

Unternehmens Analyse

Mid Caps/Small Caps

Outperform

Kurs am 01.11.05	EUR 38,65
Hoch/Tief (12M)	40,95/6,24
Kursziel	EUR 42,00

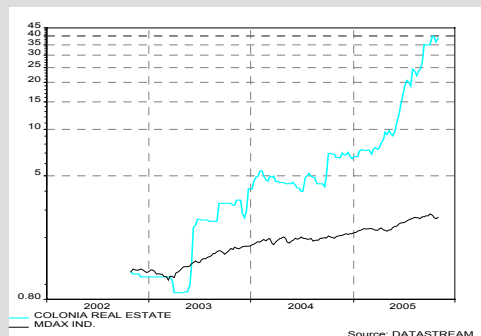
AKTIENDATEN

Reuters	KBUG.F
Bloomberg	KBU GF
WPK	663800
Börsenumsatz (St. Tsd.)	1,5
Free Float (%)	41,4

UNTERNEHMENS DATEN

Marktkapitalisierung (EUR Mio.)	137,9
Anzahl der Aktien (Mio.)	3,6
Gezeichnetes Kapital (EUR Mio.)	3,6
Genehmigtes Kapital (EUR Mio.)	-
Aktionärsstruktur	Swiss Real Estate 51,4%, P. May 6,3%, Fortman Cline Hdg. 0,9%
Hauptversammlung	Jun-06
9M/Q3	Nov-05
Bilanzpressekonferenz	Mrz-06

KURS CHART



RELATIVE PERFORMANCE (% VER.)

	1M	3M	6M
DAX	18,9	79,2	288,8
Euro STOXX 50	19,8	80,1	293,0
ES Media	19,4	83,0	299,2

Peter-Thilo Hasler, CEFA
 peter-thilo.hasler@hvb.de
 +49 (0) 89 378-13244

Colonia Real Estate

VON 5 AUF 3.488

- Mit dem Erwerb von 3.488 Wohneinheiten („Friesland-Portfolio“) wird Colonia Real Estate (CRE) zum viergrößten börsennotierten Bestands-Immobilienunternehmen Deutschlands.
- Strategie von CRE ist es, im Stile eines Opportunity Funds Immobilien antizyklisch aufgrund von Sondersituationen oder strukturellen Komplexitäten unter Marktwert zu erwerben.
- CRE investiert in deutsche Wohn-, Büro- und Hotel-Immobilien.
- CRE sieht sich als aktiver Bestandhalter: Wertsteigerungen werden durch langfristige Bestandhaltung und mit Hilfe einer kurzfristig ausgelegten Buy-and-Sell-Strategie realisiert.
- Der Verkauf von Teilen des Friesland-Portfolios führt bereits zu signifikanten Buchgewinnen. CRE hat angekündigt, weitere, vergleichbare Transaktionen folgen zu lassen.
- Nach Beendigung der Blackout-Periode nehmen wir die Aktien mit einem Outperform Rating in die Coverage auf. Unser Kursziel liegt bei EUR 42,00.

	2004	2005e	2006e	2007e
Umsatz (EUR Mio.)	0,7	31,9	43,6	58,8
% Veränd.	218,6	4234,5	36,8	34,9
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	-0,6	5,3	6,6	9,4
% Veränd.	n/a	n/a	23,0	42,3
EPS reported (EUR)	-0,24	1,57	1,93	2,75
% Veränd.	n/a	n/a	23,0	42,3
EPS adjusted (EUR)	-0,33	1,57	1,93	2,75
% Veränd.	n/a	n/a	23,0	42,3
EPS adj. vor Goodwill (EUR)	-0,33	1,57	1,93	2,75
% Veränd.	n/a	n/a	23,0	42,3
CFPS (EUR)	0,53	2,16	2,52	3,33
% Veränd.	-32,0	309,8	16,7	32,5
Dividende (EUR)	0	0	0	0
EBITA-Marge (%)	-61,7	61,6	40,0	41,1
CAGR (Umsatz; 03-06e)				330,9%
CAGR (EBITA; 03-06e)				-476,2%
EV/Umsatz	6,42	1,15	3,71	2,66
EV/EBITDA	-80,8	14,9	9,0	6,3
EV/EBITA	-80,8	14,9	9,0	6,3
EV/EBIT	-80,8	14,9	9,0	6,3
KGV (EPS adj. vor Goodwill)	-15,5	24,6	20,0	14,1
PEG-Ratio			0,0	0,0
KCF	9,8	17,9	15,4	11,6
Div. Rendite (%)	0	0	0	0

Inhalt

- 4 Fairer Wert von EUR 42,00 je Aktie
 - 4 Die Performance der CRE-Aktie
 - 5 NAV-Bewertung mit Kursziel EUR 13,60
 - 10 DCF-Modell mit Kursziel EUR 42,00
 - 12 Szenario-Analyse
- 13 Systematischer Aufbau eines Immobilien-Portefeuilles
 - 14 Eine opportunistische Erwerbsstrategie
 - 16 Leveraging des bestehenden Immobilien-Know-hows
 - 17 Überblick über das aktuelle Portefeuille
 - 21 Die Finanzierung
- 22 Risiken
- 23 Der deutsche Markt für Wohn-Immobilien:
Derzeit ein klarer Käufermarkt
- 29 Übersicht über unsere Prognosen
- 32 Unternehmensgeschichte
- 33 Segmentergebnisse
- 34 Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung
- 35 Cashflow-Entwicklung
- 36 Konzernbilanz
- 37 Kennzahlen

Ein börsennotierter Opportunity Funds

CRE ist ein junges Unternehmen mit einer äußerst einleuchtenden Strategie: Im Vordergrund steht der Erwerb von Immobilien oder Immobiliengesellschaften, die antizyklisch aufgrund von Sondersituationen oder strukturellen Komplexitäten unter Marktwert erworben werden können (sog. „distressed“ Immobilien). Die Ursachen für einen Erwerb unter Marktpreis können vielfältig sein, zumeist aber werden eine fehlende Anschlussfinanzierung des Verkäufers oder veränderte Zinskonditionen genannt. Weitere Ankaufgelegenheiten ergeben sich aus steuerlich motivierten Verkäufen oder aus Portfeuille-Bereinigungen bei großen, teils internationalen Bestandhaltern. Angestrebt wird der Aufbau eines Immobilien-Portefeuilles, bestehend aus Wohn-, Büro- und Hotel-Immobilien. Bei dieser als opportunistisch zu bezeichnenden Erwerbsstrategie ist als Minimalanforderung für einen Einstieg lediglich ein positiver Free-Cashflow der Transaktion definiert. Mit diesem Konzept hat ein Investor quasi die Möglichkeit, sich an einem börsennotierten Opportunity Funds zu beteiligen.

Wertsteigerungen können sowohl mit Hilfe einer kurzfristig ausgelegten Buy-and-Sell-Strategie realisiert werden als auch durch die langfristige Bestandhaltung der Immobilie. Aufgrund der Fokussierung auf B-Lagen können zum einen hochpreisige Standorte umgangen werden, zum anderen ist die Wettbewerbsintensität um derartige Standorte limitiert. Als Zielmarke wird vom Management eine Eigenkapitalrendite der Investition von mindestens 15% avisiert. Der Haltezeitraum einer Immobilie soll acht Jahre nicht überschreiten. Trotz ihrer kurzen Unternehmenshistorie kann CRE bereits auf sehr erfolgreiche Erfahrungen im Verkauf von Immobilien hinweisen: So konnte unlängst ein Teil des Friesland-Portfolios an einen israelischen Investor zu überaus attraktiven Konditionen abgegeben werden. Darüber hinaus sieht sich CRE mit verschiedenen Interessenten im Endstadium der Verhandlungen über den Verkauf weiterer Teile des Portefeuilles.

Viertgrößtes börsennotiertes Immobilienunternehmen Deutschlands

Trotz seiner jungen Unternehmensgeschichte avancierte CRE durch den Erwerb eines Immobilien-Portefeuilles in Norddeutschland, bestehend aus 3.488 Wohnungen, zum viergrößten börsennotierten Immobilienunternehmen Deutschlands. Dieses Friesland-Portfolio dürfte deutlich unter Verkehrswert erworben worden sein. Durch die Transaktion gelang es CRE den Verkäufer, die Investmentgruppe Cerberus, in den Aktionärskreis aufzunehmen, so dass mittelfristig weitere Transaktionen mit dieser Quelle möglich sein werden. CRE verfolgt eine zweigleisige Diversifizierungsstrategie: Sowohl in Bezug auf die Standorte, als auch in Bezug auf die Immobiliensegmente wird eine größtmögliche Risikostreuung angestrebt. Obwohl CRE bislang ausschließlich in Deutschland tätig ist, ist das Management auch ausländischen Engagements nicht grundsätzlich abgeneigt. Die Bindung von Management-Kapazitäten soll durch externe Kooperationspartner minimiert werden, so dass CRE auch zukünftig von einem Lean Management geprägt sein wird.

Faires Kursziel von EUR 42,00

Nach Beendigung der Blackout-Periode nehmen wir die Aktien der CRE AG mit einem Outperform Rating in die Coverage auf. Der Erwerb des Friesland-Portfolios hat sich bereits deutlich im Aktienkurs niedergeschlagen. Auch wurde die Aktie in die Muster-Portefeuilles verschiedener Börsenbriefe aufgenommen, was für einen marktengen Titel wie CRE entsprechende Kursauschläge zur Folge hatte. Allein in diesem Jahr hat sich der Kurs (unter vergleichsweise großen Umsätzen) mehr als verfünffacht. Der NAV je Aktie liegt aktuell bei EUR 13,60. Unser DCF-Modell, in das ambitionierte Annahmen über weitere Privatisierungserfolge in den nächsten Jahren eingeflossen sind, ergibt ein Kursziel von EUR 42,00.

Fairer Wert von EUR 42,00 je Aktie

Strategie der Colonia Real Estate (CRE) ist es, Immobilien im Bestand zu halten oder sie nach erfolgter Wertsteigerung zu verkaufen. Für die Ermittlung des Kursziels kann daher ein Substanzwertverfahren ebenso angebracht sein wie ein Ertragswertmodell.

Das für ein Immobilienunternehmen präferierte Substanzwertverfahren ist eine Net Asset Value-Bewertung. Der ermittelte NAV je Aktie liegt mit EUR 13,60 deutlich unter dem aktuellen Börsenkurs von EUR 38,65.

Die Ableitung eines Kursziels auf Basis der Gewinnschätzungen einer Peergroup führt bei Immobiliengesellschaften zu keinem zufriedenstellenden Ergebnis. Zum einen ist die KGV-Bandbreite der Vergleichsunternehmen weit gefasst und lässt daher großen Spielraum für eine Kurszielfindung. Zum anderen sind die Ertragsniveaus durch unterschiedliche Geschäftsmodelle und Abschreibungsmethoden verzerrt und selbst eine EBITDA-Betrachtung, bei der verschiedene Abschreibungsvarianten egalisiert werden, kommt aufgrund des unterschiedlichen Alters des Bestandes der Objekte zu keinem aussagekräftigen Ergebnis.

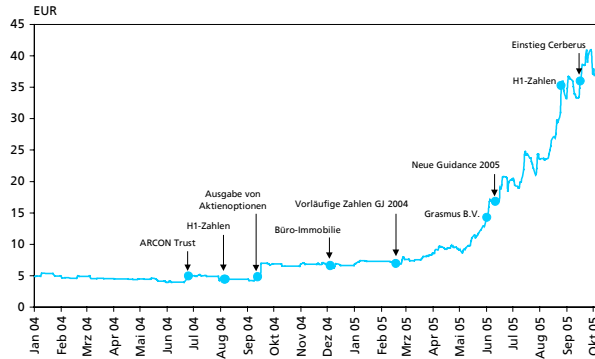
Nachdem nicht absehbar ist, wann CRE mit einer Dividendenzahlung beginnt, ist das von uns präferierte Ertragsbewertungsmodell ein Discounted Cashflow-Modell (DCF). In ihm spiegelt sich die Strategie des Unternehmens wider, wonach Immobilienerwerb sinnvoll ist, wenn aus einem individuellen Engagement positive Liquiditätsüberschüsse zu erzielen sind. Mit Hilfe des DCF-Modells, das zudem systemadäquat einen Schwerpunkt auf die langfristigen Ertragsaussichten von CRE legt, ergibt sich ein Zielwert je Aktie von EUR 42,00. Erwartungsgemäß zeigt sich eine starke Abhängigkeit dieses Zielwertes von den unterstellten Basisannahmen. Dies zeigt eine Szenario-Analyse des DCF-Modells: Würden zukünftige Privatisierungen oder Blockverkäufe nicht oder nur zu weniger attraktiven Konditionen durchgeführt werden können als die bisherige, hätte dies beträchtliche Auswirkungen auf den fairen Wert je Aktie.

Die Performance der CRE-Aktie

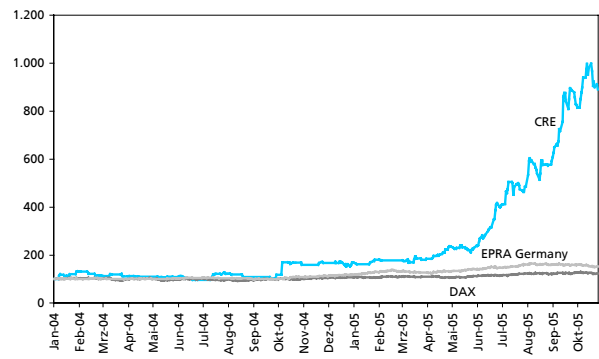
Hidden Star-Performer

Im laufenden Jahr zeigte die CRE-Aktie eine stark überdurchschnittliche Performance. Anfang 2003 wurde die CRE-Aktie von Swiss Real Estate übernommen, die Umfirmierung in CRE erfolgte November 2003. Anschließend zeigte sie eine nahezu kontinuierliche Aufwärtsbewegung mit drastischer Outperformance sowohl des DAX-Index als auch des EPRA Germany, einem Immobilienindex deutscher börsennotierter Unternehmen. Allein in diesem Jahr konnte der DAX als Benchmark mehr als 400 Prozentpunkte outperformt werden. Mit dem aktuellen Schlusskurs vom 01.11.2005 von EUR 38,65 zeigte die CRE-Aktie seit Jahresbeginn eine absolute Performance von 480%. Ursächlich für diese Kursentwicklung dürften Empfehlungen in mehreren Anlagemagazinen mit journalistischer Ausrichtung auf den Privatkunden gewesen sein.

Performance mit Schlüsselereignissen



Benchmark DAX und EPRA Index Germany



Quellen: Thomson Financial Datastream, HVB Global Markets Research

NAV-Bewertung mit Kursziel EUR 13,60

Zunächst betrachten wir den Net Asset Value (NAV) von CRE, eine für die Bewertung einer auf Bestand ausgelegten Immobiliengesellschaft grundsätzlich sinnvolle Vorgehensweise. Die ausgegebene Unternehmensstrategie von CRE sieht eine Bestandshaltung von maximal acht Jahren vor; die Werte-Generierung des Unternehmens findet sich damit in den Mieterlösen des Immobilien-Portefolles und in seinen Verkaufserlösen wieder. Während sich eine Immobilie in der Bestandsphase aus den laufenden Cashflows tragen soll, stellt der Verkaufserlös gewissermaßen das erzielbare Upside dar. Insofern stellt eine NAV-Bewertung die Untergrenze des Unternehmenswertes dar und ist insbesondere für angelsächsische Investoren eine wichtige Kennziffer.

Direkte Berechnung

Im Allgemeinen wird der NAV als Summe des Vermögens zu Marktpreisen abzüglich der Nettoverschuldung berechnet. Nach dieser Definition entspricht der NAV dem ökonomischen Eigenkapital. Dieser wird allerdings von der Gesellschaft bislang in den Geschäftsberichten nicht explizit ausgewiesen und wäre, selbst wenn er in den bisherigen Quartals- und Geschäftsberichten ausgewiesen worden wäre, angesichts der Dominanz des jüngst erworbenen Friesland-Portfolios für eine aktuelle Bewertung nur wenig zielführend.

Indirekte Berechnung

Wir behelfen uns daher mit einer eigenen Ableitung des NAV. Dazu sind die Immobilien einer Neubewertung zu unterziehen, um den Wachstumsaussichten der Gesellschaft entsprechenden Stellenwert zuzugestehen. Zu diesem Zweck setzen wir für den Wohn-Immobilienbestand an Stelle der in der Bilanz ausgewiesenen Buchwerte eigene Annahmen für die am Markt realisierbaren Verkehrswerte an. Auch wenn sich CRE selbst als opportunistischen Gelegenheitskäufer betrachtet, haben wir für die bisher getätigten Transaktionen in den Bereichen Büro- und Hotel-Immobilien aus konservativen Überlegungen eher geringe stille Reserven angenommen. Diese Vorgehensweise halten wir auch vor dem Hinter-

grund für angebracht, dass CRE (mit einer Ausnahme) bislang keinen Track Record im Verkauf von Immobilien aufweisen kann. Allerdings handelt es sich bei den bislang erworbenen Wohn-, Hotel- und Büro-Immobilienpakete, die in mehreren Tranchen weiterverkauft werden können. Grundsätzlich kann dies als Indiz für stille Reserven gelten. Die gutachterlich geschätzten Verkehrswerte der Objekte sind bekannt, ebenso die Buchwerte. Insgesamt ergeben sich aus den Büro- und Hotelobjekten stille Reserven in Höhe von EUR 2,1 Mio.

NAV HOTEL- UND BÜROIMMOBILIE

		2005e
Hotel-Immobilien		
Kaufpreis Bar	EUR Mio.	3,6
Kaufpreis Verbindlichkeiten	EUR Mio.	22,6
Buchwert	EUR Mio.	26,2
Stille Reserven	EUR Mio.	1,6
Marktwert Hotel-Immobilien	EUR Mio.	27,8
Büro-Immobilien		
Buchwert	EUR Mio.	12,7
Stille Reserven	EUR Mio.	0,5
Marktwert Büro-Immobilien	EUR Mio.	13,2

Quellen: CRE, HVB Global Markets Research

Es gibt keinen einheitlichen Wert für Immobilien

Für das Friesland-Portfolio haben wir eine eigene Bewertung erstellt. Grundsätzlich gilt, das Wohn-Immobilien wesentlich durch lokale Strukturen geprägt sind. Für Wohnobjekte gibt es keinen einheitlichen Marktpreis, auf dem sich deutschlandweit ein vergleichbares Preisgefüge herauskristallisieren könnte. Neben den reinen Entstehungskosten richten sich die Preise nach der Bevölkerungsentwicklung, dem regionalen Wirtschaftswachstum, der Kaufkraft, der Lagequalität und der Nachfragesituation u. v. m. Bereits innerhalb eines Stadtteiles oder sogar einer einzigen Straße können große Preisdivergenzen auftreten.

Die Summe ist weniger als ihre Teile

Nur in den seltensten Fällen wird der Wert eines Immobilien-Portefeuilles der Summe seiner Einzelteile entsprechen. Der Erwerb großer Immobilienbestände ist für den Käufer eine überwiegend sinnvolle Strategie. In den meisten Fällen ist ein Käufer nur bereit, einen niedrigeren Preis zu bezahlen als für die einzelnen Bestandteile des Portefeuilles. Folgende Gründe für einen Abschlag können herangeführt werden:

- Mengenabschläge, die sich aus der Anzahl der Objekte ergeben,
- Regionale Abschläge, die sich aus einer ähnlichen regionalen Entwicklung des Portefeuilles ergeben können und eine positive Korrelation der Mieterlöse zur Folge haben;
- darüber hinaus enthalten Portefeuilles i.d.R. auch minderwertige Objekte, die als Einzelobjekt nicht platzierbar gewesen wären.

„Lage, Lage, Lage“, ist nicht alles!

Beim Friesland-Portfolio handelt es sich um ein Wohnungs-Portefeuille, das wie es der Name erwarten lässt, regional im norddeutschen Raum liegt. Die Wohnungen liegen an insgesamt neun Standorten, in Lüneburg, Wilhelmshaven, Delmenhorst, Emden, Aurich, Ganderkese, Leer, Sande und Wittmund. Sie wurden zwischen 1968 und 1973 gebaut. Das Portefeuille besteht aus Wohnungsanlagen zwischen zehn und etwa 100 Einheiten in zwei- bis 14-geschossigen Gebäuden. Der Bauzustand und die Ausstattungsqualität ist augenscheinlich und, für große Wohnungs-Portefeuilles typisch, gemischt. Gravierende Bauschäden können in den zur Verfügung stehenden Fotografien nicht ausgemacht werden.

Nachstehend haben wir zunächst die Stammdaten der Einzelobjekte des Friesland-Portfolios zusammengefasst:

STAMMDATEN FRIESLAND PORTFOLIO

Ort	Anzahl Gebäude	Anzahl Apartments	Fläche (qm)	Miete (EUR/Monat)	Miete (EUR/qm)	Miete (EUR/Jahr)
Aurich	37	439	28.913	85.830	2,97	1.029.960
<i>Popens</i>	1	14	907	2.898	3,19	34.776
<i>Sandhorst</i>	36	425	28.006	82.932	2,96	995.184
Delmenhorst	57	1.371	76.083	325.522	4,28	3.906.264
<i>Deichhorst</i>	28	566	34.045	147.973	4,35	1.775.676
<i>Stückgras</i>	27	634	32.778	139.572	4,26	1.674.864
<i>Ströhen</i>	2	171	9.261	37.977	4,10	455.724
Emden/Borssum	10	120	7.938	26.015	3,28	312.180
Ganderkese	2	40	1.830	7.562	4,13	90.744
<i>Heide II</i>	1	16	797	3.699	4,64	44.388
<i>Bookholzberg</i>	1	24	1.033	3.863	3,74	46.356
Leer	17	485	30.345	113.381	3,74	1.360.572
<i>Stadtmitte</i>	12	208	12.265	49.106	4,00	589.272
<i>Leerort</i>	4	224	13.963	48.338	3,46	580.056
<i>Westerende</i>	1	53	4.117	15.937	3,87	191.244
Lüneburg	8	708	51.076	200.967	3,93	2.411.604
Sande	1	30	1.436	6.520	4,54	78.240
Wilhelmshaven	10	195	12.936	53.463	4,13	641.556
Wittmund	5	100	5.622	17.038	3,03	204.456
Summe	147	3.488	216.181	836.298	3,87	10.035.576

Quellen: CRE, HVB Global Markets Research

Anhand dieser Informationen haben wir einen fairen Wert für das Friesland-Portfolio errechnet. Zu diesem Zweck haben wir jeweils bis zu 20%ige Abschläge für die Restnutzungsdauer, die Leerstandsquote und für den Anteil der preisgebundenen Wohnungen angesetzt, falls die genannten Kriterien bestimmte Größenordnungen überschritten haben.

KRITERIEN FÜR BEWERTUNGSABSCHLÄGE FRIESLAND-PORTFOLIO (HVBE)

Ort	Baujahr	Abschlag (%)	Leerstand (%)	Abschlag (%)	Preisbindung (%)	Abschlag (%)
Aurich	1960	20%	20,7%	20%	7,7%	0%
<i>Popens</i>	1960	20%	14,3%	20%	100,0%	20%
<i>Sandhorst</i>	1960	20%	20,9%	20%	4,7%	0%
Delmenhorst	1972	0%	6,9%	0%	98,0%	20%
<i>Deichhorst</i>	1970	0%	6,7%	0%	95,2%	20%
<i>Stickgras</i>	1970	0%	7,4%	0%	100,0%	20%
<i>Ströhen</i>	1975	0%	5,3%	0%	100,0%	20%
Emden/Borssum	1970	0%	10,8%	20%	0%	0%
Ganderkesee	1973	0%	5,0%	0%	100,0%	20%
<i>Heide II</i>	1975	0%	0%	0%	100,0%	20%
<i>Bookholzberg</i>	1970	0%	8,3%	0%	100,0%	20%
Leer	1970	0%	6,0%	0%	30,9%	0%
<i>Stadtmitte</i>	1965	0%	3,8%	0%	5,8%	0%
<i>Leerort</i>	1970	0%	9,4%	0%	42,9%	0%
<i>Westerende</i>	1975	0%	0%	0%	79,2%	0%
Lüneburg	1975	0%	10,9%	20%	12,3%	0%
Sande	1975	0%	13,3%	20%	100,0%	20%
Wilhelmshaven	1975	0%	4,1%	0%	50,8%	0%
Wittmund	1970	0%	12,0%	20%	35,0%	0%

Quelle: HVB Global Markets Research

Nach dieser Schätzung konnte CRE das Friesland-Portfolio zum Preis von EUR 70,7 Mio. erwerben. Dies entspricht einem durchschnittlichen Kaltmieten-Multiple von rund 7. Wir gehen davon aus, dass CRE durch die sukzessive Beseitigung der für die Abschläge verantwortlichen Faktoren den Wert des Friesland-Portfolios auf bis zu EUR 100 Mio. steigern kann. Dies entspräche einem Kaltmieten-Multiple von 9, was im Durchschnitt dem Multiple jüngerer Transaktionen vergleichbarer Größenordnungen entsprechen dürfte. Damit ergeben sich stille Reserven von rund EUR 29 Mio. Die Rendite auf das eingesetzte Kapital liegt damit bei 40,5%.

BEWERTUNG DES FRIESLAND-PORTFOLIOS

Ort	Einkaufs-Multiple	Einkaufspreis	Verkaufs-Multiple	Verkaufspreis	ROIC (%)
Aurich	5,4	5,5	9	10,2	85,4%
<i>Popens</i>	3,6	0,1	9	0,3	175,0%
<i>Sandhorst</i>	5,4	5,4	9	9,9	83,3%
Delmenhorst	7,2	28,1	9	38,7	37,5%
<i>Deichhorst</i>	7,2	12,8	9	17,6	37,5%
<i>Stückgras</i>	7,2	12,1	9	16,6	37,5%
<i>Ströhen</i>	7,2	3,3	9	4,5	37,5%
Emden/Borssum	7,2	2,2	9	3,1	37,5%
Ganderkesee	7,2	0,7	9	0,9	37,5%
<i>Heide II</i>	7,2	0,3	9	0,4	37,5%
<i>Bookholzberg</i>	7,2	0,3	9	0,5	37,5%
Leer	9,0	12,2	9	13,5	10,0%
<i>Stadtmitte</i>	9,0	5,3	9	5,8	10,0%
<i>Leerort</i>	9,0	5,2	9	5,7	10,0%
<i>Westerende</i>	9,0	1,7	9	1,9	10,0%
Lüneburg	7,2	14,3	9	23,9	67,1%
Sande	5,4	0,4	9	0,8	83,3%
Wilhelmshaven	9,0	5,8	9	6,4	10,0%
Wittmund	7,2	1,5	9	2,0	37,5%
Summe		70,7		99,4	40,5%

Quelle: HVB Global Markets Research

Fairer Wert nach NAV-Bewertung: EUR 13,60

Mit einem NAV von EUR 13,60 ist die Aktie bei einem Kurs von EUR 38,65 überbewertet. Insgesamt ergibt sich ein NAV von EUR 15,16 je Aktie. Üblicherweise ziehen wir von diesem Wert einen Liquiditäts-Abschlag von 10% ab, so dass sich ein NAV je Aktie von EUR 13,60 errechnet. Der Aufschlag des aktuellen Aktienkurses zum NAV 2005 beträgt mehr als 100%. Ein Aufschlag zum NAV im zweistelligen Prozentbereich ist unter den europäischen Immobilienwerten allerdings keine Seltenheit.

NET ASSET VALUE

		2005e
Hotel-Immobilien		
Kaufpreis Bar	EUR Mio.	3,6
Kaufpreis Verbindlichkeiten	EUR Mio.	22,6
Buchwert	EUR Mio.	26,2
Stille Reserven	EUR Mio.	1,6
Marktwert	EUR Mio.	27,8
Büro-Immobilien		
Buchwert	EUR Mio.	12,7
Stille Reserven	EUR Mio.	0,5
Marktwert	EUR Mio.	13,2
Friesland-Portfolio		
Buchwert	EUR Mio.	70,7
Stille Reserven	EUR Mio.	28,6
Marktwert	EUR Mio.	99,4
Buchwert Eigenkapital	EUR Mio.	23,4
Stille Reserven	EUR Mio.	30,7
Net Asset Value	EUR Mio.	54,1
Anzahl Aktien	Mio.	3,6
NAV je Aktie	EUR	15,16
Abschlag zu NAV	%	-10
Fairer Wert je Aktie	EUR	13,60

Quellen: CRE, HVB Global Markets Research

DCF-Modell mit Kursziel EUR 42,00

Angesichts des Mixes aus Immobilien-Bestand- und -Handel halten wir ein DCF-Modell für das sinnvollste Bewertungsverfahren. Dieses kommt der ausgegebenen Unternehmensstrategie, wonach der zu erzielende Liquiditätsüberschuss einer einzelnen Immobilie im Vordergrund steht, am nächsten. Das von uns üblicherweise angewandte DCF-Drei-Phasen-Modell führt zu einem fairen Wert je Aktie von EUR 42,00.

Die den drei Phasen zugrunde liegenden Annahmen lauten im Einzelnen:

- Zunächst werden bis zum Jahr 2008 unsere detaillierten GuV- und Bilanzplanungen für CRE zugrunde gelegt. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die, je nach Bereich, zwischen 2010 und 2012 endet. Während dieser Phase haben wir unterstellt, dass es CRE gelingen wird, wichtige Performance-Kennzahlen wie Leerstands- oder Mietausfallquoten sukzessive weiter zu verbessern.

- Für die Berechnung des Terminal Value gehen wir davon aus, dass CRE in 2012 einen Steady State-Wachstumspfad erreichen wird. Weiteres Wachstum ist dann nur noch über Mieterhöhungen möglich, die wir bei maximal 1,7% p. a. veranschlagen würden. Dies entspricht in etwa der langfristigen Inflationsrate und stellt in unserem Modell die ewige Wachstumsrate des Freien Cashflows dar.
- Bei der Ermittlung der Kapitalkosten setzen wir als Basisannahme zunächst einen risikolosen Zinssatz von aktuell 3,5% und eine von uns über alle Unternehmen unseres Universums angesetzte langfristige Risikoprämie des Aktienmarktes von 5% an. Die für CRE spezifischen Daten umfassen zum einen ein Beta, das wir in Ermangelung eines statistisch aussagefähigen Datenmaterials und unter Berücksichtigung des spezifischen Geschäftsmodells bei (niedrigen) 1,0 festgelegt haben, und zum anderen einen Aufschlag auf die Fremdkapitalkosten, den wir bei aktuell 200 Basispunkten festgelegt haben. Bei der Betrachtung der Kapitalstruktur fällt eine adjustierte Nettoverschuldung in Höhe von rund EUR 86 Mio. per Ende 2005 ins Auge. Pensionsrückstellungen fallen bei CRE bei fünf Mitarbeitern nicht ins Gewicht. Der Marktwert des Eigenkapitals liegt aktuell bei EUR 138 Mio. Damit ergeben sich gewichtete Kapitalkosten in Höhe von 6,5%.
- In unserem DCF-Modell ist das NOPAT auf Basis einer normalisierten EE-Steuerquote von 35% eingeflossen, obwohl die tatsächliche Steuerbelastung aufgrund des holländischen Grasmus-Firmensitzes unterhalb dieses normalisierten Satzes liegen wird.

In Summe liegt der aus dem DCF-Modell abzuleitende Enterprise Value für CRE bei EUR 236,2 Mio. Abzüglich der Nettoverschuldung (EUR 87,3 Mio.) ergibt sich ein Equity Value von EUR 148,5 Mio. oder rund EUR 42,00 je Aktie.

DCF-MODELL (BASIS-SZENARIO)

		2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Umsatz	EUR Mio.	31,9	43,6	58,8	61,6	63,8	65,6	67,0	68,2
Nettoergebnis nach Steuern	EUR Mio.	12,8	11,3	15,7	17,3	15,1	13,1	11,4	10,1
EBIT	EUR Mio.	19,7	17,5	24,2	26,6	23,2	20,2	17,6	15,5
Bereinigungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0	0	0	0
Steuern	EUR Mio.	-6,9	-6,1	-8,5	-9,3	-8,1	-7,1	-6,2	-5,4
zuzügl. Abschreibungen auf IAV und SAV	EUR Mio.	0	0	0	0	0	0	0	0
abzügl. Wachstum des Betriebsvermögens	EUR Mio.	-0,6	-0,2	-0,3	-0,1	0	0	0	0
abzügl. Investitionen in IAV und SAV	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
abzügl. Minderheitenanteile	EUR Mio.	0	0	0	0	0	0	0	0
Liquiditätsüberschuss	EUR Mio.	12,1	11,0	15,3	17,1	14,9	13,0	11,3	9,9
Jahre		0	1	2	3	4	5	6	7
Barwert des Endwertes	EUR Mio.	145,5							
Anteil Endwert am Unternehmenswert	%	61,6							
Langfristige Wachstumsrate des FCF	%	2,0							
Unternehmenswert	EUR Mio.	236,2							
Langfristige Verschuldung	EUR Mio.	87,3							
Wert des gesamten Eigenkapitals	EUR Mio.	148,5							
Fairer Wert je Aktie	EUR	41,60							
Gewichteter Kapitalkostensatz	%	6,5							

Quelle: HVB Global Markets Research

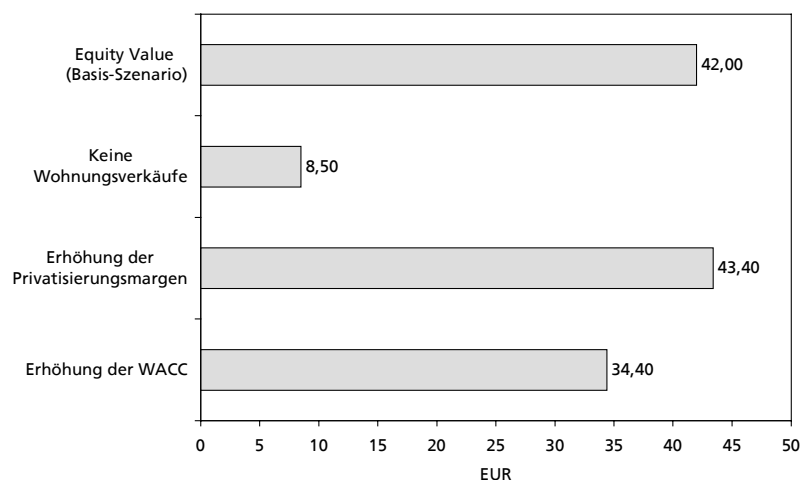
Szenario-Analyse

Wir haben ferner in einer Szenario-Analyse die Abhängigkeit des Fairen Wertes von ausgewählten Kernparametern analysiert.

- **Abhängigkeit von Wohnungsverkäufen:** Naturgemäß haben die zukünftigen Möglichkeiten von CRE, Teile des bestehenden Portfolios entweder en bloc an Institutionelle Investoren oder einzeln an Mieter oder Kapitalanleger zu veräußern, einen wesentlich höheren Einfluss auf den fairen Unternehmenswert als die zu erzielenden Mieterlöse. Unsere Planungen sehen für die folgenden Jahre etwa zu gleichen Teilen Privatisierungserlöse und Blockverkäufe vor. Für den unrealistischen Fall, dass es dem Management nicht mehr gelingen würde, weitere Blockverkäufe durchzuführen, würde dies den Unternehmenswert auf EUR 8,50 je Aktie verringern.
- **Erhöhung der erzielbaren Privatisierungsmargen:** In unserem Modell gehen wir davon aus, dass die erzielbaren Verkaufserlöse des Portfolios mit steigendem Privatisierungsgrad zurückgehen. Nach dieser Überlegung werden zuerst die attraktivsten Teile des Portfolios an institutionelle Investoren verkauft, bevor die weniger attraktiven Elemente an Mieter und Kapitalanleger „privatisiert“ werden. Das bedeutet, dass die Wiederverkaufsmargen im Zeitablauf abnehmen. Unsere langfristig unterstellte Zielrendite liegt dabei bei 20%. Würde es CRE gelingen, diese um einen Prozentpunkt zu übertreffen, würde sich der Unternehmenswert um EUR 1,40 je Aktie erhöhen.
- **Reduzierung der WACC:** Eine Reduzierung der WACC (z. B. durch ein geringeres systematisches Risiko (Marktrisiko) als Teil des Gesamtrisikos) hat ebenfalls einen erheblichen Einfluss auf den Wert des Eigenkapitals. Eine Erhöhung der WACC um z. B. 0,5 Prozentpunkte würde den fairen Wert je Aktie um EUR 7,60 verringern.

Nachstehende Abbildung fasst die Ergebnisse unserer Szenario-Analyse zusammen:

SZENARIO-ANALYSE: ABHÄNGIGKEIT DES FAIREN DCF-WERTES VON AUSGEWÄHLTEN KERNPARAMETERN



Quelle: HVB Global Markets Research

Systematischer Aufbau eines Immobilien-Portefeuilles

Hervorgegangen aus der ehemaligen Küppersbusch AG, deren Firmenmantel die heutigen Mehrheitsaktionäre Anfang 2003 übernommen und wiederbelebt haben, ist die Colonia Real Estate (CRE) heute ein auf den Erwerb unterbewerteter oder notleidender („distressed“) Immobilien oder Immobiliengesellschaften ausgerichtetes Unternehmen, die antizyklisch aufgrund von Sondersituationen oder strukturellen Komplexitäten unter Marktwert erworben werden können. Regionaler Schwerpunkt von CRE ist Deutschland, aber auch ausländischen Engagements ist das Management nicht grundsätzlich abgeneigt.

Angestrebt wird der Aufbau eines Immobilien-Portefeuilles, bestehend aus Wohn-, Büro- und Hotel-Immobilien. Bei dieser als opportunistisch zu bezeichnenden Erwerbsstrategie ist als Minimalanforderung für einen Einstieg lediglich ein positiver Free-Cashflow der Transaktion definiert. Trotz seiner kurzen Unternehmensgeschichte hat CRE bereits drei umfängliche Transaktionen abgeschlossen: **Erstens** den Erwerb von drei Hotels der Courtyard-Gruppe in Kassel, Braunschweig und Eisenach, die bis zum Jahr 2021 an die Marriott-Gruppe vermietet sind. **Zweitens** den Erwerb von zwei Büro-Immobilien in Köln, die bis 2012 an die g.e.b.b vermietet sind, einer Tochter des Bundesverteidigungsministeriums. **Drittens** den Erwerb eines Immobilien-Portefeuilles, bestehend aus 3.488 Wohnungen in Norddeutschland, das sog. „Friesland-Portfolio“. Damit ist CRE neben Hotel- und Gewerbeimmobilien auch im Bereich der Wohn-Immobilien präsent. Der derzeit von der Gesellschaft gehaltene Immobilienbestand hat einen geschätzten Verkehrswert von rund EUR 140 Mio. Weitere Bestandteile der unternehmerischen Ausrichtung sind eine opportunistische Erwerbsstrategie, bei der der Liquiditätsüberschuss einer Transaktion im Vordergrund steht, eine stringente Buy-and-Sell-Strategie, mit deren Hilfe Wertsteigerungen durch Verkäufe realisiert werden sollen, und eine Fokussierung auf B-Lagen, wodurch hochpreisige Standorte umgangen werden können.

Durch den Verkauf eines Teils des Friesland-Portfolios konnte CRE innerhalb kürzester Zeit signifikante Wertsteigerungen realisieren. CRE hat bereits angekündigt, im folgenden Jahr vergleichbare Transaktionen zu tätigen.

Eine opportunistische Erwerbsstrategie

Wohn-, Hotel- und Gewerbeimmobilien

CRE erwirbt Wohn-, Hotel- und Gewerbeimmobilien zum Zwecke des Aufbaus eines cashflow-positiven Portefeuilles. Entstanden ist CRE im Jahre 2003 aus der ehemaligen Küppersbusch AG, dem vormals größten Herdfabrikanten der Welt. Deren Firmenmantel wurde von den derzeitigen Mehrheitsaktionären aus einem Insolvenzplanverfahren im Zuge eines sog. „Cold IPO“ übernommen und wiederbelebt. Heutiger Geschäftszweck ist der überwiegend schuldenfinanzierte Aufbau eines Immobilien-Portefeuilles, dessen Finanzierung aus den Mieteinnahmen erfolgen soll. Das Erkennen unterbewerteter oder notleidender Immobilien ist hierzu unabdingbare Voraussetzung. Darüber hinaus ist geplant, durch das Angebot immobilienbezogener Dienstleistungen wie des Immobilien-Researches oder des Immobilien-Managements nicht nur das eigene Portefeuille zu bewirtschaften, sondern auch als externer Dienstleister tätig zu werden. Durch diese zweigleisige Strategie gelingt es CRE, neben regelmäßigen und sicheren Mieterlösen aus dem eigenen Immobilienbestand zusätzliche kontinuierliche Zahlungsströme zu generieren.

Opportunistischer Erwerb von Objekten

Die Strategie von CRE ist bewusst opportunistisch ausgelegt. Ziel ist die Ausnutzung sich bietender Gelegenheitserwerbe. Primäres Ziel von CRE ist also der Erwerb von cashflow-generierenden Immobilien oder Immobiliengesellschaften, die antizyklisch aufgrund von Sondersituationen oder strukturellen Komplexitäten erworben werden können. Die Ursachen für einen Erwerb unter Marktpreis können vielfältig sein, zumeist aber stehen eine fehlende Anschlussfinanzierung des Verkäufers oder veränderte Zinskonditionen im Vordergrund. Weitere Ankaufgelegenheiten ergeben sich aus steuerlich motivierten Verkäufen oder aus Portefeuille-Bereinigungen bei Bestandshaltern.

Grundsätzlich konzentriert sich CRE auf Standorte außerhalb der klassischen A-Lagen. Damit umgeht CRE Bieterkämpfe um Hochpreisstandorte, erweitert dafür das Universum der möglichen Objekte um ein Vielfaches gegenüber solchen Marktteilnehmern, die einen nur beschränkten regionalen Fokus aufweisen.

IRR von 15% als Zielmarke

Angestrebt werden jährliche Zielrenditen von 15%. Die angestrebten Zielgrößen der Portefeuilles liegen zwischen EUR 10 Mio. und EUR 50 Mio. Die Immobilien werden unter der Maßgabe erworben, bei einer kalkulierten Haltedauer von zwei bis acht Jahren mindestens eine Eigenkapitalrendite (IRR) von 15% p. a. zu erzielen. Die angestrebte Diversifizierung in Wohn-, Hotel- und Gewerbeimmobilien soll dabei zu einem ausgewogenen Produktmix führen. Regional will sich CRE auf den deutschen Markt fokussieren, ist aber ausländischen Engagements vor allem in den osteuropäischen Erweiterungsländern der EU nicht grundsätzlich abgeneigt.

Mögliche Nachteile

Eine opportunistische Strategie kann auch Nachteile haben. Problematisch kann eine derart opportunistische Unternehmensstrategie in Zeiten wie diesen werden, in denen Portefeuille-Erwerber aller Couleur als „Heuschrecken“ tituliert werden. Insbesondere im Bereich der Wohn-Immobilien ziehen es die Verkäufer großer Wohnungsbestände vielfach vor, nicht mit „kapitalistischen Ausbeutern“ in einen Topf geworfen zu werden. Das Know-how einer sozialverträglichen Privatisierung stellt da einen der „Soft-Hürden“ dar, die potenzielle Erwerber in Bieterverfahren überwinden müssen. Sollte CRE in den Ruf geraten, einmal erworbene Wohnungsbestände nicht sozialverträglich zu privatisieren, könnte dies negative Folgen auf das Geschäftsmodell von CRE haben.

Derzeit ist CRE aber weit davon entfernt, mit derartigen Raidern in einen Topf geworfen zu werden. Im Gegenteil: CRE plant im Durchschnitt mit Erhaltungsinvestitionen von 10-15% der Anfangsinvestition p. a., was deutlich über den marktüblichen Werten (typischerweise angelsächsischer) Opportunity Funds sind.

Mehrgleisige Wertsteigerungsstrategie

Zum Erreichen dieser Zielrenditen verfolgt CRE eine mehrgleisige Wertsteigerungsstrategie. Neben der Privatisierung der Wohnungen an Mieter und Kapitalanleger (jeweils über externe Vertriebspartner) sollen durch aktives Bestandsmanagement Blockverkäufe ermöglicht werden. Alternative Optionen sind die Konzeption eines geschlossenen Immobilienfonds oder die Überführung von Teilen des Portefeuilles in REITs oder geschlossene Immobilienfonds. Weitere Wertschöpfungspotenziale sollen durch eine Reduzierung der Leerstandsquote von derzeit 9,5% auf die Zielmarke von 5,0% und durch eine schrittweise Modernisierung des Bestands gehoben werden. Kostensenkungspotenziale sollen vor allem in den Bereichen Energieverbrauch (Stichwort Energy Contracting) und Outsourcing der Mieterverwaltung an externe Verwaltungsgesellschaften mit hohen Incentives gehoben werden.

Klare Ablauforganisation

Jedem Erwerb einer Immobilie geht ein klar strukturierter Investitionsprozess voraus. Um eine effiziente Entscheidungsfindung sicherzustellen, werden die wichtigsten quantitativen Bewertungskriterien in einem Spinnen-Diagramm grafisch wiedergegeben. Maßgebliche Bewertungskriterien sind dabei

- die Bonität der Mieter,
- der Cashflow der Immobilie,
- die Gesamtkapitalrendite vor Steuern,
- der Abschlag auf den Fair Value der Immobilie,
- die Gebäudesubstanz,
- der Abschlag auf den nachhaltig erzielbaren Mietzins,
- die Drittverwendungsfähigkeit,
- die Standortqualität,
- die Vermietungsquote und
- die Laufzeit der Mietverträge.

Erst nach einer positiven Entscheidung über die quantitativen Kriterien erfolgt eine Überprüfung der qualitativen Faktoren. Diese umfasst neben einer Präsentation des Objekts durch den Verkäufer auch eine Sichtung des Objekts vor Ort.

Weitere Ziele

Finanziert werden soll der rasche Aufbau des Portefeuilles schwerpunktmäßig über Kapitalerhöhungen und durch die Aufnahme von Bankverbindlichkeiten und zwar so lange, bis das Portefeuille ein Volumen von schätzungsweise EUR 200 Mio. erreicht hat. Dies soll bereits im Jahr 2006 erreicht werden. Alternativen Finanzierungsinstrumenten wie Wandel- oder Optionsanleihen oder der Begebung von Genussrechtskapital ist das Management ebenfalls nicht abgeneigt.

Als Zielmarken strebt das Management an, ein Portefeuille aufzubauen,

- das produktseitig zu jeweils einem Drittel aus Wohn-, Büro- und Hotel-Immobilien besteht und zu dessen Konzernerlösen die Dienstleistungssparte zu rund 20% beiträgt,
- das zu 60% aus Handelsimmobilien und zu 40% aus Bestandsimmobilien besteht,
- das zu 80% in Deutschland liegt und zu 20% im europäischen Ausland und
- dessen einzelne Projektvolumen zwischen EUR 5 Mio. und EUR 40 Mio. liegen, da diese Beträge bei Privatpersonen in der Regel über, bei institutionellen Anlegern häufig unter ihren üblichen Größenordnungen liegen.

Leveraging des bestehenden Immobilien-Know-hows

Die zukünftige Unternehmensstrategie zielt auf den sukzessiven Ausbau des Immobilien-Portefeuilles ab. Bislang stehen die drei Bereiche der Wohn-Immobilien, der Gewerbeimmobilien und der Hotel-Immobilien im Vordergrund. Zukünftig ist darüber hinaus vorgesehen, das immobilienbezogene Fachwissen als externer Dienstleister in Form von immobilienbezogenen Dienstleistungen zu vermarkten. Darunter fallen u. a. Immobilien-Research, Immobilien-Management und Immobilien-Bewirtschaftung. Sobald die gesetzlichen Rahmenbedingungen zur Schaffung von REITs in Deutschland gegeben sind, wird auch ein Wechsel der Gesellschaftsform auf Konzern- oder Teilkonzern-ebene nicht ausgeschlossen.

Neben dem Erwerb von Immobilien werden auch ausgewählte Dienstleistungen angeboten

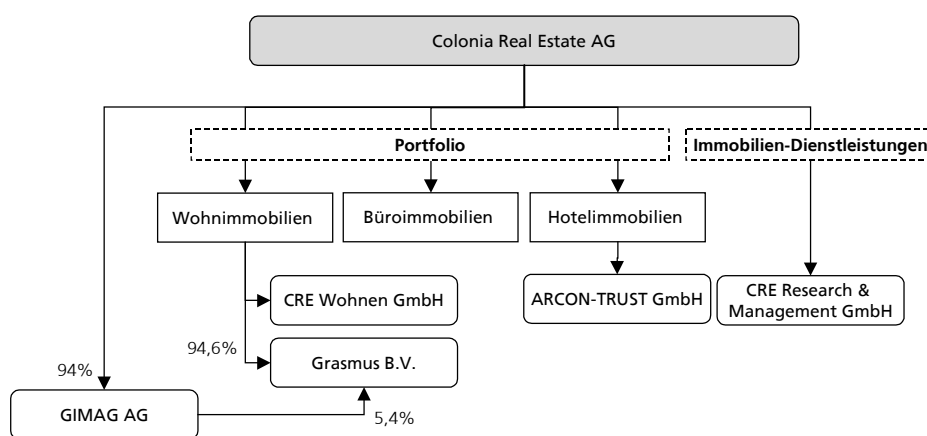
Zukünftiges zweites Standbein von CRE ist das Angebot verschiedener Immobilien-Dienstleistungen. Hierzu wurde eine Gesellschaft namens CRE Research & Management GmbH gegründet. Sie übernimmt zukünftig das Objekt-Research und das Asset- und Restrukturierungsmanagement des Konzerns und wird diese Dienstleistungen auch Dritten zur Verfügung stellen. Im Detail umfasst das Dienstleistungsspektrum die Schlagworte

- Corporate Finance, das heißt Finanzierungsvermittlung, Risikoanalyse, Nutzung von Beleihungsreserven, Benchmark-Analyse oder Darlehens-Reporting,
- Corporate Real Estate, das heißt strategische Unternehmensplanung, Portefeuille-Management, Markt- und Standortanalyse und Microstandort-Rating,
- Wohnungsmarktmanagement, also Privatisierungsmanagement, Vermietungsmanagement und Sanierungsberatung.

Ein Beispiel hierfür ist die Verwaltung von Immobilienbeständen. Hier verfolgt CRE einen Ansatz des Lean Management. Während Asset Management, Controlling und Risikomanagement als Kernkompetenz angesehen und dementsprechend von CRE selbst übernommen werden, sollen Facility Management und die klassische Mieterverwaltung an externe Dienstleister vor Ort vergeben werden.

Das Organigramm des Unternehmens spiegelt diese Ausrichtung wider. Mit Ausnahme der Büro-Immobilien, wo die gewünschte Organisationsstruktur noch nicht umgesetzt wurde, sind die jeweiligen Immobiliensegmente bereits heute in einer eigenständigen rechtlichen Einheit zusammengefasst. Diese könnten z. B., falls erforderlich, nach Einführung der REITs jederzeit in Spezial-REITs umgewidmet werden. Ende April wurde die CRE Wohnen als 100%ige Tochtergesellschaft gegründet. Sie fungiert als Einkaufsgesellschaft für zukünftige Wohnobjekte. Weitere selektive Zukäufe in Gewerbeimmobilien sind vorgesehen. Zu diesem Zweck ist geplant, eine Gesellschaft namens CRE Office AG als Investmenttochter des Konzerns zu implementieren.

ORGANIGRAMM COLONIA REAL ESTATE



Quellen: CRE, HVB Global Markets Research

Überblick über das aktuelle Portefeuille

Bislang drei Projekte

Bislang hat CRE drei Immobilien-Portefeuilles erworben:

- Erstens ein Portefeuille bestehend aus drei Hotels der Courtyard-Gruppe in Kassel, Braunschweig und Eisenach, die bis zum Jahr 2021 an die Marriott-Gruppe vermietet sind.
- Zweitens zwei Büro-Immobilien in Köln, und zwar die früheren Geschäftsräume der ehemaligen Telesens AG, die CRE aus der Insolvenzmasse erwerben konnte. Mieter ist die g.e.b.b, eine Tochtergesellschaft der Bundeswehr. Der Mietvertrag endet 2012.
- Drittens ein Immobilien-Portefeuille von 3.488 Wohnungen in Norddeutschland, das sog. „Friesland-Portfolio“.

Hotel-Immobilien

Die drei Hotels der ARCON Trust GmbH liegen in Kassel, Braunschweig und Eisenach. Zum 02.10.2004 erwarb CRE 86% der ARCON Trust GmbH gegen die Ausgabe neuer Aktien (Sach-Kapitalerhöhung). Eine Aufstockung auf 94% wurde inzwischen vertraglich vereinbart und durchgeführt. Insgesamt wurden drei Hotels mit 430 Zimmern, sechs Restaurants, drei Bars und zwei Spas übernommen. Die Hotels werden langfristig an die Marriott-Gruppe vermietet und unter dem Label „Courtyard by Marriott“ betrieben, was einem Vier-Sterne-Status entspricht. Der gutachterlich festgelegte Verkehrswert liegt bei EUR 27,2 Mio., die indexierte Nettokaltmiete bei EUR 2,0 Mio. Der Mietvertrag endet 2021. Der Pachtvertrag ist als Triple-Net-Vertrag ausgestaltet, d. h. sämtliche Instandhaltungs- und Renovierungskosten müssen vom Pächter übernommen und auch das Inventar muss von diesem gestellt werden.

Erworben wurden ARCON Trust durch eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage. Der Verkäufer, eine Gesellschaft namens LAM Immobilien und Beteiligungs AG, erhielt insgesamt 360.000 Aktien zum Ausgabebetrag von EUR 10 je Aktie. Zusätzlich übernahm CRE Bankverbindlichkeiten von ARCON Trust in Höhe von EUR 23 Mio. CRE vereinnahmt vom Betreiber jährliche Pachteinahmen in Höhe von EUR 2,0 Mio. Aufgrund indexierter Pachtverträge findet auch eine Inflationsanpassung statt.

Weitere Investitionen in Hotels werden vom Management angestrebt. So ist das Management bei einem Engagement im nördlichen Bayern in abschließenden Verhandlungen. Als Begründung für eine mögliche Aufstockung werden Arrondierungsaspekte und verbesserte Overheadkosten genannt, um eine kritische Masse zu erreichen. Auch ein Exit des bestehenden Portefeuilles ist eine mögliche Option, da diese das stärkste Wertsteigerungspotenzial für eine anhaltende Konjunkturbelebung aufweisen.

Risiken des Hotel-Segments

Grundsätzlich sind Hotel-Engagements u. E. nicht ohne Risiken, da eine Investition in eine Betreiber-Immobilie mit größeren Risiken behaftet ist als ein Engagement in ein Büroobjekt oder eine Wohnimmobilie. Neben der Lage und dem Konzept sind vor allem Managementfähigkeiten des Betreibers entscheidend für den Geschäftserfolg des Hotels. Zudem muss sich das Angebot bereits im Vorfeld auf die erwartete Nachfrage einstellen; eine spätere Umwidmung der Immobilie ist stets mit hohen Umbaukosten verbunden. Neben diesen allgemeingültigen Kritikpunkten fallen bei den von CRE erworbenen Objekten auch spezifische ins Auge: So liegt das Hotel in Eisenach nicht im Stadtzentrum und somit in verkehrsgünstiger Lage, sondern inmitten eines Gewerbeparks, der ca. 3,5 km außerhalb von Eisenach angesiedelt ist. Die weitere Auslastung des Hotels ist damit zum großen Teil von der zukünftigen Entwicklung des Gewerbeparks abhängig, dessen größtes Unternehmen das dortige Opel-Werk ist.

Allerdings wird als Mieter aller drei Hotels die international tätige Marriott-Gruppe angegeben und nicht eine Betreiber-GmbH, so dass ein Ausfall des Betreibers für CRE eher unwahrscheinlich ist. Zudem sind die abgeschlossenen Verträge nicht von der Auslastung der Hotels und damit von den Managementfähigkeiten der Betreiber abhängig.

Büro-Immobilien

Das Gewerbeobjekt liegt in Köln, Ferdinand-Porsche-Straße. Bei dem Anfang 2005 übernommenen Objekt handelt es sich um das ehemalige Verwaltungsgebäude der inzwischen insolventen Telesens AG. Die beiden, 2001 erstellten Gebäude umfassen 7.000 qm Bürofläche und 150 Parkplätze. Der Verkehrswert liegt bei EUR 13,2 Mio., der Kaufpreis lag bei EUR 12,5 Mio. Insgesamt ergeben sich damit bei diesem Objekt damit stille Reserven in Höhe von EUR 0,7 Mio. Vermietet ist das Objekt an die g.e.b.b., die Gesellschaft für Entwicklung, Beschaffung und Betrieb der Bundeswehr, die einen bis 2012 laufenden, an den Lebenshaltungs-

kostenindex gebundenen Mietvertrag unterzeichnet hat. Derzeit liegt die Nettokaltmiete bei EUR 1,0 Mio. p. a.; auch hier ist eine am Lebenshaltungskostenindex gebundene jährliche Anpassung gegeben.

Auch im Bereich der Büro-Immobilien werden weitere Übernahmen angestrebt. Kaufgelegenheiten ergeben sich aus Marktunvollkommenheiten wie steuerlichen Problemen des Verkäufers. CRE sieht sich auch hier nicht als Schnäppchenjäger, sondern als ein Unternehmen, das bestimmte Gelegenheiten auszunutzen sucht. Derartige Situationen sind naturgemäß selten am Markt auszumachen, sondern ergeben sich aus dem umfangreichen Beziehungsgeflecht des Unternehmens. Jedenfalls sollen auch hier hochpreisige A-Lagen vermieden werden. Gesucht werden B-Lagen, zum Beispiel Mainz, Bonn oder Bayreuth.

BEISPIELE DES IMMOBILIEN-ORTEFEUILLES

Marriott-Hotel in Braunschweig



g.e.b.b-Gebäude in Köln



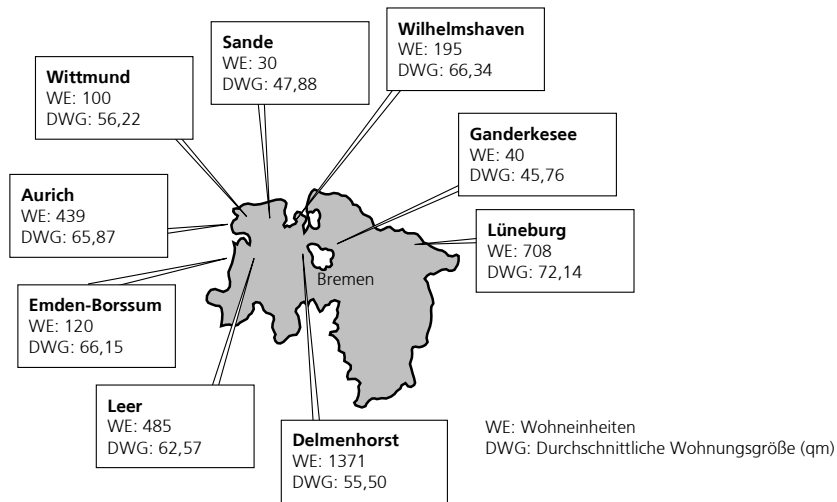
Quelle: Colonia Real Estate

Wohn-Immobilien

Mit dem Erwerb von 3.488 Wohneinheiten wird CRE das viertgrößte börsennotierte Immobilienunternehmen in Deutschland. Dieses als Friesland-Portfolio bekannte Projekt umfasst insgesamt 3.488 Wohneinheiten in 147 Gebäuden mit 216.000 qm an neun Standorten in Niedersachsen. Verkäufer ist die niederländische Grasmus Holding, eine Tochterfirma der Investmentgruppe Cerberus. Die derzeit zu vereinnehmende Jahreskaltmiete liegt bei EUR 10,5 Mio. Die Leerstandsquote beläuft sich auf 10%, der Mietausfall fokussiert sich angabegemäß auf wenige Standorte. Über den Kaufpreis wurde Stillschweigen vereinbart, bezahlt wird er nach Angaben der Gesellschaft zum überwiegenden Teil in bar, zum einem geringen Teil mit neuen, eigenen Aktien. Die Mietrendite des Objektes liegt nach Aussagen des Managements im zweistelligen Bereich.

Die neun Standorte weisen völlig unterschiedliche Strukturen auf. Manche sind gar nicht geeignet für eine Privatisierung, da sie zum Beispiel einen hohen Anteil an geringverdienenden Mietern aufweisen. Hier ist eine Wertsteigerung nur über eine Verbesserung der Mieterstrukturen, eine Verringerung der Mietausfälle bzw. einen Blockverkauf möglich.

STANDORTE DES FRIESLAND-PORTFOLIOS IN NIEDERSACHSEN



Quelle: CRE

Privatisierung der Wohnungsbestände

Mit dem Erwerb des Friesland-Portfolios plant CRE, sich im Segment unterhalb der großen ausländischen Bestandhalter als Zweitverwerter zu etablieren. Dabei will CRE seine Wohnungsbestände entweder selbst sozialverträglich an die Mieter (bzw. über externe Vertriebspartner an Kapitalanleger) verkaufen oder alternativ durch aktives Bestandsmanagement für Blockverkäufe an Privatinvestoren aufbereiten. Aktuell ist vorgesehen, vier Standorte sozialverträglich, d. h. bevorzugt an Mieter, zu privatisieren und zwei Standorte en bloc an private oder institutionelle Investoren zu verkaufen. Abzüglich der beiden Blockverkäufe soll eine Privatisierungsquote von 25-30% realisiert werden.

Das aktive Management des Wohnungsbestands umfasst auch die Reduzierung der Leerstände durch schrittweise Modernisierung des Wohnungsbestands und eine Erhöhung der Effizienz durch Senkung der Betriebskosten (Stichwort „Energy Contracting“), Outsourcing der Mieterverwaltung oder Reduzierung der Mietrückstände. Insgesamt ist vorgesehen, dass vier Friesland-Standorte sozialfreundlich privatisiert werden sollen, zwei Standorte sollen als Block an private oder institutionelle Investoren abgegeben werden. Die verbleibenden Wohnungen sollen laut Angaben des Managements „aktiv bewirtschaftet“ werden.

AUSGEWÄHLTE BEISPIELE DES FRIESLAND-PORTFOLIOS



Quelle: CRE

Die Finanzierung

Zwar hat CRE keinen Börsengang mit entsprechendem Mittelzufluss zu verzeichnen, doch wurde inzwischen eine Kapitalerhöhung durchgeführt. Diese führte zu einem Liquiditätszufluss von EUR 16,2 Mio. Trotzdem ist es erstaunlich, dass die Gesellschaft über einen Immobilienbestand verfügt, der einen von uns geschätzten Verkehrswert von etwa EUR 140 Mio. aufweist. Die vereinnahmten Mieterträge belaufen sich aktuell auf EUR 11,4 Mio. p. a. CRE hat sich bei den bislang erworbenen Objekten verschiedener Finanzierungsquellen bedient, die im Folgenden dargestellt werden sollen.

Finanzierung der Hotels

Die ARCON Trust GmbH wurde gegen die Ausgabe neuer Aktien im Zuge einer Sach-Kapitalerhöhung erworben. Der gutachterlich festgelegte Verkehrswert liegt bei EUR 28,2 Mio. Finanziert wurde die Übernahme durch die Ausgabe von 360.000 neue Stückaktien zum Ausgabebetrag von EUR 10,00 je Aktie, die im Oktober 2004 an den Verkäufer, die LAM Immobilien und Beteiligungs AG, übertragen wurden. Von diesem übernahm CRE auch Verbindlichkeiten in Höhe von EUR 23 Mio., so dass sich der gesamte Kaufpreis auf EUR 26,6 Mio. beläuft. Insgesamt ergeben sich somit stille Reserven in Höhe von EUR 1,6 Mio. Ein Liquiditätsabfluss war somit zum Erwerb der Hotels nicht erforderlich.

Finanzierung des Telesens-Gebäudes

Der Kaufpreis für das Telesens-Gebäudes lag bei EUR 12,5 Mio. Finanziert wurde das Objekt über ein Bankdarlehen (EUR 10,0) und Eigenkapital (EUR 2,5 Mio.).

Finanzierung des Friesland-Portfolios

Die Zahlung für das Friesland-Portfolio erfolgt aus einer Kombination aus Barkapitalerhöhung und eigenen Aktien, die im Rahmen einer Sach-Kapitalerhöhung geschaffen wurden. Durch diese wird der Verkäufer des Portefeuilles, die Cerberus-Gruppe, mit einem Anteil von 1,7% an CRE strategisch beteiligt werden. Der Kaufpreis für das Friesland-Portfolio wurde nicht öffentlich kommuniziert. Unseren Schätzungen zufolge dürfte er bei etwa EUR 70 Mio. gelegen haben.

Risiken

Naked Warrants

Ende vergangenen Jahres wurden von CRE Optionsrechte ohne Anleihen an die bestehenden Aktionäre ausgegeben. Danach wurden 6,75 Mio. Aktienoptionen mit Bezugsrecht auf maximal 1,125 Mio. Stückaktien den Aktionäre unentgeltlich angeboten. Entsprechend den Optionsbedingungen können die Bezugsrechte nur in der Zeit vom 15.4.-01.06.2009 ausgeübt werden. Jeweils sechs Optionen erlauben den Bezug einer Neuen Aktie gegen Zahlung eines Optionspreises von EUR 12,00 je Aktie.

Restantenproblematik

Wir sehen im Friesland-Portfolio ein gewisses Restantenrisiko. Das wesentliche Risiko der ausgegebenen Unternehmensstrategie, große Unternehmensbestände zu erwerben und einzeln zu verkaufen, liegt in einem nicht mehr veräußerbaren Restbestand an qualitativ unterdurchschnittlichen Objekten. Das von CRE erworbene Friesland-Portfolio liegt in einer äußerst strukturschwachen Region Norddeutschlands, in dem seit Jahren starke Abwanderungsbewegungen zu verzeichnen sind. Selbst wenn CRE über Blockverkäufe rasch erste Erfolge vermelden können wird, ist nicht auszuschließen, dass CRE langfristig gerade bei Wohnungen in diesem strukturell schwachen Umfeld (nahezu) unverkäufliche Bestände behalten wird.

=> CRE ist nicht auf einen vollständigen Verkauf des Portefeuilles angewiesen. Diejenigen Teile des Portefeuilles, die nur zu für CRE unattraktiven Konditionen verkauft werden können, werden weiterhin als Bestandsimmobilien gehalten, sollen in dieser Funktion jedoch weiterhin cashflow-positiv sein.

Kurze Historie des Unternehmens

CRE ist ein junges Unternehmen. Verschiedene unternehmerische Organisationsbestandteile wie Controlling oder das Bestandsmanagement halten wir bei CRE naturgemäß noch nicht im vollständigen Maße entwickelt. Weitere Kapazitäten sollten aufgebaut werden.

=> Diesem Einwand begegnet CRE durch den Aufbau weiterer Mitarbeiter, insbesondere in den Abteilungen Finanzen und Controlling.

Abschaffung der Eigenheimzulage

Die Abschaffung der Eigenheimzulage nach der Bundestagswahl dürfte nur noch eine Frage der Zeit sein. Insgesamt EUR 11 Mrd. an jährlichen Subventionen können durch sie eingespart werden. Rein theoretisch verringert sich damit die Nachfrage nach Immobilien um diesen Betrag. Begünstigte der einkommensabhängigen Eigenheimzulage sind Schwellenhaushalte, die sich ohne die Zulage einen Immobilienerwerb unter Umständen nicht mehr leisten könnten. Die Nachfrage nach Wohneigentum dürfte damit vor allem im Bereich der Niedrigpreis-Immobilien zurückgehen, deren Erwerber die höchste Preissensitivität aufweisen.

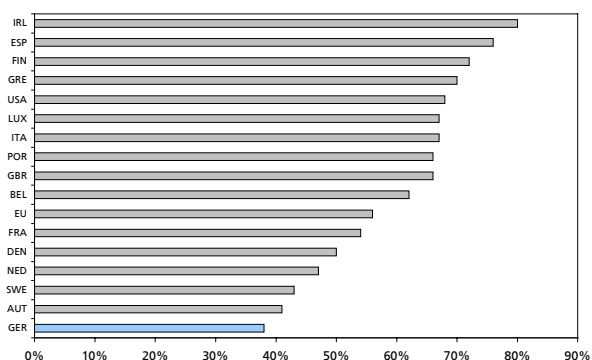
Der deutsche Markt für Wohn-Immobilien: Derzeit ein klarer Käufermarkt

Ganz Europa konnte im Jahr 2004 Rekordwerte in puncto Geschäftsabschlüssen, Neubau und Hypotheken vermelden. Nur wenige Immobilienmärkte ragen negativ heraus, darunter der deutsche. Konnten die Hauspreise in Spanien, Frankreich oder Großbritannien in den letzten Jahren mit zweistelligem Raten zulegen, so zeigte der deutsche Immobilienmarkt, wie auch in den Jahren zuvor, bestenfalls eine stagnierende Tendenz.

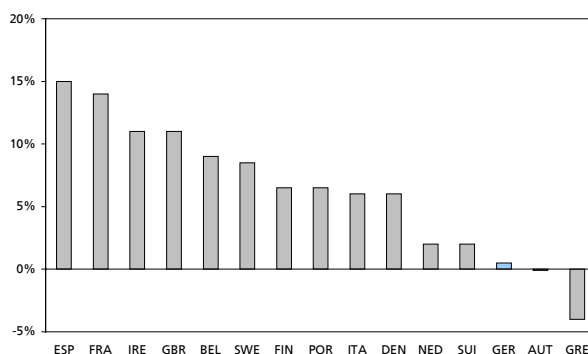
- Ursächlich für den anhaltenden Aufschwung im europäischen Ausland sind historisch niedrige, in einigen Ländern real negative Hypothekenzinsen. Diese ermutigen Mieter dazu, ihr Mietverhältnis aufzugeben und statt dessen Wohneigentum zu erwerben, nicht selten zu Konditionen, die denen der Miete entsprechen oder diese sogar unterschreiten. Darüber hinaus bewegen niedrige Hypothekenzinsen zum Kauf größerer Wohnungen, als dies unter anderen Zinsbedingungen erwogen worden wäre.
- Ursächlich für die stagnierende Entwicklung in Deutschland sind demografische Entwicklungen: So fiel das Bevölkerungswachstum in Deutschland wesentlich niedriger aus als in anderen Ländern und auch die Bevölkerungsprognosen sind hierzulande wesentlich niedriger als im europäischen Ausland. Schließlich fällt Deutschland beim Wirtschaftswachstum zum Teil deutlich hinter seine europäischen Nachbarn zurück.

EIN EUROPÄISCHER VERGLEICH

Eigenheimbesitzer in % der Haushalte, 2003



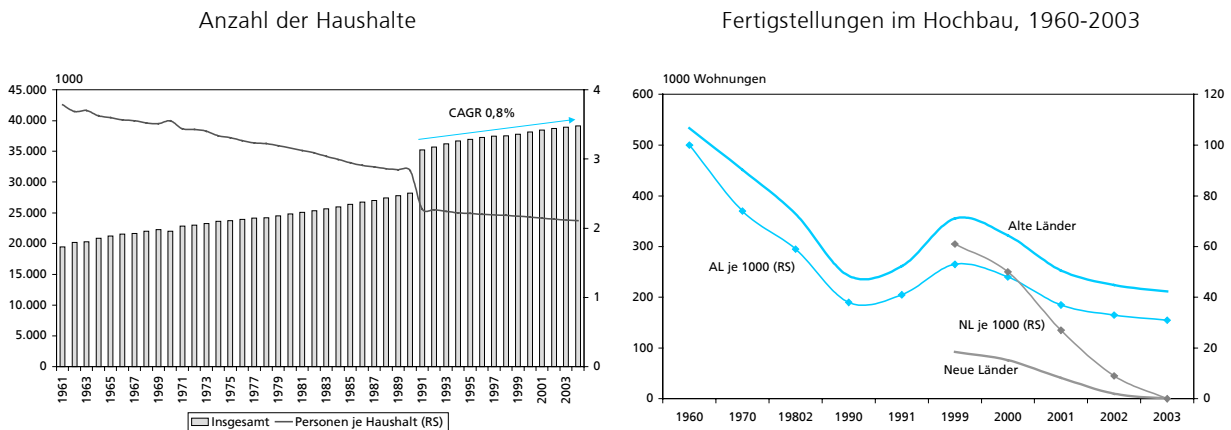
Veränderung der Wohnungspreise, 2004e



Quellen: Statistisches Bundesamt, Baustatistisches Jahrbuch, HVB Global Markets Research

Der deutsche Wohnungsmarkt wird sich auch im Jahr 2005 eher verhalten entwickeln, mittelfristig sehen wir allerdings Potenzial. Der Wohnungsneubau, gemessen an der Zahl der genehmigten Wohnungen, ist das zehnte Jahr in Folge rückläufig. Nur in 2002 konnte eine kurze Belebung bemerkt werden; ein Resultat der Diskussion um die Kürzung der Eigenheimzulage. Aus demografischer Sicht erscheint die aktuelle Stimmungslage auf den ersten Blick berechtigt: Die Zahl der Einwohner wächst nur moderat mit rund 0,8% p. a., was ausschließlich der Zuwanderung zuzurechnen ist, und allen Bevölkerungsprognosen zufolge wird daraus Mitte des nächsten Jahrzehnts eher ein Rückgang denn ein Anstieg. Ein Überschuss an leer stehenden Wohnungen kann daraus jedoch nicht abgeleitet werden. Denn der Trend zum Single- bzw. Zwei-Personen-Haushalt hält an (aktuell leben 37,2% der Deutschen in Ein-Personen-Haushalten). Die durchschnittliche Haushaltsgröße wird damit zurückgehen und auch die von jedem Haushaltsmitglied beanspruchte Wohnfläche wird steigen.

ANZAHL DER HAUSHALTE, FERTIGSTELLUNGEN IM HOCHBAU



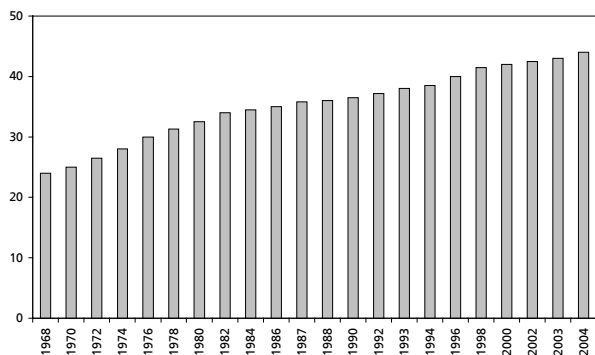
Quellen: Statistisches Bundesamt, Baustatistisches Jahrbuch, HVB Global Markets Research

Trend zu sinkender, aber regional verdichteter Einwohnerzahl

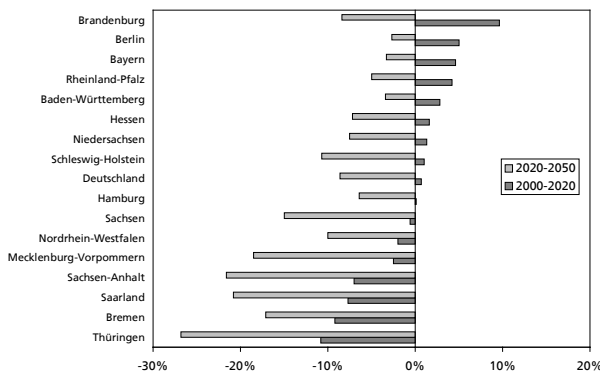
Schätzungen zufolge werden in den kommenden Jahren etwa 3 Mio. neue Wohnungen benötigt, und zwar in den wirtschaftlich dynamischen Regionen. Die steigenden räumlichen Mobilitätsanforderungen an Arbeitnehmer führen zu einer höheren Fluktuation der Wohnbevölkerung. Insbesondere in den Ballungszentren kommt es daher zu einem höheren Umschlag von Mietern und Eigentümern. Nach wie vor findet ein Zuzug der Arbeitnehmer aus dem Osten in den Westen und vom Norden (mit Ausnahme Hamburgs) in den Süden statt. Das hat eine Verschiebung der Leerstände zu Ungunsten von Bestandsimmobilien mit Defiziten hinsichtlich Lage und/oder Objektqualität zur Folge, ein Trend, der inzwischen mit Suburbanisierung bezeichnet wird. Dieser Trend ist im Übrigen dafür verantwortlich, dass ein Investor zukünftig noch stärker als bisher auf die Lageparameter des jeweiligen Objektes achten muss. Eine weitere Folge der Wanderungsbewegungen ist ein stetig steigender Sockel dauerhaft schwer zu vermietender Flächen. Eine schleppende wirtschaftliche Entwicklung in Verbindung mit einer anhaltend hohen Arbeitslosigkeit tun ein Übriges, die Aussichten auf eine Belebung der Wohnungsneubaunachfrage – sofern vorhanden – auf die relevanten Ballungsräume zu limitieren.

WOHNFLÄCHE PRO KOPF DER BEVÖLKERUNG, WANDERUNGSSALDEN NACH BUNDESLÄNDERN

Wohnfläche pro Kopf der Bevölkerung in qm



Wanderungssalden nach Bundesländern



Quellen: Statistisches Bundesamt, HVB Global Markets Research

B-Standorte weisen aus Investorensicht andere Rendite-Risiko-Profile auf als A-Lagen. Angesichts eines unterdurchschnittlichen Mietniveaus haben B-Lagen, bezogen auf den Kaufpreis der Immobilie, eine höhere Mietrendite; allerdings sind sie in puncto Nachvermietungs- und Verkaufsmöglichkeiten mit einem größeren Risiko behaftet, ihre Wertstabilität ist dementsprechend geringer als die von A-Lagen. Eine überdurchschnittliche Mietrendite wird somit durch ein höheres strukturelles Risiko des Objektes kompensiert. B-Lagen sind charakterisiert durch überwiegend lokale Marktteilnehmer und einen hohen Eigennutzeranteil. Investitionen in B-Lagen erfolgen daher tendenziell unter einem längerfristigen Anlagehorizont.

Auch wenn die private Nachfrage eher verhalten ist, sehen institutionelle Investoren aus dem Ausland Chancen für eine Erholung

Seit zwei Jahren steht der deutsche Wohnungsmarkt zunehmend im Fokus institutioneller Investoren. Der deutsche Immobilienmarkt wird weiterhin von heimischen Investoren dominiert. Ausländische Anleger, vor allem institutionelle Anlegergruppen, gewinnen jedoch zunehmend an Bedeutung. Als besonders aktive Marktteilnehmer zu nennen sind Fortress, Cerberus, Blackstone und die zum britischen Finanzinvestor Terra Firma gehörende Deutsche Annington. Letztere verfügt bereits heute über mehr als 230.000 Wohnungen und will bis 2008 auf 1 Mio. aufstocken. Allen ist gemeinsam, dass sie mit hohem Leverage arbeiten und dass ihnen derzeit scheinbar unbegrenzte Mittel zur Verfügung stehen. Ihr Anlagehorizont ist mittel- bis langfristig. Getrieben wird ihr Einstieg neben offensichtlichen Preisunterschieden zu anderen europäischen Immobilienmärkten von einem antizyklischen Markteinstieg insbesondere im Vorfeld der Einführung des G-REITs. Hinzu kommt, dass sie durch den Einkauf en gros und den Verkauf en détail auch ohne Qualitätssteigerungen der Bestände bisher ungekannte Margen erzielen können. Die steigende Zahl sehr großer Portefeuille-Käufe der letzten Zeit sind hierfür bestes Zeugnis: Seit 2004 haben nicht weniger als 460.000 Wohnungen den Besitzer zum Teil mehrfach gewechselt.

AUSGEWÄHLTE IMMOBILIEN-TRANSAKTIONEN (>1000 WOHNHEINHEITEN)

Datum	Käufer	Verkäufer	Wohneinheiten	Transaktionsvolumen (EUR Mio.)	je Wohnung (EUR)
Jan-01	TerraFirma	Eisenbahnerwohnungen	64.000	3.800	59.375
Dez-03	Babcock & Brown	DAL	6.000	245	40.759
Dez-03	Cerberus	Bavaria Objekt- und Baubetreuung	3.500	n/a	n/a
Jan-04	KGAL Leasing	Viterra	27.000	550	20.370
Mai-04	Cerberus/Whitehall	GSW	66.000	2.105	31.894
Jul-04	Fortress	GAGFAH	82.000	3.500	42.683
Sep-04	Wohnprojekt Essen	Mira Grundstücksgesellschaft	2.700	110	40.759
Sep-04	Häusser Bau	Mira Grundstücksgesellschaft	1.500	61	40.759
Sep-04	Cerberus	Degewo	2.652	108	40.728
Okt-04	Vivacon	Cerberus/Whitehall	1.529	47	30.739
Dez-04	Morgan Stanley/Corpus	Thyssen Krupp	48.000	2.100	43.750
Dez-04	Blackstone Group	WCM	31.000	1.390	44.839
Dez-04	Cerberus/Whitehall	Deutsche Bank	8.210	306	37.234
Dez-04	Deutsche Annington Immobilien	RWE	4.500	225	50.000
Dez-04	Babcock & Brown	DAL	13.500	550	40.759
Dez-04	conwert Immobilien Invest AG	Vivacon	866	39	45.035
Mrz-05	Oaktree Capital Management	HSH Nordbank	18.000	1.000	55.556
Jan-05	Cerberus Whitehall	n/a	1.500	61	40.759
Feb-05	Dewag	AMB Generali	1.700	n/a	n/a
Mrz-05	GE Capital	Peabody	6.000	n/a	n/a
Mai-05	Deutsche Annington Immobilien	Viterra	138.000	7.000	50.725
Jun-05	Colonia Real Estate	Cerberus	3.488	71	20.356
Jun-05	Fortress	Nileg Immobilien Holding	28.500	1.450	50.877
Sep-05	Vivacon	Grundrendite Liegenschaften	2.025	90	44.444
Okt-05	Vivacon	GIG	4.500	88	19.556
Okt-05	Grainger Trust	Preussag Immobilien	1.406	72	50.853

Quellen: Unternehmensangaben, HVB Global Markets Research

Übernahme – und was dann? Die Übernahme eines Immobilien-Portefeuilles findet in der Regel in zwei Etappen statt: Zunächst übernimmt ein Finanzinvestor (Private Equity- oder Opportunity Funds) einen großen Immobilienbestand. Zur Erhöhung der Eigenkapitalrendite wird die Übernahme für gewöhnlich unter Einsatz eines hohen Fremdkapitalanteils finanziert. Übersteigt die Cashflow-Rendite des Portefeuilles den Fremdkapitalsatz, ist ein steigender Leverage gewinnerhöhend. Im aktuellen Zinsumfeld sind Fremdkapitalquoten von 80-90% keine Seltenheit. In einem zweiten Schritt übernimmt ein strategischer Investor das Portefeuille.

feuille – oder Teile davon. Neben Vivacon, die dieses Geschäftsmodell seit einigen Jahren praktiziert, ist auch CRE ein Beispiel für diese Strategie. Während der Finanzinvestor durch einen raschen Verkauf sein Leverage sukzessive reduziert, nimmt der strategische Investor einen tendenziell längerfristigen Ansatz ein. Sie bevorzugen strukturierte Portefeuilles, die sie dann entweder modernisieren und langfristig unterhalten, selbst wieder parzellenweise an kleinere Investoren verkaufen oder relativ mühsam an Mieter privatisieren.

Wesentlicher Beweggrund für die rapide gestiegene Zahl an großen Transaktionen sind neben niedrigen Portefeuille-Kaufpreisen vor allem mögliche Privatisierungen und ein optimiertes Bestandsmanagement. Auch ist die Investitionsentscheidung wesentlich von der Zielfunktion des Investors abhängig: Will er die laufenden Einnahmen maximieren, so gilt es, Leerstandsquoten, Fluktuationsraten und Mietrückstände zu senken und Bestandsmieten an Neuvertragsmieten anzupassen. Sieht er sein Engagement dagegen nur vorübergehend an, so gilt es, das Portefeuille in optimale Portionen aufzuteilen und zu privatisieren.

Droht eine Bubble?

Erste Irrationalitäten am Wohnungsmarkt: Inzwischen kann sogar festgehalten werden, dass selbst Groß-Investoren nicht mehr von attraktiven Einstandspreisen profitieren können: Die Daumenregel, wonach aufgrund sinkender Transaktionskosten der durchschnittliche Wohnungspreis um so geringer ist, je größer das Portefeuille ist, kann nicht mehr uneingeschränkt akzeptiert werden. Die Diskussion um den Viterra-Verkauf mag hierfür nur ein Beispiel sein. Eine derartige Strategie kann, wenn überhaupt, nur dadurch gerechtfertigt sein, wenn der Erwerber nicht nur eine bestimmte Transaktion im Auge hat, sondern auch das Erreichen eines bestimmten Marktanteils.

Hohe Privatisierungskapazitäten beim Staat und in der Industrie. Noch immer weisen deutsche Großunternehmen und öffentliche Gebietskörperschaften Immobilien-Buchwerte in dreistelliger Mrd. EUR-Höhe auf. Geschätzte 3,4 Mio. Wohnungen mit einem Verkehrswert von EUR 138 Mrd. sind im Besitz der Öffentlichen Hand, Großkonzerne wie Versorger und Versicherungen dürften etwa 900.000 Wohnungen mit einem geschätzten Verkehrswert von EUR 37 Mrd. besitzen.

IMMOBILIENBESTÄNDE DEUTSCHER UNTERNEHMEN

Gesellschaft	Anzahl Appartements
Viterra	150.000
SAGA	93.000
GEWOBAG	80.000
RAG	70.000
THS	67.000
LEG	61.000
WBM	55.000
HOWOGE	51.000
AGB	50.000
GGG	48.000
Nassauische Heimstätte	44.000
GEWOBA	42.500
GAG/Grubo	42.500
Eisenbahn-Siedlungsgesellschaft	39.000
Allianz	36.000
Preussag	23.000
Baubecon	22.000
NILEG	20.000
VW	12.200
Bayer	12.000
BASF	11.000
Siemens	7.500
Münchener Rück	6.500
Degussa	1.800
Henkel	1.200

Quellen: Unternehmensangaben, Cerberus, Vivacon, HVB Global Markets Research

Übersicht über unsere Prognosen

Die GuV eines Immobilienbestandshalters à la CRE besteht im Wesentlichen aus zwei Positionen: Mieteinnahmen und Zinsaufwand. Der Personalaufwand ist angesichts von fünf Mitarbeitern in der AG beschränkt, sonstige betriebliche Aufwendungen fallen im Wesentlichen für die Mieterverwaltung an, die CRE an spezialisierte Anbieter outsourct hat. Problematisch bei der Schätzung der zukünftigen Ertragszahlen sind allerdings die Verkaufserlöse, die die Gesellschaft mit Sicherheit generieren wird. Diese sehen wir nicht als prognostizierbar an und haben sie daher – mit Ausnahme eines bestimmten Basiswertes – nicht in unsere Schätzungen einbezogen.

Drastische Anhebung
der Guidance

Ende Juni gab das CRE-Management eine drastische Anhebung der Planzahlen bekannt. Diese sind nach dem Verkauf des Lüneburg-Portfolios bereits wieder Makulatur, so dass zu den 9-Monats-Zahlen mit einer Aktualisierung der Guidance gerechnet werden kann. Nachfolgende Tabelle gibt die derzeitige Guidance in der Zusammenfassung wieder:

MANAGEMENT-GUIDANCE PER JUNI 2005

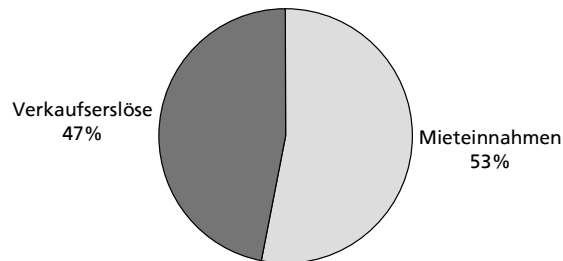
		2004	2005 alt	2005 neu	Diff.	2006 alt	2006 neu	Diff.
Umsatz	EUR Mio.	0,7	4,9	10,3	110,2%	10,1	34,9	245,5%
EBIT	EUR Mio.	-0,5	1,6	3,8	137,5%	4,0	18,3	357,5%
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,6	-1,1	1,2	-209,1%	2,9	6,9	137,9%
EPS	EUR	-0,27	-0,44	0,39	-188,6%	1,09	2,04	87,2%

Quellen: CRE, HVB Global Markets Research

Bei genauerer Betrachtung gehen in diese Management-Planzahlen auch Erlöse aus dem Verkauf von Immobilienbeständen ein. Für diese liegen angabegemäß ernst zu nehmende Kaufangebote vor. Rein operativ (und ohne Berücksichtigung von Verkäufen) wird CRE im folgenden Geschäftsjahr 2006 Mieteinnahmen von rund EUR 11,4 Mio. erwirtschaften, sofern es der Gesellschaft gelingt, bestehende Leerstände beim Friesland-Portfolio nachhaltig zu verringern. Darüber hinaus sieht unsere Planung vor, dass CRE Privatisierungserlöse in Höhe von jährlich ca. EUR 8 Mio. realisieren kann. Portfolio-Verkäufe gehen im Umfang von ca. EUR 12 Mio. pro Jahr in unsere weiteren Planungen ein.

Nachfolgendes Diagramm zeigt die geplante Umsatzstruktur für das Jahr 2006:

UMSATZSTRUKTUR 2006E



Quelle: CRE

Weitere Zukäufe

Für 2006 rechnet das Management mit dem Erwerb von mindestens drei weiteren Immobilien (-Portefeuilles). Angabegemäß handelt es sich dabei um ein Portefeuille in etwa derselben Größenordnung wie das Friesland-Portfolio, um ein Hotel, für das gegen Ende dieses Jahres ein Gebot abgegeben werden soll, sowie um ein weiteres Gewerbegebiet im Kölner Raum. Bei all diesen Projekten steht das Management in konkreten Verhandlungen.

Unsere Planung

Unsere Planung bezieht sich auf den Status quo der Mieterlöse, der geplanten Privatisierungen und kleinere Blockverkäufe. Darüber hinaus gehende Käufe und Verkäufe von Immobilien-Portfolios haben wir nicht in unsere Planung einbezogen, da diese nicht prognostizierbar sind. Sie stellen gewissermaßen ein Upside zu unserer Planung dar. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einem Anstieg des betrieblichen Ergebnisses (EBITDA) auf EUR 10,8 Mio. (nach EUR -0,5 Mio. im Vorjahr). Die operative Marge liegt damit bei 34,0%. Für das folgende Jahr, in dem die Übernahmeerfolge erstmals ganzjährig sichtbar werden, rechnen wir mit einem weiteren deutlichen Anstieg beim EBITDA auf dann EUR 17,5 Mio. (entsprechend einer Umsatzrendite von 40,0%).

UNSERE PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

EUR Mio.	2004	2005e	2006e	2007e
Umsatzerlöse	0,7	31,9	43,6	58,8
EBITDA	-0,5	10,8	17,5	24,2
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-61,7</i>	<i>34,0</i>	<i>40,0</i>	<i>41,1</i>
EBIT	-0,5	10,8	17,5	24,2
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-61,7</i>	<i>34,0</i>	<i>40,0</i>	<i>41,1</i>
Jahresüberschuss	-0,6	5,3	6,6	9,4
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-85,3</i>	<i>16,8</i>	<i>15,1</i>	<i>15,9</i>
Ergebnis je Aktie (EUR)	-0,24	1,50	1,84	2,62

Quellen: CRE, HVB Global Markets Research

Hoher Ertrag aus dem Verkauf des ersten Portfolio-Bestandteils

Anfang Oktober konnte CRE den ersten Verkaufserfolg verbuchen. 708 Wohnungen des Friesland-Portfolios wurden an einen israelischen Investor verkauft. Die am Standort Lüneburg gelegenen Wohnungen wurden im Rahmen einer Portfoliobereinigung veräußert. Zudem waren die Wohnungen in Lüneburg das einzige Sanierungsgebiet im gesamten Grasmus-Portfolio. Wir schätzen, dass sie zu einem Preis von EUR 24 Mio. verkauft worden sind. Der Durchschnittspreis je Appartement bzw. je Quadratmeter liegt damit bei rund EUR 34.000 bzw. EUR 470. Bezogen auf die von uns erwartete Nettokaltmiete von EUR 2,4 Mio. konnte ein Verkaufs-Multiple von 10 erreicht werden. Gegenüber dem von uns geschätzten Einkaufs-Multiple von 7 ergibt sich somit ein Ertrag aus der Transaktion in Höhe von EUR 9,6 Mio.

Steuerquote

CRE wird in unserem Planungshorizont nur eine unterdurchschnittliche Steuerquote aufweisen. Die Körperschaftsteuer für CRE liegt bei 26,4%. Steuerpflichtig sind allerdings nur die Erträge aus dem ehemaligen Telesens-Gebäude, da ARCON aufgrund steuerlicher Verlustvorträge in Höhe von mehr als EUR 2 Mio. über die nächsten Jahre keine EE-Steuern zahlen dürfte. Nachdem die Betriebsstätte in Holland liegt, ist Grasmus zwar körperschaftsteuer-, nicht aber gewerbsteuerpflichtig: 94,5% der Anteile an der Grasmus B.V. befinden sich in Händen der deutschen Gesellschaft CRE, die Objekte liegen zu 100% im Inland. Die Vermutung, dass es sich bei dem Betreiber der Betriebsstätten um eine deutsche Gesellschaft handelt, ist naheliegend. Dennoch ist vorgesehen, dass die Geschäftsleitung von Grasmus weiterhin aus Holland agieren soll, was positive steuerliche Auswirkungen in Bezug auf die in Holland nicht anfallende Gewerbesteuer hätte. Sollten sich die Steuerbehörden wider Erwarten gegen diese Sichtweise entscheiden, würde Grasmus rückwirkend gewerbsteuerpflichtig werden. Die erheblichen Verlustvorträge der Küppersbusch AG schließlich können von CRE nicht steuerlich genutzt werden, da die früheren Aktivitäten nicht auf das Immobiliengeschäft übertragen werden können.

Die Nettoverschuldung

Zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres belief sich die Nettoverschuldung auf EUR 23,7 Mio. Das Eigenkapital betrug EUR 3,2 Mio. Die Eigenkapitalquote belief sich damit auf 11,3%, das Gearing lag bei 735%. Erst nach Durchführung einer Kapitalerhöhung, mit der dem Unternehmen signifikante Mittel zugeführt wurden, konnten beide Werte wieder auf ein akzeptables Niveau zurückgeführt werden: Per Ende dieses Jahres erwarten wir eine Nettoverschuldung von EUR 86 Mio., das Gearing verringert sich auf 369%.

Gegenüber dem Großaktionär Swiss Real Estate existiert ein Forderungsverzicht mit Besserungsschein. Dieser würde wieder aufleben für den Fall, dass CRE in einem Fiskaljahr ein Vorsteuerergebnis von mehr als EUR 0,2 Mio. erwirtschaftet. Dies halten wir für die kommenden Jahre für wahrscheinlich. Der dann fällige Betrag beläuft sich auf EUR 0,323 Mio.

Dividende

Sobald CRE ausschüttungsfähige Gewinne aufweisen wird, ist auch eine Dividende vorgesehen. Der derzeitige Business Plan der Gesellschaft sieht vor, dass bereits für das Geschäftsjahr 2006 eine Ausschüttung vorgenommen wird.

Unternehmensgeschichte

Küppersbusch

- 1875 Gründung des Herdfabrikanten Küppersbusch
- 1999 Insolvenz der Küppersbusch AG
- 2003 Übernahme des Börsenmantels der Küppersbusch AG durch die Fortman Cline Gruppe
- 2003 Nach einem Forderungsverzicht der Swiss Real Estate kann CRE mit einem positiven Jahresergebnis von EUR 18.000 abschließen

Colonia Real Estate

- 2003 Neuaufstellung der Küppersbusch AG als Immobilien- und Beteiligungsgesellschaft
Umfirmierung der Gesellschaft in Colonia Real Estate
- 2004 Erwerb der Mehrheit an der Arcon Trust GmbH
Einstieg in das Segment Hotel-Immobilien

Erwerb von zwei Büro-Immobilien der ehemaligen Telesens AG
Einstieg in das Segment Büro-Immobilien
- 2005 Übernahme der Grasmus B.V. mit 3.488 Wohnungen
Einstieg in das Segment Wohn-Immobilien
- 2005 Durchführung einer Bar-Kapitalerhöhung im Umfang von EUR 16.2 Mio.

Segmentergebnisse

		2004	2005e	2006e	2007e
Konzern					
Umsatz	EUR Mio.	0,7	31,9	43,6	58,8
<i>Umsatzwachstum</i>	%	218,6	4.234,5	36,8	34,9
EBITDA	EUR Mio.	0	10,9	17,5	24,2
<i>Rendite</i>	%	0	34,2	40,0	41,1
An und Verkauf von Immobilien					
Umsatz	EUR Mio.	0,7	23,9	20,5	20,7
<i>Umsatzwachstum</i>	%	218,6	3.146,9	-14,3	1,4
<i>Umsatzanteil</i>	%	100,0	74,9	46,9	35,3
EBITDA	EUR Mio.	0	9,5	12,8	16,5
<i>Rendite</i>	%	0	40,0	62,7	79,7
Miete Arcon					
Umsatz	EUR Mio.	0	2,0	2,8	3,8
<i>Umsatzwachstum</i>	%	n/a	n/a	40,3	36,5
<i>Umsatzanteil</i>	%	0	6,2	6,4	6,5
EBITDA	EUR Mio.	0	0,2	0,6	0,8
<i>Rendite</i>	%	n/a	10,0	20,0	20,0
Miete Friesland					
Umsatz	EUR Mio.	0	5,0	7,6	7,8
<i>Umsatzwachstum</i>	%	n/a	n/a	51,9	2,0
<i>Umsatzanteil</i>	%	0	15,7	17,5	13,2
EBITDA	EUR Mio.	0	1,0	1,5	1,6
<i>Rendite</i>	%	n/a	20,0	20,0	20,0
Miete Köln-Porz					
Umsatz	EUR Mio.	0	1,0	1,0	1,0
<i>Umsatzwachstum</i>	%	n/a	n/a	2,7	0,1
<i>Umsatzanteil</i>	%	0	3,1	2,3	1,7
EBITDA	EUR Mio.	0	0,2	0,2	0,2
<i>Rendite</i>	%	n/a	15,2	20,0	20,0
Sonstige Mieten					
Umsatz	EUR Mio.	0	0	11,7	25,5
<i>Umsatzwachstum</i>	%	n/a	n/a	n/a	117,2
<i>Umsatzanteil</i>	%	0	0	26,9	43,3
EBITDA	EUR Mio.	0	0	2,3	5,1
<i>Rendite</i>	%	n/a	n/a	20,0	20,0

Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

		2004	2005e	2006e	2007e
Umsatzerlöse	EUR Mio.	0,7	31,9	43,6	58,8
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0	-14,3	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0	0	0	0
Gesamtleistung	EUR Mio.	0,7	17,6	43,6	58,8
Materialaufwand	EUR Mio.	0	-1,5	-20,7	-26,8
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	0	8,5	47,4	45,5
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,4	-0,5	-0,5	-0,7
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	60,5	2,7	1,2	1,2
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0	0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	12,1	0,4	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-0,8	-4,9	-5,0	-7,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	113,3	27,6	11,4	12,1
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0	0	0	0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	0	0	0	0
EBITDA	EUR Mio.	-0,5	10,8	17,5	24,2
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-61,7	61,6	40,0	41,1
Abschreibungen (ohne Goodwill)	EUR Mio.	0	0	0	0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	0	0	0	0
EBITA	EUR Mio.	-0,5	10,8	17,5	24,2
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-61,7	61,6	40,0	41,1
Goodwillabschreibungen	EUR Mio.	0	0	0	0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	0	0	0	0
EBIT	EUR Mio.	-0,5	10,8	17,5	24,2
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-61,7	61,6	40,0	41,1
Abschreibungen auf FAV und UV	EUR Mio.	0	0	0	0
Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	0	0	0	0
Zinsergebnis	EUR Mio.	-0,4	-2,6	-8,1	-10,8
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-55,7	-15,0	-18,5	-18,3
Erg. d. gew. Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	-0,9	8,2	9,4	13,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-117,4	46,6	21,5	22,7
A. o. Ergebnis lt. Geschäftsbericht	EUR Mio.	0	0	0	0
Ergebnis vor EE-Steuern	EUR Mio.	-0,9	8,2	9,4	13,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-117,4	46,6	21,5	22,7
EE-Steuern	EUR Mio.	0,2	-2,8	-2,8	-4,0
<i>EE-Steuerquote</i>	%	27,7	34,7	30,0	30,0
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,6	5,3	6,6	9,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-84,8	30,4	15,1	15,9
Bereinigungspositionen	EUR Mio.	0	0	0	0
Ergebnis vor Drittanteilen	EUR Mio.	-0,6	5,3	6,6	9,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-84,8	30,4	15,1	15,9
Anteile Dritter	EUR Mio.	0	0	0	0
Ergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	-0,6	5,3	6,6	9,4
EPS reported	EUR	-0,24	1,50	1,84	2,62
EPS adjusted	EUR	-0,33	1,50	1,84	2,62
Goodwillabschreibungen je Aktie	EUR	0	0	0	0
EPS adjusted vor Goodwill	EUR	-0,33	1,50	1,84	2,62

Cashflow-Entwicklung

		2004	2005e	2006e	2007e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,6	5,3	6,6	9,4
- Veränderung der Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0	-1,0	0	0
- Veränderung der Forderungen aus Absatzfinanzierung	EUR Mio.	0	0	0	0
- Veränderung der Forderungen und sonstigen Vermögensgegenstände	EUR Mio.	-1,4	-3,6	0	0
- Veränderung der aktiven RaP / latenten Steuern	EUR Mio.	0,1	-1,0	0	0
Veränderung der kurzfristigen sonstigen Rückstellungen	EUR Mio.	0	-0,1	0	0
Veränderung der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0	0	0	0
Veränderung der passiven RaP / latente Steuern	EUR Mio.	1,2	-1,2	0	0
Veränderung passivierte erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0	0	0	0
Mittelzu-/abfluss aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	-0,7	-1,5	6,6	9,4
Abgänge des Anlagevermögens ohne Leasing	EUR Mio.	0	0	5,0	5,0
Investitionen in das Anlagevermögen	EUR Mio.	0	-103,0	0	0
Mittelzu-/abfluss aus der Investitionstätigkeit	EUR Mio.	0	-103,0	5,0	5,0
Free-Cashflow	EUR Mio.	-0,8	-104,5	11,6	14,4
Einzahlungen aus Kapitalerhöhungen (inkl. Agio)	EUR Mio.	1,8	10,1	0	0
Veränderung der Bankverbindlichkeiten (verzinslichen Verbindlichkeiten)	EUR Mio.	23,3	69,7	-4,7	-4,4
Bereinigungsgrößen (Ergebnisneutrale Veränderung der Gewinnrücklagen)	EUR Mio.	0	30,7	-6,6	-9,4
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	EUR Mio.	25,1	110,5	-11,2	-13,8
Anfangsbestand liquide Mittel am Beginn der Periode	EUR Mio.	11,8	36,2	42,2	42,5
Veränderung der liquiden Mittel aus Cashflow-Rechnung	EUR Mio.	24,4	6,0	0,3	0,6
Endbestand der liquiden Mittel am Ende der Periode	EUR Mio.	36,2	42,2	42,5	43,1

Konzernbilanz

		2004	2005e	2006e	2007e
AKTIVA					
Anlagevermögen	EUR Mio.	27,0	104,0	99,0	94,0
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0	0	0	0
Sachanlagen	EUR Mio.	27,0	103,0	98,0	93,0
Finanzanlagen	EUR Mio.	0	1,0	1,0	1,0
Umlaufvermögen	EUR Mio.	1,5	12,0	12,4	12,9
Vorräte	EUR Mio.	0	0	0	0
Forderungen	EUR Mio.	0	1,0	1,0	1,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	1,4	5,0	5,0	5,0
Wertpapiere und flüssige Mittel	EUR Mio.	0	6,0	6,4	6,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0	1,0	1,0	1,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	28,5	117,1	112,4	108,0
PASSIVA					
Eigenkapital	EUR Mio.	3,2	23,4	23,4	23,4
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	13,1	3,6	3,6	3,6
Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0	19,5	19,5	19,5
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	-10,4	0	0	0
Bilanzgewinn	EUR Mio.	0	0	0	0
Unterschiede aus Währungsumrechnung	EUR Mio.	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,6	0,3	0,3	0,3
Sonderposten mit Rücklagenanteil	EUR Mio.	0	0	0	0
Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0	0	0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0	0	0	0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0	0	0
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	24,0	93,7	89,0	84,6
Verb. gg. Kreditinstituten	EUR Mio.	23,7	93,4	88,7	84,3
Verb. aus L. u. L.	EUR Mio.	0,3	0,3	0,3	0,3
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0	0	0	0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	1,2	0	0	0
Bilanzsumme	EUR Mio.	28,5	117,1	112,4	108,0

Kennzahlen

		2004	2005e	2006e	2007e
Aktienbezogene Daten					
EPS (berichtet)	EUR	-0,24	1,50	1,84	2,62
EPS (adj. vor Goodwill)	EUR	-0,33	1,50	1,84	2,62
EPS (adj. nach Goodwill)	EUR	-0,33	1,50	1,84	2,62
CFPS	EUR	0,53	2,06	2,40	3,18
FCFPS	EUR	-0,29	-29,27	3,24	4,02
Buchwert je Aktie	EUR	1,00	6,47	6,47	6,47
Dividende je Aktie	EUR	0	0	0	0
Bewertung					
KGV (berichtet)	x	-21,4	25,8	21,0	14,7
KGV (adj. vor Goodwill)	x	-15,5	25,8	21,0	14,7
KGV (adj. nach Goodwill)	x	-15,5	25,8	21,0	14,7
KCF	x	9,8	18,8	16,1	12,1
Kurs zu Buchwert	x	5,12	5,97	5,97	5,97
Dividendenrendite	%	0	0	0	0
EV/CE	x	1,36	1,47	1,50	1,52
EV/Umsatz	x	49,91	5,07	3,59	2,58
EV/EBITDA	x	-80,8	14,9	9,0	6,3
EV/EBITA	x	-80,8	14,9	9,0	6,3
EV/EBIT	x	-80,8	14,9	9,0	6,3
EV/FCF	x	-48,5	-1,5	13,5	10,6
Profitabilitätskennzahlen					
ROCE (adj.)	%	-1,2	6,4	11,7	17,0
CE/Umsatz	%	3659,6	344,3	240,1	169,5
NWC/Umsatz	%	-13,8	21,0	15,4	11,4
WACC	%	5,2	6,5	6,6	6,6
ROCE – WACC	%	-6,4	0	5,1	10,3
Residualgewinn	EUR Mio.	-1,7	-0,1	5,3	10,3
EBITDA-Marge (adj.)	%	-61,7	61,6	40,0	41,1
EBITA-Marge (adj.)	%	-61,7	61,6	40,0	41,1
EBIT-Marge (adj.)	%	-61,7	61,6	40,0	41,1
Nettomarge	%	-84,8	30,4	15,1	15,9
Kapitalstruktur					
Gearing	%	903,7	378,1	356,5	334,8
Eigenkapitalquote	%	11,3	20,0	20,8	21,7
Net Debt/EV (adj.)	%	64,5	54,0	52,6	51,0
Pensionsverpflichtungen/EV (adj.)	%	0	0	0	0
Interest Coverage	x	-1,1	4,1	2,2	2,2
Investitionen/Umsatz	%	6,1	323,2	0	0
FCF/Nettoverschuldung	%	3,2	119,6	-14,1	-18,6
Wachstumskennzahlen					
Umsatzwachstum	%	218,6	4234,5	36,8	34,9
Wachstum EBITDA	%	201,3	-2486,0	61,2	38,4
Wachstum EBITA	%	201,3	-2486,0	61,2	38,4
Veränd. Umsatz/Veränd. CE	x	-0,01	13,76	-8,09	-7,31
Veränd. Umsatz/Veränd. NWC	x	-4,76	-0,63		

Diese Analyse wurde erstellt von Herrn Peter-Thilo Hasler, CEFA und erstmals am 03.11.2005 veröffentlicht
Für die Erstellung verantwortlich: Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, Am Tucherpark 16, 80538 München
Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgialle 12, 60439 Frankfurt

Hinweis gem. § 4 Abs.4 Punkt 4 Fin AnV:

Neuaufnahme

CF: Company Flash, BA: Branchen Analyse, EV: E-Valuation, GD: German Daily, LP: Local Product, MSC: Mid Caps/Small Caps, UA: Unternehmens Analyse, UU: Unternehmens Update, SF: Sector Flash, SP: Sector Preview, WP: Company Weekly Preview

Sonstige wichtige Hinweise:

- Key 1a: An der Gesellschaft hält die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen im Sinne von § 15 AktG eine Beteiligung in Höhe von mindestens 5% des Grundkapitals.
- Key 1b: Die analysierte Gesellschaft hält an der Bayerischen Hypo und Vereinsbank AG bzw. an einem mit ihr verbundenen Unternehmen im Sinne von § 15 AktG eine Beteiligung in Höhe von mindestens 5% des Grundkapitals.
- Key 2: Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen im Sinne von § 15 AktG gehörte einem Konsortium an, das in den letzten 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse Finanzinstrumente der analysierten Gesellschaft platziert hat.
- Key 3: Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen im Sinne von § 15 AktG betreut die von der analysierten Gesellschaft emittierten Finanzinstrumente an der Börse oder am Markt durch Stellen von Kauf- und Verkaufsaufträgen.
- Key 4: Zwischen dem analysierten Unternehmen und der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG bzw. einem mit ihr verbundenen Unternehmen im Sinne von § 15 AktG bestand in den letzten 12 Monaten eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking Geschäften für die die Bank eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielt.
- Key 5: Zwischen dem analysierten Unternehmen und der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG bzw. einem mit ihr verbundenen Unternehmen im Sinne von § 15 AktG besteht eine Vereinbarung über die Erstellung von Analysen.

Gesellschaft	Key
Colonia Real Estate	2, 5
Vivacon	2, 5
Morgan Stanley	2
Deutsche Bank	2
Münchener Rück	1, 2
BASF	2
Volkswagen	2

Teile der Analyse wurden vor der Veröffentlichung dem analysierten Unternehmen zur Verfügung gestellt und anschließend geändert..

Bedeutende finanzielle Interessen:

Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG und mit ihr verbundene Unternehmen handeln regelmäßig Aktien der analysierten Gesellschaft. Darüber hinaus können sonstige bedeutende finanzielle Interessenskonflikte seitens der Bayerischen Hypo und Vereinsbank AG oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen bestehen. Analysen können sich auf ein oder mehrere Unternehmen und auf von diesen emittierte Finanzinstrumente beziehen.

Die Entlohnung des Verfassers hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.

Die analysierten Emittenten haben u. U. aktiv Informationen zu dieser Analyse geliefert.

Zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten hat die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG die gesetzlich und aufsichtsrechtlich erforderlichen organisatorischen Einrichtungen geschaffen, deren Einhaltung durch ihre Compliance-Organisation überwacht wird.

Bei den in der Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um die Schlusskurse des Systems Xetra bzw. um die Schlusskurse des amtlichen Handels der Frankfurter Wertpapierbörse, bzw. um Schlusskurse der jeweiligen lokalen Börsen. Bei nicht börsengehandelten Werten handelt es sich um durchschnittliche Marktkurse auf Basis verschiedener wichtiger Maklerquellen (OTC-Markt).

Unsere Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. **Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung, Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.** Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten können – je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition – für bestimmte Investoren nicht geeignet sein. Es werden insbesondere die mit der Anlage in den diskutierten Finanzinstrumenten verbundenen Risiken nicht vollständig erläutert. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich für eine individuelle Aufklärung und Beratung an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages.

Hinweis Bewertungsgrundlagen Aktien:

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer Group Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DVAM, DDM), Break up Value Ansätze oder Substanz Bewertungsansätze verwendet. Zudem wird für Empfehlungen auch der Economic-Profit-Ansatz verwendet. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die Anlageurteile beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 6 bis 9 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Hinweis Bewertungsgrundlagen verzinsliche Wertpapiere:

Bei Handlungsempfehlungen für festverzinsliche Wertpapiere wird überwiegend auf den sog. Credit Spread (Renditedifferenz des festverzinslichen Wertpapiers zur entsprechenden Bundesanleihe bzw. des Swapsatzes) und die Ratingmeinung- und methodologien der anerkannten Agenturen (S&P, Moody's, Fitch) fokussiert. Je nach Investorentyp kann der Zeitraum des Anlageurteiles kurzfristig sein oder sich auch auf einen Zeitraum von bis zu 6-9 Monaten beziehen.

Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen kann in bestimmten Rechtsordnungen nur eingeschränkt möglich sein. Es ist erforderlich, dass Sie sich mit örtlichen Gesetzen und Beschränkungen, die auf Sie Anwendung finden und die die Nutzung sowie die Verfügbarkeit der hier beschriebenen Dienstleistungen betreffen, selbst vertraut machen. Diese Informationen dürfen nicht von solchen Personen oder Organisationen benutzt oder an solche verteilt werden, die Rechtsordnungen unterliegen, in denen eine solche Verteilung im Widerspruch zu geltenden Gesetzen oder Bestimmungen steht.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in Großbritannien:

Dieser Bericht ist für Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG bestimmt, die professionelle Marktteilnehmer („market counterparties“) oder institutionelle Kunden („intermediate customers“) (jeweils gemäß der Definition der Financial Services Authority – „FSA“) sind und nicht zur Nutzung durch irgendeine andere Person vorgesehen, insbesondere nicht für Privatkunden gemäß der Definition der Regeln der FSA. Dieser Bericht stellt keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren dar. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die wir für zuverlässig erachten, doch können wir deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf unserer heutigen Einschätzung und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Wir und/oder andere Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können bezüglich der in dieser Publikation erörterten Wertpapiere Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen. Wir und/oder Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können als Investment- und/oder Geschäftsbank für Emittenten der genannten Wertpapiere tätig sein, in den Organen ihrer Emittenten vertreten sein und/oder als „Market Maker“ für diese Wertpapiere fungieren. Die Bank und ihre verbundenen Unternehmen können ggf. auch für ein hier erwähntes Unternehmen als Berater tätig sein.

Die in diesem Bericht diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen und ihrer finanzielle Verhältnisse für bestimmte Anleger ungeeignet sein. Investoren sollten vor einem Investment den Rat ihrer Bank/ihrer Brokers einholen.

Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG London unterliegt der Aufsicht der FSA.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in den USA:

Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen sind ausschließlich für institutionelle Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, New York Branch („HypoVereinsbank“) und HVB Capital Markets, Inc. („HVB Capital“ und, zusammen mit HypoVereinsbank, „HVB“) in den Vereinigten Staaten bestimmt und dürfen von anderen Personen nicht benutzt oder als Grundlage verwendet werden, gleich zu welchem Zweck. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren gemäß US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in der jeweils gültigen Fassung oder anderen in den USA geltenden bundes- oder einzelstaatlichen Gesetzen, Verordnungen und Regelungen, dar. Die hier diskutierten Wertpapieranlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen, ihrer Risikobereitschaft und ihren finanziellen Verhältnissen für bestimmte Anleger ungeeignet sein.

In Gerichtsbarkeiten, in denen die HVB nicht für den Handel mit Wertpapieren, Waren oder anderen Finanzprodukten eingetragen oder zugelassen ist, dürfen Transaktionen nur gemäß der geltenden Gesetze und gesetzlichen Bestimmungen durchgeführt werden, die sich von einer Gerichtsbarkeit zur anderen unterscheiden und erfordern können, dass Transaktionen gemäß geltender Ausnahmen von Eintragungs- und Zulassungsanforderungen durchgeführt werden.

Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die HVB deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der HVB zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Die HVB kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Die HVB und alle ihre verbundenen Unternehmen können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere: a) Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen; b) als Investment- und/oder Geschäftsbank für die Emittenten dieser Wertpapiere tätig sein; c) als Market Maker für die betreffenden Wertpapiere fungieren; d) in den Organen der Emittenten dieser Wertpapiere vertreten sein; und e) als bezahlter Berater für einen Emittenten tätig sein.

Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der US-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Zu den Faktoren, die dazu führen könnten, dass die tatsächlichen Ergebnisse und Finanzlage eines Unternehmens sich anders als erwartet entwickeln, gehören unter anderem: politische Unsicherheit, Änderungen im allgemeinen wirtschaftlichen Umfeld, die sich negativ auf die Nachfrage nach den Produkten oder Dienstleistungen des Unternehmens auswirken, Änderungen auf den Devisenmärkten, Änderungen auf internationalen und nationalen Finanzmärkten und im Wettbewerbsumfeld sowie andere damit verbundene Faktoren. Alle Vorbehalte zu in die Zukunft gerichteten Aussagen in diesem Bericht sind durch diese Warnung vollständig abgedeckt.