

VIB Vermögen

Eklatanter Abschlag auf den Nettoinventarwert zeigt massive Unterbewertung

Immobilienaktien zählten in den vergangenen zwölf Monaten vor dem Hintergrund der tobenden Finanzkrise nicht gerade zu den Börsenlieblingen. Eine Ausnahme bildet die VIB Vermögen, die dank konservativer Geschäftspolitik besser dasteht als je zuvor. Mit einem Abschlag von 40 % auf den Nettoinventarwert von € 11.46 per 30.06.2009 sowie einem KGV 2009e von 9.7 ist die VIB-Aktie trotz der Kursverdoppelung seit März 2009 keinesfalls überbewertet.

Die VIB Vermögen AG ist eine mittelständische Immobilienholding mit Investitionsfokus auf gewerbliche Immobilien in Süddeutschland. Dabei entwickelt die Gesellschaft Immobilien für das eigene Portfolio und kauft auch Bestandsimmobilien. Sie agiert als Bestandhalter, der sich ab und zu auch einmal von einer Immobilie trennt. Im Februar 2009 verkaufte die Gesellschaft ein Hotel in Ingolstadt für € 2 Mio.

Per 30.06.2009 umfasste das Immobilienportfolio des VIB-Konzerns 83 Logistikimmobilien und Industrieanlagen, Shopping- und Fachmarktzentren sowie Gewerbe- und Dienstleistungszentren mit einer vermietbaren Gesamtfläche von 631000 qm. Eine solche Strategie zielt zwangsläufig auf eine langsame, aber sehr stabile Unternehmensentwicklung ab. Große Sprünge bei Umsatz und Gewinn sind nicht zu erwarten. Es sei denn, es gelingt ein Zukauf zum Schnäppchenpreis – wie im Jahr 2006 mit der Übernahme der Bürgerliche Brauhaus Ingolstadt AG (BBI).

Mehr als ein gutes Geschäft

Die ehemalige Tochter der Bayern LB verhalf der Immobilienholding aus Neuburg an der Donau zu einem regelrechten Quantensprung in der Unternehmensentwicklung. Mehr als 100000 qm voll vermieteter Gewerbeflächen, vor allem in Ingolstadt und Umgebung, kamen auf einen Schlag hinzu. Ein weiterer angenehmer Nebeneffekt: Für VIB-Chef Ludwig Schlosser hat sich das Geschäft auf jeden Fall gerechnet. Die VIB hat der Bayern LB im Jahr 2006 insgesamt 94.5 % des Aktienkapitals für € 9.5 Mio. abgekauft, um anschließend durch eine Umplatzierung via Kapitalerhöhung, an der sich VIB nicht beteiligte, € 46 Mio. einzusammeln. Der Anteil sank so auf 28.8 %. Für die am 18.12.2007 zurückgekauften 25.7 % des Aktienkapitals zahlte VIB € 15.5 Mio. Selbst wenn nun das noch laufende Pflichtangebot zu € 11.70 dazu führen sollte, dass der VIB-Anteil wie ursprünglich bei 94.5 % läge – aktuell sind es 84 % – hätte VIB dafür nur rund € 40 Mio. bezahlt. Mindestens € 6 Mio. hat Schlosser jetzt schon verdient.

Durchschnittliche Mietrendite 7.3 %

Neben den finanziell vorteilhaften Aspekten kam noch die Aufstockung an attraktiven Gewerbeflächen im süddeutschen Raum hinzu. Eine Leerstandsrate von 0.5 % bedeutet de facto eine Vollvermietung. Die annualisierten Netto-Mieterlöse belaufen sich auf € 42.6 Mio. Die Gesellschaft erwirtschaftet damit eine jährliche Mietrendite von 7.3 %. Neben der

Ertragsstärke ist die hohe Diversifikation ein wesentliches Kennzeichen, die zum einen aus der Zahl der Standorte und zum anderen aus der gleichmäßigen Streuung des Portfolios über verschiedene Nutzungsarten resultiert. Dadurch ist die Gesellschaft vergleichsweise unabhängig von negativen Entwicklungen in einzelnen Wirtschaftssektoren. Zum 30.06.2009 stammten rund 35 % der Netto-Mieterlöse aus dem Einzelhandel, 27 % entfielen auf die Vermietung von Logistikimmobilien; Büro- bzw. Dienstleistungsobjekte und der Industriesektor steuerten jeweils 19 % bei.

2009 bislang drei neue Objekte

Untermauert wird die Ertragsicherheit des Portfolios durch die Restlaufzeiten der Mietverträge. Durch den Abschluss zumeist langfristiger Vereinbarungen gewährleistet die Gesellschaft eine hohe Planbarkeit der Mieterträge und schafft so eine Prognosesicherheit für die künftigen Einnahmen. Aktuell liegt die durchschnittliche Mietvertragsrestlaufzeit bei 7.9 Jahren, wobei mehr als 62 % der Mietverträge eine Restlaufzeit von über fünf Jahren aufweisen.

In H1 2009 gelangten drei neue Objekte in das Immobilien-Portfolio. Im Januar 2009 erfolgte die Erweiterung des Business Parks in Regensburg. Das Objekt verfügt nunmehr über eine zusätzliche vermietbare Fläche von 19865 qm. Bei einer Investitionssumme von € 18.8 Mio. für den Erwerb und den Ausbau steuert die Immobilie künftig jährlich weitere € 1.6

UNTERNEHMENS DATEN

VIB Vermögen AG

Luitpoldstr. 70 C, 86633 Neuburg an der Donau
Telefon 08431/504951

Internet: www.vib-ag.de

ISIN DE0002457512, 17.222 Mio. Stückaktien, AK € 17.222 Mio.

KGV 2009e 9.7

Börsenwert: € 117.5 Mio.

Kurs am 18.09.2009: € 6.82 (München), 6.90 H / 2.81 T

Aktionäre: Raiffeisen-Volksbank Neuburg/Donau 9.7 %,

Aufsichtsrat 2.8 %, Management 2 %, Streubesitz 85.5 %

Kennzahlen	H1 2009	H1 2008
Betriebliche Erträge*	24.8 Mio.	22.7 Mio.
EBIT*	17.5 Mio.	16.4 Mio.
Periodenüberschuss	6.5 Mio.	5.8 Mio.
Ergebnis je Aktie	0.38	0.34
EK-Quote	29.9 %	33.7 %

*nur Segment Immobilien



Management und der Aufsichtsrat erhöhten 2008 ihren Anteil auf 4.8 (2.9) %.



Die VIB-Tochter Bürgerliches Brauhaus Ingolstadt vertreibt ihre Weißbierspezialitäten unter der Marke Herrnbräu.

Mio. zum Mietergebnis bei. Zudem wurde ein Objekt in Sangerhausen in Sachsen-Anhalt fertiggestellt. Hierbei handelt es sich um eine Lkw-Servicestation mit einer vermietbaren Fläche von rund 1900 qm. Die Immobilie ist vollständig vermietet, der Mietvertrag läuft über 22 Jahre. Bezogen auf die Investitionssumme von € 2.5 Mio. generiert das Objekt bei annualisierten Mieteinkünften von € 0.2 Mio. eine jährliche Mietrendite von 8 %.

Schließlich wurde noch eine Logistikanlage in Großmehring in Oberbayern mit einer vermietbaren Fläche von 12800 qm fertiggestellt. Mit einem Investitionsvolumen von rund € 7.4 Mio. erwirtschaftet das Objekt künftig annualisierte Mieterträge von € 0.7 Mio. Insgesamt wurde somit das Portfolio durch Objekte mit einem Volumen von € 28.7 Mio. erweitert. Künftig werden diese drei Gewerbeimmobilien die Mieterträge um € 2.5 Mio. erhöhen und gleichzeitig eine durchschnittliche Mietrendite von 8.7 % erwirtschaften.

Keine endfälligen Darlehen

Mit der Finanzierung hat VIB in der Regel kaum Schwierigkeiten. Dies liegt zum einen am hohen Eigenkapitalanteil von 20 % bis

30 % und zum anderen an der Substanz der Immobilien sowie der Bonität der Mieter. So werden in erster Linie so genannte Annuitätendarlehen vereinbart. Damit ist ein Kredit mit konstanten Zahlungsbeträgen über die gesamte Darlehenslaufzeit gemeint. Die vom Kreditnehmer zu zahlende Rate bzw. Annuität setzt sich aus einem Tilgungs- und einem Zinsanteil zusammen. Mit Zahlung jeder Rate wird daher die Restschuld schrittweise getilgt, wodurch von Rate zu Rate der Zinsanteil verringert und der Tilgungsanteil erhöht wird.

Diese Form der Immobilienfinanzierung schließen typischerweise auch Privatpersonen ab. Nachteil dieser Finanzierungsform: Sie bindet viel Eigenkapital, so dass in expansiven Phasen Kapitalerhöhungen auf der Tagesordnung stehen. In einer solchen Phase befindet sich VIB momentan nicht, betonte Schlosser im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal. Der Vorteil dieser Finanzierungsmethode liegt im Aufbau einer lastenfreien Immobiliensubstanz. Kreditaufgaben (Covenants), die der Konkurrenz teilweise das Leben schwer machen, gibt es nicht. "Wenn ein Kredit aus der Zinsbindungsfrist herausläuft, müssen wir mit den Banken in der Regel nur über den Zinssatz für die Prolongation sprechen. Das Engagement als solches steht nicht zur Debatte," betont VIB-Vorstand Peter Schropp.

Solide Bilanzrelationen

Daher verfügt die Gesellschaft über solide Bilanzrelationen. Per 30.06.2009 stieg die Bilanzsumme gegenüber dem 31.12.2008 auf € 640.9 (620.6) Mio. Der Buchwert je Aktie stellte sich, bezogen auf 17.222 Mio. Stückaktien, auf € 11.13 (10.77), was einem Abschlag auf den aktuellen Börsenkurs der VIB-Aktie von 40 % entspricht. Die EK-Quote verharrte trotz der Investitionen, die in der Regel zu 70 % über Fremdkapital finanziert werden, bei 29.9 %. Die Summe der langfristigen Vermögenswerte erhöhte sich auf € 629.5 (606.1) Mio. Die Finanzschulden stiegen auf € 330.1 (318.2) Mio. und sind nach Angaben der Gesellschaft zum Großteil

mit einem Zinssatz von durchschnittlich 4.5 % finanziert. Die Zinsbelastung wird somit etwa € 15 Mio. ausmachen, die von den erwarteten Mieteinnahmen von mehr als € 40 Mio. klar überkompensiert wird.

Prognose für 2009 erhöht

In H1 2009 steigerte die Neuburger Immobiliengesellschaft ihre betrieblichen Erträge auf € 31.6 (29.8) Mio. Davon entfielen auf das Kerngeschäft Immobilien € 24.8 (22.7) Mio., weitere € 6.8 Mio. wurden durch das Segment Getränke generiert. Auch das EBIT kletterte im ersten Halbjahr 2009 um 8 % auf € 17.8 (16.5) Mio., wobei das Immobiliensegment € 17.5 (16.4) Mio. beisteuerte, während im Brauereigeschäft ein EBIT von € 0.3 Mio. erzielt wurde. Nach Abzug des Finanzergebnisses verblieb in der VIB-Gruppe ein konstantes Vorsteuerergebnis von € 8.4 Mio. Der Vorjahreswert war allerdings durch ein positives Bewertungsergebnis von € 2.8 Mio. beeinflusst. Der Periodenüberschuss machte € 6.5 (5.8) Mio. bzw. € 0.38 (0.34) je Aktie aus. Auf Grund der positiven Entwicklung erhöhte der Vorstand jüngst die Prognose für das Gesamtjahr 2009. Demnach erwartet die Gesellschaft in der Sparte Immobilien einen Umsatz von € 50 Mio., ein EBIT von € 35 Mio. sowie ein Vorsteuerergebnis vor Marktbewertung der Immobilien von € 15.8 Mio. Daher erscheint ein Jahresüberschuss von € 12 Mio. bzw. € 0.70 je Aktie sowie eine mindestens konstante Dividende von € 0.20 je Aktie als realistisch.

Carsten Stern

FAZIT

Mit der „zweiten Übernahme“ der BBI AG steigt die VIB Vermögen AG in eine neue Liga der bestandshaltenden Immobiliengesellschaften auf. Die Börse hat auf die neue Größenordnung zwar schon mit steigenden Kursen reagiert, doch trauen wir angesichts eines Nettoinventarwerts je Aktie von € 11.46 sowie eines Buchwerts je Aktie von € 11.06 bei soliden Bilanzrelationen der VIB-Aktie weiteres Kurspotenzial zu. CS

GEWERBEIMMOBILIEN IN AUSGEWÄHLTEN DEUTSCHEN GROSSSTÄDTEN

	Hamburg			Berlin			Düsseldorf			Frankfurt/Main			Stuttgart			München		
	2007	2008 ¹	2009 ¹	2007	2008 ¹	2009 ¹	2007	2008 ¹	2009 ¹	2007	2008 ¹	2009 ¹	2007	2008 ¹	2009 ²	2007	2008 ¹	2009 ³
Umsatz ²	585.8	530.0	▼	502.7	470.0	▼	509.0	390.0	▼	551.8	510.0	▼	170.0	180.0	▼	823.9	750.0	▼
Spitzenmiete ³	23.0	23.5	▼	21.0	22.0	▼	22.5	22.5	▼	37.0	37.0	▼	17.5	18.0	▼	30.0	30.5	▼
Leerstandsquote ⁴	7.2	7.4	▲	9.4	9.0	▲	10.9	10.6	▲	13.7	12.9	▲	6.4	6.4	▲	8.7	8.7	▲

Quelle: Jones Lang LaSalle

¹ Prognose; Stand Dezember 2008; ² in Tausend qm; ³ in Euro; ⁴ Leerstandsquote inkl. Untermietflächen in Prozent

VIB Vermögen

„Wir planen keinen Squeeze-out bei der BBI AG“

Eine Leerstandsquote unter 1 %, keine Finanzierungsorgen sowie ein gesunder Mietermix aus den Bereichen Logistik, Einzelhandel, Industrie und Büro sorgen auch in stürmischen Zeiten für stabile Einnahmen, wie die Vorstände Ludwig Schlosser und Peter Schropp im Interview mit dem Nebenwerte-Journal betonen. Die Strategie der selektiven Zukäufe soll weitergeführt werden, die Jahresprognose für 2009 wurde angehoben.

NJ: Herr Schlosser, Sie haben im Jahr 2007 die Beteiligung an der Gesellschaft Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG (BBI Immobilien AG) inklusive Brauereigeschäft aufgestockt. Welche Pläne verfolgen Sie mit dem Brauereigeschäft, das Sie nun im H1-Bericht als eigenständigen Bereich ausweisen?

Schlosser (lächelt): In Bayern passen Immobilien und Getränke schon ganz gut zusammen, doch nun ernsthaft zu Ihrer Frage: Unser Fokus liegt auf den Immobilien. Aus diesem Grund werden wir uns mittelfristig darüber Gedanken machen, wie wir den Getränkebereich neu strukturieren können.

NJ: Herr Schropp, welche Pläne verfolgen Sie mit der BBI ex Getränke?

Schropp: Eines mag ich gleich vorweg schicken: Wir planen keinen Squeeze-out bei der BBI, an der wir zurzeit 84 % der Anteile halten. Zwar werden uns sicher noch einige Stücke im Rahmen des laufenden Übernahmeangebots angedient werden, die Börsennotiz wird allerdings erhalten bleiben. Neue Investitionen in Immobilien werden wir über die VIB vornehmen.

NJ: Macht es nicht mehr Sinn, die Immobilien in die VIB umzuhängen und den Börsenmantel der BBI zu verkaufen, um wenigstens die Kosten für die Doppelnotiz zu sparen?

Schropp: Solche Denkmodelle entbehren nicht einer gewissen Logik, sofern dem steuerlich keine großen Hürden im Wege stehen. Da wir die IR-Kosten in der BBI extrem klein halten, lastet hier kein finanzieller Druck auf uns, ein solches Szenario aktiv angehen zu müssen. Wir behalten das im Hinterkopf – mehr aber auch nicht.

NJ: Ein Megathema in der Immobilienbranche ist derzeit das leidige Problem, Finanzierungen zu bekommen. Von Ihnen sind diesbezüglich keinerlei Klagen zu hören. Warum?

Ludwig Schlosser (l.) und Peter Schropp: „Ein ausgewogener Mietermix und eine niedrige Leerstandsquote von unter 1 % sichern unsere Profitabilität.“



Schlosser: Da sprechen Sie mein Lieblingsthema an. Wir haben in all den Jahren sehr konservativ finanziert. So wie ein privater Immobilienkäufer vereinbaren wir mit unseren Banken so genannte Annuitätendarlehen, die bereits einen anfänglichen Tilgungsanteil von wenigstens 2,5 % enthalten. Als Sicherheit bieten wir der Bank einen Eigenkapitalanteil von 20 % bis 30 % der Kaufsumme, sowie einen hohen Vermietungsstand der Immobilie. Aus den Mieteinnahmen leisten wir die vereinbarten Zins- und Tilgungszahlungen, so dass sich am Ende der Kreditlaufzeit in erster Linie die Frage stellt, zu welchen Konditionen der deutlich verringerte Kreditbetrag verlängert wird. Nach 20 Jahren soll die Restverbindlichkeit einer Immobilie größtenteils getilgt sein.

NJ: Solange die VIB Vermögen AG über ausreichend Eigenkapital verfügt, ist das ein sicherer Weg, eine Immobilie zu finanzieren. Stellt sich die Frage, wann die nächste Kapitalerhöhung mit Blick auf ihre EK-Quote von 30 % im Raum steht. Das dürfte dann nicht mehr allzu lang dauern, oder?

Schropp: Sie können schnell und richtig rechnen. Bitte vergessen Sie aber nicht, dass wir unsere Investitionen planmäßig kräftig heruntergefahren haben und uns momentan vor allem auf die Betreuung unsere Mieter konzentrieren. Wenn wir wieder auf Expansion umschalten, kommt das Thema Kapitalerhöhung auf die Agenda.

NJ: Sie geben Ihren durchschnittlichen Zinssatz mit 4,5 % an und starten mit einer anfänglichen Tilgung von 2,5 %. Um eine Rendite von durchschnittlich gut 7 % zu erwirtschaften, müssen Sie demnach einen hohen Eigenkapitalhebel einsetzen, oder?

Schlosser (lächelt wieder): Wie vorhin schon erwähnt, liegt unser Eigenkapitaleinsatz zwischen 20 % und 30 %. Die Zahlen unserer einzelnen Segmente, die wir regelmäßig in unseren Berichten ausweisen, zeigen, dass es uns mit dieser Vorgehensweise seit Jahren gelingt, diese Mietrenditen zu erzielen. Alle unsere Immobilienbereiche Einzelhandel, Industrie, Logistik und Büro liegen bei knapp 7 % oder deutlich darüber, die Leerstandsquote liegt unter 1 %.

NJ: Da die Renditen im Segment Logistik mit aktuell 7,8 % und naturgemäß bei Projektentwicklungen am höchsten sind, müssten Sie demnach diese Kombination bevorzugen. Richtig?

Schropp: Jein, um nicht einseitig an einer Branche zu hängen, haben wir immer auf einen ausgewogenen Immobilien- und Mietermix geachtet. Von diesem Prinzip wollen wir nicht abweichen. Aber ich gebe Ihnen natürlich Recht, am liebsten machen wir Projekte mit möglicher hoher Profitabilität – sonst wären wir schlechte Kaufleute.

NJ: Bitte zum Schluss noch ein paar Worte zum leidigen Thema Marktbewertungen von Immobilien?

Schlosser: Ganz lassen sich Wertberichtigungen auf Immobilien nicht vermeiden. In der VIB-Gruppe machte das saldiert im Jahr 2008 € 0,5 Mio. aus. Als Bestandhalter von gut vermieteten Immobilien, die zu günstigen Einstandskonditionen in unserer Bilanz stehen, trifft uns dieses Thema weit weniger hart als viele unserer Mitbewerber.

Das Gespräch führte Carsten Stern