	0	0	189	249	500	500	750
5.	Bilanzgewinn/-verlust	832	2.207	1.585	5.465	11.653	22.458	35.146
	Summe EK	**6.303**	**10.968**	**37.535**	**41.475**	**47.914**	**58.719**	**71.657**
B.	**Rückstellungen**							
	Steuerrückstellungen	723	700	900	1.400	1.700	2.000	2.500
	sonstige Rückstellungen	867	900	1.000	1.400	1.500	1.600	2.000
	Summe Rückstellungen	**1.591**	**1.600**	**1.900**	**2.800**	**3.200**	**3.600**	**4.500**
C.	**Verbindlichkeiten**							
1.	ggü. Kreditgebern	38.491	36.000	65.975	96.213	91.375	103.113	105.975
	langfristige Verbindlichk.	*33.684*	*31.000*	*60.000*	*86.500*	*85.500*	*96.000*	*101.000*
	kurzfristige Verbindlichk.	*4.807*	*5.000*	*5.975*	*9.713*	*5.875*	*7.113*	*4.975*
2.	aus Lieferungen/Leistungen	313	300	350	500	600	700	1.200
3.	Sonstige	758	750	800	1.000	1.200	1.400	3.000
	Summe Verbindlichkeiten	**39.563**	**37.050**	**67.125**	**97.713**	**93.175**	**105.213**	**110.175**
D.	**Rechnungsabgrenzung**	455	0	0	0	0	0	0
	Summe Passiva	**47.911**	**49.618**	**106.560**	**141.988**	**144.289**	**167.532**	**186.332**
	EK-Rendite	28,6%	12,5%	3,7%	7,0%	10,2%	14,2%	15,5%
	EK-Quote	13,2%	22,1%	35,2%	29,2%	33,2%	35,0%	38,5%

Anhang II: Plan-GuV der Jeserich AG von 2000 bis 2005

Alle Angaben in TEUR

GuV 1999 bis 2005	1999	2000e	2001e	2002e	2003e	2004e	2005e
	TEUR						
Umsatzerlöse							
aus Vermietung	5.059	6.300	7.500	9.900	10.800	12.900	14.100
aus Verkäufen	4.115	2.500	2.500	7.500	10.500	14.000	16.000
aus Projektentwicklung	0	0	800	1.250	1.700	2.000	3.500
Beteiligungserträge	0	0	300	900	1.200	1.400	1.800
Gesamt Umsatzerlöse	**9.174**	**8.800**	**11.100**	**19.550**	**24.200**	**30.300**	**35.400**
Aufwand							
Materialaufwand	1.956	1.800	2.000	3.000	3.500	3.800	4.000
Personalaufwand	638	700	950	1.200	1.400	1.500	1.700
sonstiger Aufwand	0	300	600	1.100	1.300	1.500	1.700
Gesamt Aufwand	**2.594**	**2.800**	**3.550**	**5.300**	**6.200**	**6.800**	**7.400**
EBITDA (operatives Ergebnis)	**6.581**	**6.000**	**7.550**	**14.250**	**18.000**	**23.500**	**28.000**
Abschreibungen	1.942	1.800	2.500	3.850	4.400	5.000	5.500
EBIT (Betriebsergebnis)	**4.638**	**4.200**	**5.050**	**10.400**	**13.600**	**18.500**	**22.500**
Finanzergebnis	1.953	1.930	3.000	6.100	6.300	6.500	6.800
EBT (Ergebnis gew. Geschä.tätigk.)	**2.685**	**2.270**	**2.050**	**4.300**	**7.300**	**12.000**	**15.700**
Einkommenssteuer	726	735	513	1.075	1.825	3.000	3.925
sonstige Steuer (Gewerbe)	156	160	160	320	600	670	700
Steuern gesamt	**882**	**895**	**673**	**1.395**	**2.425**	**3.670**	**4.625**
Jahresüberschuß	**1.803**	**1.375**	**1.378**	**2.905**	**4.875**	**8.330**	**11.075**
Gewinn-/Verlustvortrag	-552	832	2.207	2.560	6.778	14.128	24.071
außerordentl. Aufwendungen	0	0	2.000	0	0	0	0
Bilanzgewinn/-Verlust	**1.252**	**2.207**	**1.585**	**5.465**	**11.653**	**22.458**	**35.146**
Gewinn/Aktie in Euro	0,36	0,28	0,18	0,39	0,65	1,11	1,48
KGV (Kursbasis 12,5 Euro)	36	47	71	34	20	12	9

Quellenverzeichnis

AREAL Immobilien und Beteiligungs AG, Geschäftsbericht, 1999
Bauverein zu Hamburg, Geschäftsbericht, 1999
Bankhaus Ellwanger & Geiger, Studie GB/AG, 2000
Creditreform, diverse Kurzprofile, 1996 bis 2000
Deutsche Bank AG, “Swiss Real Estate – a sector evolves", 2000
Die Handelszeitung, Zeitungsartikel
DIE WELT, diverse Zeitungsartikel 1999 und 2000
Finanz und Wirtschaft, Zeitungsartikel vom 13.12.2000
GSC Research, HV-Bericht Jeserich AG, 2000
GSC Research, Analyse AREAL, 1999
Handelsblatt, diverse Zeitungsartikel 1999 und 2000
Handelsregister, diverse Auszüge, 1996 bis 2000
IBB – BBG, „Der Schlüssel zum Eigentum" – Broschüre zum Eigentumserwerb, 1997
Immobilienzeitung, diverse Zeitungsartikel 1999-2000
Jeserich AG, Aktionärsbrief, 6. Dezember 2000
Jeserich AG, Einladung ordentliche Hauptversammlung am 4. August 2000
Jeserich AG, Geschäftsbericht, 1999
Jeserich AG, Information über die Kapitalmaßnahmen, Juni 2000
Jeserich AG, Telefonat mit Vorstand Herrn Blum, Ende 2000

Kontaktadresse

Jeserich AG
Widdersdorfer Strasse 190
50825 Köln-Ehrenfeld

Tel.: 0221 / 54961 - 0
Fax: 0221 / 54961 - 20

Email: kontakt@j-ag.de
Internet: www.j-ag.de

Allgemeine Hinweise

Jedes Investment in Aktien ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann im schlimmsten Fall bis zum Totalausfall führen. Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Die Studie ist teilweise eine subjektive Betrachtung bzw. Einschätzung des Autors und beruht auf Quellen, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für Fehler jeglicher Art kann dennoch keine Haftung übernommen werden. Zahlen, Daten und Fakten stammen großteils aus Unternehmensangaben. Der interessierte Anleger ist nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren, bevor er eine Anlageentscheidung trifft. Die genutzten Quellen sind im obigen Quellenverzeichnis angeführt.