



Researchstudie (Initial Coverage)



CR Capital Real Estate AG

KAUFEN

Stand 18.11.2008

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 25

18.11.2008 CR Capital Real Estate AG^{(5)*}

KAUFEN

Kursziel: 3,49 €

Kurs: 2,18 €
18.11.2008, 09:08 Uhr,
Börse Frankfurt:

**Letztes Rating
(Kursziel):**

Ersteinschätzung

Marktsegment:
Open Market
(Freiverkehr)

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

CR Capital
Real Estate AG
Hr. Thomas Ehrich
Hubertusallee 73
D-14193 Berlin

Tel.: +49 (0) 30 / 89 72
72 48
Fax.: +49 (0) 30 / 89 72
73 03

E-Mail:
tehrich@capital-real-
estate-ag.de

Web:
www.capital-real-estate-
ag.de

*Katalog möglicher Inter-
essenskonflikte auf S. 25

Unternehmensprofil:

Branche: Immobilien, REIT
Fokus: Gewerbeimmobilien,
Wohnimmobilien

Firmensitz: Berlin, D
Vorstand: Herr Niklas Helmreich
Herr Thomas Ehrich

WKN: A0WMQ5

ISIN: DE000A0WMQ53

Börsenkürzel: CRZ

Anzahl Aktien: 15,00 Mio.

Marktkap.: 32,70 Mio. €

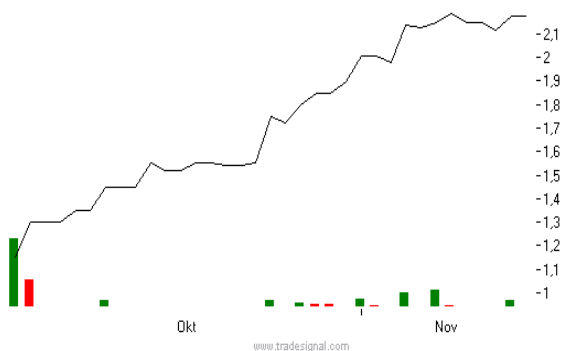
Streubesitz: 0,37 %

52 W Hoch: 2,19 €

52 W Tief: 1,15 €

Durchs. Tagesvolumen : 2.003 €

~/A0WMQ5 CRZ, Tageschart [Close] - 01.10.2008 - 18.11.2008 - 2.18 EUR



In Mio. €	31.08.2008*	2008e*	2009e	2010e
Umsatz	0,00	8,04	4,32	14,00
EBITDA	-0,05	6,96	2,46	11,34
EBIT	-0,05	6,71	2,46	10,52
Jahresüberschuss	-0,04	6,61	2,76	10,92
In Euro				
Gewinn je Aktie	0,00	0,44	0,12	0,32
Dividende je Aktie	0,00	0,20	0,25	0,30
In %				
EBITDA-Marge	k.a.	86,53 %	70,04 %	81,00 %
EBIT-Marge	k.a.	83,42 %	56,86 %	75,11 %
Dividendenrendite	k.a.	9,17 %	11,47 %	13,76 %
Kennzahlen				
EV/Sales	k.a.	3,58	6,66	2,06
EV/EBITDA	k.a.	4,14	9,50	2,54
ROE	k.a.	30,71 %	7,35 %	13,70 %
KGV	k.a.	4,93	17,78	6,74
KBV (EK-Basis zum 31.12.2008e)		1,51		

* Rumpfgeschäftsjahr vom 30.05.2008 - 31.12.2008

Highlights:

- Starkes Wachstum des Immobilienbestandes geplant
- Umwandlung in den REIT Status für 2009 vorgesehen
- Hohe Mietrenditen durch hochwertige Immobilien in besten Berliner Lagen
- Hohe Dividendenausschüttungen durch REIT-Status zu erwarten
- Hohe Eigenkapitalfinanzierung sichert Bankenunabhängigkeit
- Starkes Kurspotenzial bei erfolgreicher Strukturierung des Immobilienportfolios

Inhaltsangabe

Unternehmen

Profil	4
Aktionärsstruktur.....	4
Unternehmenshistorie und geplante Umplatzierung.....	5
Organe der Gesellschaft.....	6
Geschäftstätigkeit und Strategie.....	7

Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	10
Immobilienmarkt Berlin.....	10
Rechtsform REIT.....	13
Der „Vor-REIT“.....	13
Besteuerungsgrundsätze eines REIT und Vor-REIT.....	14
Stand der REIT-Gesellschaften in Deutschland.....	14
SWOT-Analyse	15

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	16
Bilanzielle Situation.....	17
Prognose und Modellannahmen.....	18

Bewertung/ Fazit

Bestimmung der Kapitalkosten	19
Discounted Cashflow-Modell.....	20
Dividenden Diskont-Modell.....	21
Fazit	22

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	23
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	25

Unternehmen

Profil

Die CR Capital Real Estate AG ist ein Immobilienunternehmen, dessen Geschäftstätigkeit im Erwerb, in der Bestandshaltung, der Verwaltung im Rahmen der Vermietung, der Verpachtung und des Leasings, der Entwicklung und der Veräußerung von Immobilien liegt. Insbesondere konzentriert sich die Gesellschaft hierbei auf Immobilien des gehobenen Segments in ausgesuchten Lagen des Ballungsraums Berlin.

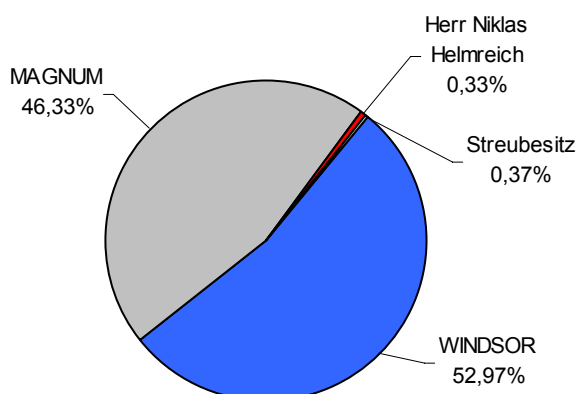
Durch Investitionen in ausgewählte Immobilien verfolgt die CR Capital Real Estate AG das Ziel, ein nachhaltiges und renditeorientiertes Wachstum mit einem ausgewogenen und diversifizierten Immobilienportfolio zu erreichen. Neben dem Kerngeschäft investiert die Gesellschaft über ihre 100%igen Tochterunternehmen CRE Capital Real Estate Development GmbH und Aequum GmbH in weitere Objekte, wobei hier der Fokus nicht nur auf dem gehobenen Segment liegt. Vielmehr wird in jegliche Immobilien investiert, bei denen eine überdurchschnittliche Rendite zu erwarten ist.

Wesentliche Kriterien beim Ankauf der Immobilien sind ein günstiger Einkaufspreis, eine gute Bauqualität sowie ein hoher Vermietungsstand. Die Strategie der Gesellschaft erstreckt sich vom Erwerb, der Entwicklung, der Vermietung bis zur Veräußerung von Immobilien über alle Phasen der Wertschöpfungskette. So wird z.B durch Modernisierungsmaßnahmen eine hohe Wertschöpfung erzielt, um bei anschließendem Verkauf Gewinne zu realisieren.

Es ist geplant, bis spätestens zum 31.12.2009 die gesetzlichen Voraussetzungen für eine REIT-Gesellschaft zu erfüllen und die Gesellschaft in einen REIT umzuwandeln.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
WINDSOR AG, Berlin	52,97%
MAGNUM AG, Berlin	46,33%
Herr Niklas Helmreich	0,33%
Streubesitz	0,37%
Summe	100,00 %



Quelle: CR Capital Real Estate AG, GBC AG

Unternehmenshistorie und geplante Umplatzierung

Wichtige Daten der Unternehmensgeschichte

30.05.2008	Gründung der CR Capital Real Estate AG mit einem Grundkapital von 50.000 € und Aufnahme der Geschäftstätigkeit.
23.06.2008	Erwerb sämtlicher Geschäftsanteile der CRE Capital Real Estate Development GmbH, ehemals Platin 287. GmbH.
15.07.2008	Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen um 14.950.000 € auf 15.000.000 €. Übernahme von 53,3% der Geschäftsanteile (8.000.000 €) durch die WINDSOR AG, Berlin. Übernahme von 46,3% (6.950.000 €) der Geschäftsanteile durch die MAGNUM AG, Berlin.
21.07.2008	Erwerb des Objekts Hubertusbaderstr. 18, 14193 Berlin-Grünwald.
08.08.2008	Erwerb des Objekts Lilienthalstr. 5c, 15732 Berlin Schönefeld-Waltersdorf.
27.08.2008	Beschlussfassung über die vollständige Neufassung der Satzung auf der außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft. Erwerb sämtlicher Geschäftsanteile der Aequum GmbH, ehemals Jade 724. GmbH.
29.09.2008	Übertragung von ca. 54.000 Geschäftsanteilen von der WINDSOR AG auf ca. 35 Einzelaktionäre.
01.10.2008	Sämtliche Aktien der CR Capital Real Estate wurden zum Handel im Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen.

Die CR Capital Real Estate AG wurde am 30. Mai 2008 in Berlin gegründet. Kurz darauf wurden sämtliche Geschäftsanteile der CRE Capital Real Estate Development GmbH (vormals Platin 287. GmbH) erworben. Am 15.07.2008 wurde eine Kapitalerhöhung auf 15 Mio. € Grundkapital durchgeführt und die WINDSOR AG übernahm 53,3% der Geschäftsanteile. Die MAGNUM AG übernahm ihrerseits 46,3% der Geschäftsanteile. Ende August 2008 erwarb die Gesellschaft sämtliche Anteile der Aequum GmbH (vormals Jade 724. GmbH). Am 29.09.2008 wurden ca. 54.000 Geschäftsanteile der WINDSOR AG auf ca. 35 Einzelaktionäre übertragen.

Sämtliche Aktien der Gesellschaft wurden am 01.10.2008 zum Handel im Freiverkehr (Open Market) an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Um die Kapitalbeschaffung in Zukunft zu erleichtern, soll in Kürze ein öffentliches Angebot von den bis zu 15.000.000 Stückaktien der Gesellschaft erfolgen. Eine Neuemission und damit eine weitere Ausgabe von Aktien finden im Rahmen dieses öffentlichen Angebots nicht statt; es handelt sich lediglich um eine Umplatzierung der Aktien aus den Altbeständen.

Im Rahmen der geplanten Umwandlung der CR Capital Real Estate AG in eine REIT-AG ist ein Wechsel in das Börsensegment des geregelten Marktes der Frankfurter Wertpapierbörse geplant. Die Gesellschaft plant den Vor-REIT-Status bis zum 31.12.2008 beim Bundeszentralamt für Steuern zu beantragen. Die endgültige Umwandlung in eine REIT-Aktiengesellschaft ist bis spätestens zum 31.12.2009 vorgesehen.

Organe der Gesellschaft

Vorstand

Herr Niklas Helmreich (Vorstandsvorsitzender)

Niklas Helmreich, geb. 1969 in München, studierte an der Technischen Universität München. Von 1996 bis 2001 war er bei der Direkt Anlage Bank AG in München und Paris als Managing Director in Product Development tätig. Danach folgten Beschäftigungen als Director in Business Development bei der FERI Trust GmbH und der DaimlerChrysler Bank AG als Direktor im Vertrieb, bevor er 2008 Vorstand (Vertrieb und Finanzen) bei der WINDSOR AG wurde. Im Rahmen dieser Tätigkeit bereitete er den Börsengang der CR Capital Real Estate vor, an der die WINDSOR AG mit ca. 52,97 % beteiligt ist. Niklas Helmreich wurde bei Gründung der CR Capital Real Estate als alleiniger Vorstand bestellt und am 27.08.2008 zum Vorsitzenden des Vorstands bestimmt.

Herr Thomas Ehrich (Finanzvorstand)

Thomas Ehrich wurde 1969 in Eisenhüttenstadt geboren. Er studierte Volkswirtschaft an der Justus-Liebig-Universität in Gießen und erhielt 2008 den MBA an der Fachhochschule für Wirtschaft und Technik in Berlin. Von 2000 bis September 2008 war Thomas Ehrich bei der Deutschen Kreditbank AG-Gruppe tätig. Zuletzt bekleidete Thomas Ehrich den Posten des Pressesprechers für die gesamte DKB-Immobilien AG-Gruppe und verantwortete die Bereiche Public Relations und strategisches Marketing. Zum 01.10.2008 wurde er zum Vorstand bei der CR Capital Estate AG bestellt.

Aufsichtsrat

Herr Stefan Krach (Vorsitzender)

Stefan Krach wurde 1959 in Ludwigsburg geboren. Nach dem Studium der Rechtswissenschaften in München und Toronto ist er seit 1988 als Rechtsanwalt zugelassen. Seine Tätigkeitsschwerpunkte sind Immobilien- und Gesellschaftsrecht.

Herr Rainer Pietschmann (stellv. Vorsitzender)

Rainer Pietschmann wurde 1965 geboren und ist seit dem Bestehen der CR Capital Real Estate AG Mitglied des Aufsichtsrats der Gesellschaft. Nach seinem Studium der Rechtswissenschaften in Bochum, Bonn und Seattle und einem Referendariat am Kammergericht Berlin, war Pietschmann von 1989 bis 1992 Geschäftsführer einer deutsch-italienischen Handelsunternehmung. Von 1995 bis 1997 war er Partner der Kanzlei Lauenroth & Partner in Berlin. Außerdem ist Rainer Pietschmann seit der Gründung der Rechtsanwaltskanzlei Pietschmann Rechtsanwälte im Jahr 1997 deren geschäftsführender Gesellschafter.

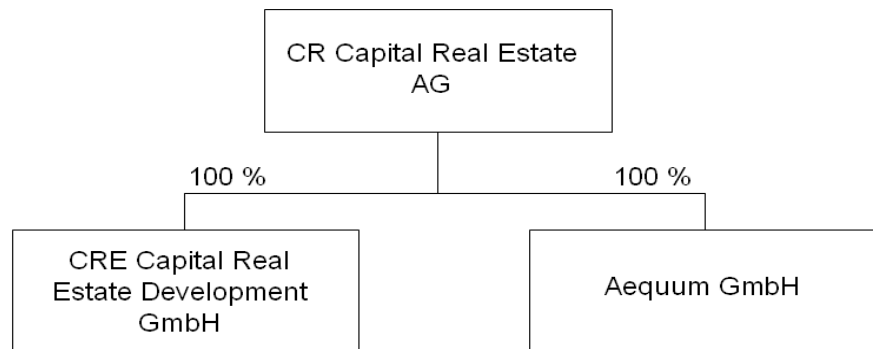
Herr Jörg Lotz

Jörg Lotz, geb. 1964, ist seit dem Bestehen der CR Capital Real Estate AG Mitglied des Aufsichtsrats der Gesellschaft. Er studierte Betriebswirtschaftslehre und ist geschäftsführender Gesellschafter der Lotz Consulting GmbH.

Geschäftstätigkeit und Strategie

Bei der CR Capital Real Estate AG handelt es sich um ein Immobilienunternehmen, das auf den Erwerb, die Bestandshaltung, Verwaltung im Rahmen der Vermietung, der Verpachtung und des Leasings, die Entwicklung und die Veräußerung von Immobilien im gehobenen Segment in ausgesuchten Lagen des Ballungsraums Berlin spezialisiert ist.

Die Struktur der Gesellschaft stellt sich wie folgt dar:



Die CR Capital Real Estate AG hält jeweils 100% der Anteile der CRE Capital Real Estate Development GmbH und an der Aequum GmbH. Hierbei handelt es sich um Objektgesellschaften, über die unbebaute Grundstücke in Schkeuditz bei Leipzig und Dresden, ein Immobilienobjekt in Chemnitz sowie Wohnungseigentum in Leipzig-Borsdorf gehalten werden. Die Gesellschaft geht davon aus, dass ggf. noch vor dem 31.12.2008 sämtliche Anteile an beiden Tochtergesellschaften veräußert werden. Derzeit werden bereits Verhandlungen mit Kaufinteressenten geführt.

Das Ziel der Gesellschaft besteht darin, durch Investitionen in ausgewählte Immobilienobjekte und durch strategisches Asset- und Portfoliomanagement ein nachhaltiges und renditeorientiertes Wachstum mit einem möglichst ausgewogenen und diversifizierten Immobilienvermögen zu erreichen. Neben dem Kerngeschäft investiert die CR Capital Real Estate AG auch über ihre Tochtergesellschaften in Immobilienobjekte. Hierbei liegt der Fokus nicht nur auf dem gehobenen Segment, sondern auf jeglichen Immobilienobjekten, bei denen die Gesellschaft eine überdurchschnittliche Rendite erwartet.

Beim Erwerb von Immobilien konzentriert sich die CR Capital Real Estate AG vornehmlich auf den Ballungsraum Berlin und Objekte bei denen nach Ansicht der Gesellschaft ein hohes Wertsteigerungspotential besteht. Angekauft werden zur Zeit hauptsächlich Einzelobjekte aus dem gehobenen Immobiliensegment in ausgesuchten Lagen des Großraums Berlin. Wesentliche Kriterien beim Ankauf sind ein günstiger Einkaufspreis, eine gute Bauqualität sowie ein hoher Vermietungsstand. Die Mikrolage jeder Immobilie bezüglich Umfeld und Infrastruktur wird vor dem Erwerb sorgfältig geprüft. Außerdem wird untersucht, in wie weit Sanierungsstaus vorliegen.

Im Rahmen des Haltens und Verwaltens der Immobilienobjekte erfolgt einerseits eine performanceorientierte Steuerung des Immobilienbestands und Fortschreibung der Portfoliostrategie sowie das Risikomanagement, begleitet von einem fortlaufenden Research der relevanten Märkte. Das Halten und Verwalten beinhaltet neben An- und Verkauf, auch Mitwirkung, Freigabe und Kontrolle von strategisch relevanten Entscheidungen im Property-Management, wie zum Beispiel die Planung von Sanierungsmaßnahmen.

Des Weiteren werden bezüglich der kaufmännischen und technischen Objektbetreuung die Wartung und Pflege von technischen Anlagen sowie Hausmeisterdienste an externe Dienstleister ausgelagert.

Im Rahmen der Vermietung und Verpachtung und des Leasings wird zwischen Objekten, die zu Wohnzwecken genutzt werden und gewerblich genutzten Objekten unterschieden. Bei den gewerblich genutzten Objekten ist die Gesellschaft bestrebt, langfristige Mietverträge mit solventen Mietern abzuschließen. Hierbei wird darauf geachtet, dass keine zusätzlichen Branchenrisiken durch monostrukturelle Nutzungen entstehen. Bei allen Mietverträgen versucht die Gesellschaft, neben der Indexierung der Mieten, auch die Umlage eines möglichst hohen Nebenkostenanteils auf die Mieter zu erreichen.

Die CR Capital Real Estate wird nicht alle Objekte dauerhaft im Bestand halten. So strebt die Gesellschaft an, Objekte die für das Portfoliomanagement uninteressant erscheinen oder der Strategie des Kerngeschäfts nicht entsprechen, zu veräußern. Der Vorstand behält sich außerdem die Möglichkeit vor, jede Immobilie zu veräußern, sofern eine angemessene Rendite erzielt werden kann.

Die Unternehmensstrategie der CR Capital Real Estate AG deckt die gesamte Wertschöpfungskette ab und reicht vom Erwerb, der Entwicklung, der Vermietung bis zur Veräußerung von Immobilien. Hierbei konzentriert sich die Gesellschaft auf das Aus- und Abschöpfen von Potentialen, die durch eine konsequente Weiterentwicklung realisiert werden sollen. Durch Modernisierungsmaßnahmen in ausgewählten Lagen von Berlin werden neue Werte geschaffen, welche bei anschließendem Verkauf Gewinne realisieren sollen.

Auf Grund des Erfahrungsschatzes der derzeitigen Hauptaktionäre aus der Modernisierung von fast 3.000 Wohnungen in Berlin sieht sich das Management der Gesellschaft als einen der ersten Ansprechpartner für Immobilien im gehobenen Segment. Außerdem versucht die CR Capital Real Estate AG durch gezielte Marketingmaßnahmen und den kontinuierlichen Ausbau des Vertriebsnetzes ihre Wettbewerbsstellung weiter zu stärken.

Die Gesellschaft beabsichtigt, bis spätestens 31.12.2009 den Status einer REIT-AG anzunehmen. Bis 31.12.2008 ist die Beantragung des Vor-REIT-Status beim Bundeszentralamt für Steuern geplant.

Bisher hat die Gesellschaft ein Objekt in Berlin-Grunewald und ein Objekt in Berlin-Schönefeld-Waltersdorf erworben. Aktuell umfasst das Portfolio derzeit über 1.500 m² Wohn- bzw. Gewerbefläche. Ein weiterer Ausbau ist bereits im Geschäftsjahr 2008 geplant.

Das Objekt Hubertusbaderstraße 18, Berlin-Grunewald, erwarb die Gesellschaft mit Kaufvertrag am 21.07.2008. Die dreigeschossige Villa entstand 1912. Dieses Objekt befindet sich in der Entwicklungs- und Sanierungsphase. Bei den Umbaumaßnahmen wird der größtmögliche Erhalt der historischen Substanz angestrebt. Es entstehen eine Gewerbeeinheit auf 517,73 m² und eine exklusive Wohnung mit insgesamt 517,20 m². Die Fertigstellung der Umbau- und Sanierungsmaßnahmen ist für Mai 2009 geplant.

Das Objekt Lilienthalstr. 5c, Berlin Schönefeld-Waltersdorf, wurde zum 08.08.2008 erworben. Die Immobilie befindet sich im Gewerbepark Lilienthal in unmittelbarer Nähe zum Flughafen Berlin-Schönefeld. Das zweistöckige Gebäude wurde in Massivbauweise errichtet und verfügt über ein modernes

Architektur-Design. Die vermietbare Fläche des Gebäudes beträgt insgesamt 669,49 m², welche einen Lagerraum und Produktionsflächen sowie Büroflächen von 310,00 m² beinhaltet.

Die CRE Capital Real Estate Development GmbH hält derzeit drei Objekte (zwei davon unbebaut) in Schkeuditz, Leipzig-Borsdorf und Dresden. Die Aequum GmbH hält ein unbebautes Objekt in Chemnitz.

Immobilienbestand der CR Capital Real Estate AG:

Objekt	Grundstücksfläche in m ²	Vermietbare Fläche in m ²	Wohnfläche in m ²	Gewerbefläche in m ²
14193 Berlin-Grunewald, Hubertusbaderstr.18	1.456,00	1.034,93	517,20	517,73
15732 Berlin Schönefeld-Waltersdorf, Lilienthalstr. 5c	826,00	669,49	0	669,49
Gesamt	2.282,00	1.704,42	517,20	1.187,22

Immobilienbestand der CRE Capital Real Estate Development GmbH:

Objekt	Grundstücksfläche in m ²	Vermietbare Fläche in m ²	Wohnfläche in m ²	Gewerbefläche in m ²
04435 Schkeuditz bei Leipzig, Halle-sches Feld	86.941,00	nicht vorhanden	nicht vorhanden	nicht vorhanden
04451 Leipzig-Borsdorf, Am langen Feld / Am Mittelgraben	nicht vorhanden, da Wohneigentum	234,48	234,48	nicht vorhanden
01328 Dresden, Heinrich-Lange-Str.	15.741,00	nicht vorhanden	nicht vorhanden	nicht vorhanden

Immobilienbestand der Aequum GmbH:

Objekt	Grundstücksfläche in m ²	Vermietbare Fläche in m ²	Wohnfläche in m ²	Gewerbefläche in m ²
09116 Chemnitz, Limbacherstr. 63	7.480,00	2.466,73	nicht vorhanden	2.466,73

Markt und Marktumfeld

Aufgrund der Abkühlung der wirtschaftlichen Entwicklung vieler Länder im Zuge der Finanzmarktkrise, weisen die globalen Immobilienmärkte rezessive Tendenzen auf. Für diese Entwicklung kennzeichnend sind sinkende Investitionsvolumen und steigende Mietpreisrisiken der Immobilienmärkte.

Auch Deutschland kann sich derzeit dem Würgegriff der Finanzmarktkrise und der schwierigen Finanzierungsbedingungen nicht entziehen. So weist eine neue Untersuchung von Jones Lang LaSalle einen Rückgang des Investitionsvolumens des deutschen gewerblichen Immobilienmarktes in Höhe von 60 % aus. Jedoch gilt es diesen Rückgang unter dem Gesichtspunkt der zwei ungewöhnlich starken Jahre 2006 und 2007 zu betrachten. Diese zwei Jahre profitierten vor allem durch niedrige Zinsen, globales Wirtschaftswachstum, attraktive Renditen und eine hohe Produktverfügbarkeit, so dass sie eine Ausnahmesituation darstellen. Erwartet wird für das Gesamtjahr 2008 ein Transaktionsvolumen von 20 Mrd. € bis 23 Mrd. €, was einem Rückgang von 30 % bis 40 % entspricht.

Im Gegensatz zu den sinkenden Investitionsvolumen sind die Risiken im Bereich der Mietmärkte gemäß einer aktuellen Studie in den ersten sechs Monaten dieses Jahres sogar gesunken. Die HSH Nordbank erklärt diese Situation in ihrem Immobilien-Risikotrend mit einer steigenden Zahl der Beschäftigten, die die Nachfrage auf einem konstant hohen Niveau halten. Die Fertigstellung neuer Flächen bis zum Jahr 2011 wird zu einem Anstieg des Mietrisikos führen, wird sich aber dennoch auf einem mittleren Niveau bewegen.

Es gilt festzuhalten, dass die schlechteren Finanzierungsbedingungen und die verteuerte Verfügbarkeit von Krediten im Zuge der Finanzmarktkrise zu einem geringeren Bestandswachstum und weiter sinkenden Transaktionsvolumen führen könnten. Regionale Einflüsse erschweren ein Ableiten allgemeingültiger Aussagen.

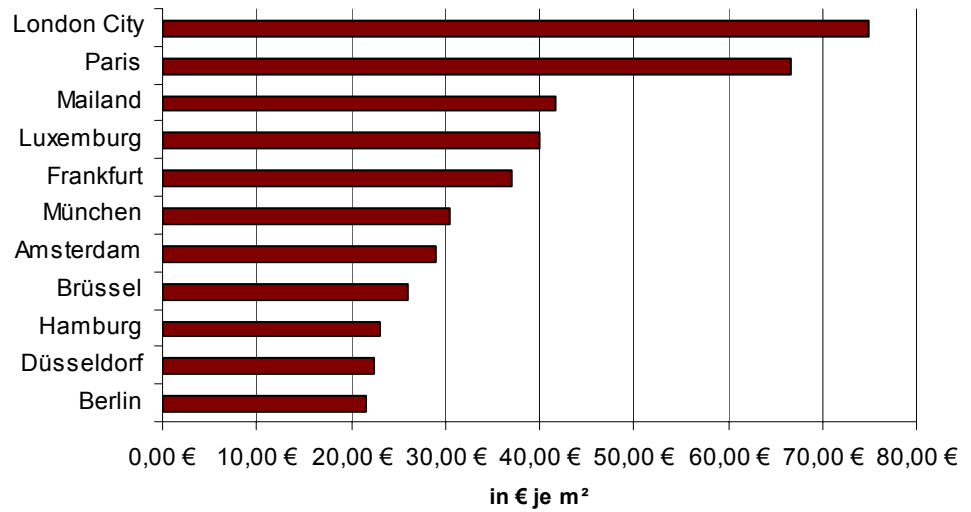
Immobilienmarkt Berlin

Die Geschäftstätigkeit der CR Capital Real Estate konzentriert sich auf den Berliner Markt. Dieser regionale Fokus umfasst damit die mit 3,4 Mio. Einwohnern größte Stadt Deutschlands, die hinsichtlich ihrer Dichte und Ausdehnung ebenfalls einen Spitzenplatz in Deutschland einnimmt. Dynamisch ist auch das weitere Wachstum, das in einer immer noch nachhaltigen und erheblichen Zuwanderungsrate, hier insbesondere von Hochqualifizierten, begründet liegt. Einer aktuellen Studie (European Cities & Regions of the Future 2008/09) zufolge, gehört Berlin neben London und Paris zu den drei Wirtschaftsstandorten Europas mit den besten Zukunftsperspektiven.

Dieser zunehmende Anreiz wurde in einer aktuellen Umfrage der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PriceWaterhouseCoopers (PWC) belegt. Demnach verbesserte sich die deutsche Hauptstadt im internationalen Städteranking der attraktivsten Immobilienstandorte Europas, von Platz 25 auf Platz 9. Dennoch weist Berlin sowie im internationalen als auch im nationalen Vergleich ein vergleichsweise niedriges Büromietniveau aus. Aufgrund einer zunehmenden Attraktivität konnte der Berliner Immobilienmarkt Anreize, sowie für inländische als auch ausländische Investoren schaffen und sich bislang dem Würgegriff der Finanzmarktkrise entziehen und eine stabile Entwicklung im abgelaufenen Jahr 2007 aufweisen. Wie sich die Entwicklung in

2008 und 2009 gestaltet, ist derzeit nicht eindeutig abzusehen. Die CR Capital beabsichtigt Investitionen in Top-Lagen, die weitgehend preisstabil sein sollten.

Büromieten in Europa und Deutschland 2007

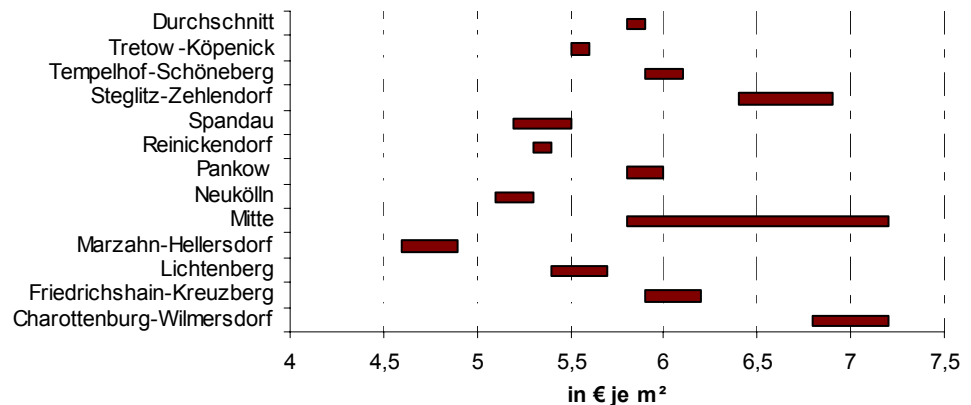


Quelle: IVG Immobilien

Das unterschiedliche Niveau der Büromieten je m² Bürofläche steht hier exemplarisch für die generellen Mietpreisrelationen, auch für jene von Wohnraum zwischen den europäischen und deutschen Großstädten.

Dieses derzeitige niedrige Mietniveau der deutschen Hauptstadt, das aus einem realen Rückgang der Mieten hervorgegangen ist, steht laut einer Einschätzung von GSW und Jones Lang LaSalle mittelfristig vor einer Phase des Mietpreisanstieges. Eine Triebkraft dieser Entwicklung ist ein hohes Aufholpotenzial, das aus einer wachsenden Nachfrage und Kaufkraft resultiert. Fundamentale Tendenzen, die nach wie vor und insbesondere auf dem Berliner Wohnungsmarkt auf eine Verknappung hindeuten, zeigen die Kluft zwischen dem geringen Angebot und der wachsenden Nachfrage begehrter City- und Cityrandgebiete auf, die zum Teil einen erheblichen Mietpreisunterschied aufweisen.

Mietpreisspanne 2.HJ 2007



Quelle: GSW, Jones Lang LaSalle

Mit dem Investitionsschwerpunkt der CR Capital Real Estate AG auf die besten und begehrtesten Lagen im Großraum Berlin und damit zugleich der Konzentration auf den Berliner Bezirk Charlottenburg-Wilmersdorf, wird ein Kreis einkommensstarker Haushalte adressiert, die deutlich über dem Berliner Durchschnitt liegen. Zudem sind die Mieten der angebotenen Wohnungen auch im Verhältnis zu den oft hohen Einkommen überdurchschnittlich hoch. Dadurch werden gemäß Studien Mieter mit teils langjährigen Bestandsmietverträgen mittelfristig im Zuge der zunehmend hohen Mietforderungen, den Beziehern höherer Einkommensschichten weichen müssen (Quelle: GSW, Jones Lang LaSalle).

Insgesamt wird von einer spürbaren Belebung des Wohnimmobilienmarktes ausgegangen. Das Wirtschaftswachstum des vorangegangenen Jahres wird sich dabei voraussichtlich zunächst zeitverzögert aber mittelfristig in den Mietpreinsniveaus niederschlagen. Zusätzliche positive Effekte werden aus der derzeitigen Verknappung des Berliner Wohnungsmarktes erwartet. Dieses mittel- bis langfristige Aufholpotenzial im Vergleich zu anderen Städten ist auch die vorherrschende Einschätzung der Investoren, die auf eine langfristig wachsende Nachfrage setzen. Die weitere Entwicklung der Finanzmarktkrise, die zu einem kurzzeitigen Ende der Erholung führen könnte, bleibt dabei aber weiterhin unter kritischer Beobachtung.

Beim Berliner Gewerbeimmobilienmarkt wird angesichts nur geringerer spekulativer Bautätigkeiten von einem beschleunigten Rückgang moderner Flächen ausgegangen. In Folge wird für hochwertige Flächen ein weiterer Mietpreisanstieg erwartet. Jedoch könnte auch die Entwicklung der Berliner Gewerbeimmobilien kurzzeitig von der derzeitigen Krisensituation internationaler Finanzmärkte negativ beeinflusst werden. Langfristig sollte sich die Preissituation von einem niedrigen Niveau nach oben entwickeln.

Rechtsform REIT

Die geplante Erlangung eines REIT-Status der CR Capital Real Estate AG und somit der Körperschafts- und Gewerbesteuerbefreiung für 2009 und 2010 bedingt die Erfüllung gesetzlicher Voraussetzungen. Diese seit dem 01.01.2007 geltenden Voraussetzungen basieren auf dem Vorbild der USA und anderer Staaten in Europa zur Schaffung einer neuen Asset-Klasse im Rahmen einer steuerbefreiten Immobilien-Aktiengesellschaft. Im Wesentlichen muss die CR Capital Real Estate AG folgendes erfüllen:

- Aktiengesellschaft mit Sitz und Geschäftsleitung in Deutschland;
- Beschränkung der Geschäftstätigkeit auf den Erwerb, das Halten, Verwalten und Verkauf von Immobilien;
- Die REIT-AG darf keinen Handel mit ihren Immobilien betreiben (Ausnahme: maximal 50 % dieses Vermögens innerhalb von 5 Jahren);
- Mindestens 25 % der Aktien müssen sich im Zeitpunkt der Börsenzulassung im Streubesitz befinden, dauerhaft beträgt dieser Wert jedoch lediglich 15 %;
- Mindestens 90 % des handelsrechtlichen Jahresüberschusses muss an die Aktionäre ausgeschüttet werden;
- Das Eigenkapital des Konzern- oder Einzelabschlusses nach IFRS darf 45 % des Immobilienvermögens (Zeitwert nach IAS 40) nicht unterschreiten;
- Mindestens 75 % der Aktiva muss Immobilienvermögen sein;
- Mindestens 75 % der Umsatzerlöse müssen aus Immobilienbeständen stammen.

Die Einführung von REIT-Gesellschaften soll zusätzlich durch die sogenannte Exit-Tax gefördert werden, auf deren Grundlagen die Unternehmen bei einem Verkauf von Immobilien an eine deutsche REIT oder „Vor-REIT“ nur die Hälfte des Gewinns versteuern müssen. Diese steuerliche Vergünstigung beabsichtigt somit die Aufdeckung der stillen Reserven beim Verkauf der Immobilien. Einschränkend wirkt sich jedoch die zeitliche Eingrenzung des Gesetzgebers, der ein solches Geschäft ab dem 01. Januar 2010 nicht mehr durch die Exit-Tax fördern wird. Der ab dem 01. Januar 2009 geplante Status als „Vor-REIT“ ermöglicht der Capital Real Estate AG eine Inanspruchnahme der Exit-Tax.

Der „Vor-REIT“

Die Anforderungen an eine REIT-AG können von den Immobiliengesellschaften in einer Vorstufe als Vor-REIT Unternehmen erfüllt werden. Hierdurch soll den Immobilien-Aktiengesellschaften ermöglicht werden, die Struktur ihres Immobilienbestandes innerhalb der Übergangsphase an die gesetzlichen Ansprüche anzupassen. Zeitliche Anpassungsgrenzen werden vom Gesetzgeber auf das Jahr nach der Anmeldung des Vor-REIT-Status festgeschrieben. Wird die Vermögensstruktur innerhalb dieses Zeitraumes nicht angepasst, so entfällt der Status als Vor-REIT zum Ende des Geschäftsjahres.

Besteuerungsgrundsätze eines REIT und Vor-REIT

Grundsätzlich ist die REIT-Gesellschaft vollständig von der Körperschafts- und Gewerbesteuer befreit. Dabei werden Tochtergesellschaften vom Gesetzgeber als eigenständige Steuersubjekte angesehen, so dass diese der Ertragssteuerpflicht unterliegen können. Somit ist eine vollständige Steuerbefreiung nur auf Konzernebene möglich.

Weiterhin eröffnet die hohe Ausschüttungsquote einer REIT-Gesellschaft den Investoren eine neue Anlageform. So werden die Erträge auf Gesellschaftsebene grundsätzlich nicht versteuert. Privatinvestoren mit REIT-Aktien im Privatvermögen müssen die Ausschüttungen ab dem 01.01.2009 grundsätzlich mit Abgeltungswirkung auf die persönliche Einkommenssteuer versteuern. Damit unterliegen diese Dividenden einem Steuersatz von 25 % zuzüglich dem Solidaritätszuschlag, sofern der Sparer-Pauschalbetrag von 801,00 € bzw. 1.602,00 € für zusammenveranlagte Ehegatten nicht überschritten wird.

Stand der REIT-Gesellschaften in Deutschland

Derzeit haben am deutschen Kapitalmarkt lediglich zwei Unternehmen eine Umwandlung in eine REIT-Gesellschaft vorgenommen. Wurde noch nach Inkrafttreten des Gesetzes für die Geschäftsjahre 2007 und 2008 mit 20 REIT-Gesellschaften gerechnet, sind derzeit nur die alstria office REIT-AG und die Fair Value REIT-AG gelistet. Gründe für die bisherige verhaltene Gründungstätigkeit von REITs wird in den strikten Bedingungen gesehen.

Aber gerade diese hohen Anforderungen, hier insbesondere die vergleichsweise hohe Eigenkapitalquote sowie stetige Cash-Flows aus der Vermietung von Bestandsimmobilien, reduzieren das Risikoprofil von REIT-Immobilien-gesellschaften. Für die Investoren entstehen zusätzliche Anreize aus den hohen Ausschüttungsquoten, die mindestens 90 % des Jahresergebnisses betragen. Die CR Capital Real Estate AG kann durch die Umwandlung in den REIT-Status vom vergleichsweise niedrigen Risikoprofil profitieren und sich zusätzliche Vorteile gegenüber Nachzüglern erarbeiten.

SWOT - ANALYSE CR Capital Real Estate AG

Stärken

- Langjährige Gesellschafter- und Managementexpertise
- Skalierbare Mieteinnahmen durch solventes Klientel
- Unabhängigkeit gegenüber Banken durch hohe EK-Quote
- Auch langfristig hohe Eigenkapitalquote geplant
- Stetiger Cash-Flow aus Mieteinnahmen geplant

Schwächen

- Noch kleine Unternehmensgröße und junge –geschichte
- Unternehmenserfolg abhängig von Kapitalerhöhungen
- Umwandlung in eine REIT-AG muss erst noch erfolgen
- Regionaler Investitionsschwerpunkt auf Berlin und Umland

Chancen

- International steigende Nachfrage nach hochwertigen Berliner Immobilien mittelfristig erwartet
- Inflationsschutz und langfristiger Wertzuwachs bei hochwertigen Immobilien
- REIT-Gesellschaften als Investmentmöglichkeit könnten in Zukunft stärker in den Fokus von Anlegern rücken
- Weltweiter Immobilienmarkt könnte nach Beendigung der Finanzmarktkrise deutliche Erholungstendenzen aufzeigen
- Aktuell günstige Investitionsmöglichkeit auf Grund der Finanzkrise

Risiken

- Steigende Zinsen können Investitionsvorhaben erschweren, auch wenn überwiegende Eigenkapitalfinanzierung vorgesehen
- Immobilienpreisentwicklung in Berlin und Umland könnte sich nicht wie erwartet entwickeln
- Aktuell erhöhtes Risiko im Immobiliensektor durch Finanzkrise
- Konjunkturelle Abschwächung könnte zu Schwierigkeiten bei der Vermietung der Objekte führen

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	31.08.2008*	GJ 2008e*		GJ 2009e		GJ 2010e	
Mieteinnahmen	0,000	0,057	0,7%	1,947	45,0%	7,200	51,4 %
Erlöse aus dem Verkauf von Immobilien	0,000	0,000	0,0%	2,376	55,0%	6,800	48,6 %
Erlöse aus dem Verkauf von Beteiligungen	0,000	7,982	99,3%	0,000	0,0%	0,000	0,0 %
Summe Umsatzerlöse	0,000	8,039	100,0%	4,323	100,0%	14,000	100,0 %
Ertrag REIT-DL	0,000	0,000	0,0%	0,560	13,0%	1,500	10,71 %
Aufwendungen für bezogene Leistungen	0,000	-0,003	0,0%	-0,097	-2,2%		
Abgang von Beteiligungsbuchwerten	0,000	-1,200	-14,9%	0,000	0,0%		
Abgang von Immobilienbuchwerten	0,000	0,000	0,0%	-1,108	-25,6%		
Summe Materialaufwand	0,000	-1,203	-15,0%	-1,205	-27,9%	-3,100	-22,1 %
Personalaufwand	0,000	-0,030	-0,4%	-0,150	-3,5%	-0,560	-4,0 %
Abschreibungen	-0,002	-0,025	-0,3%	-0,570	-13,2%	-0,825	-5,9 %
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,046	-0,100	-1,2%	-0,500	-11,6%	-0,500	-3,6 %
EBIT	-0,048	6,681	83,1%	2,458	56,9%	10,515	75,1 %
Zinsergebnis	-0,004	0,005	0,1%	0,300	6,9%	0,400	2,9 %
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-0,052	6,686	83,2%	2,758	63,8%	10,915	78,0 %
Steuern	0,013	-0,073	-0,9%	0,000	0,0%	0,000	0,0 %
Jahresüberschuss	-0,039	6,613	82,3%	2,758	63,8%	10,915	78,0 %
EBITDA	-0,046	6,956		3,028		11,340	
in %		86,53 %		70,04 %		81,00 %	
EBIT	-0,048	6,706		2,458		10,515	
in %		83,42 %		56,86 %		75,11 %	
Ergebnis je Aktie in €	0,00	0,44		0,12		0,32	
Dividende je Aktie in €		0,20		0,25		0,30	

*Rumpfgeschäftsjahr 30.05.08-31.12.08

Bilanzielle Situation

Die bilanzielle Situation der CR Capital Real Estate AG stellte sich zum 31.08.2008 wie folgt dar:

Vermögenswerte

Die kurzfristigen Vermögenswerte mit ca. 2,5 Mio. € setzen sich größtenteils aus den liquiden Mitteln in Höhe von ca. 1,89 Mio. € zusammen. Bei den sonstigen kurzfristigen Vermögenswerten handelt es sich im Wesentlichen um auf Notaranderkonten hinterlegte Kaufpreiszahlungen und Umsatzsteuererstattungsansprüche.

Die langfristigen Vermögenswerte werden bestimmt durch Sachanlagen in Höhe von 2,10 Mio. € und betreffen die beiden bebauten Grundstücke Hubertusbaderstraße 18 (Berlin-Grunewald) und Lilienthalstraße 5c (Berlin-Schönefeld-Waltersdorf). Die zu Anschaffungskosten angesetzten Immobilien werden linear über einen Zeitraum von 33,3 bzw. 40 Jahren abgeschrieben.

Eigenkapital und Schulden

Die kurzfristigen Verbindlichkeiten, insgesamt 2,75 Mio. €, resultieren hauptsächlich aus Kaufpreisverbindlichkeiten für zwei Immobilien, für die die CR Capital Real Estate AG die Kaufpreise auf Notaranderkonten gezahlt hat, sowie einem Darlehen in Höhe von 400 Tsd. € der MAGNUM AG, das mit 6% p.a. verzinst wird. Die Rückstellungen betreffen im Wesentlichen Vergütungen des Aufsichtsrats sowie Abschluss- und Prüfungskosten der einbezogenen Gesellschaften und belaufen sich auf 22 Tsd. €.

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt 15 Mio. €, wurde zum Stichtag am 31.08.08 aber noch nicht voll eingezahlt. Die ausstehenden Einlagen belaufen sich auf insgesamt 11,21 Mio. €. Zum 31.08.2008 wurde ein Bilanzverlust von rund 39 Tsd. € ausgewiesen, was hauptsächlich dem noch negativen operativen Ergebnis zuzuschreiben ist, welches wiederum auf die Gründungsaufwendungen der noch jungen Gesellschaft zurückzuführen ist. Somit ist das Eigenkapital der Gesellschaft mit ca. 3,75 Mio. € zu beziffern.

Insgesamt beläuft sich somit die Bilanzsumme der CR Capital Real Estate AG auf rund 6,52 Mio. €.

Prognose und Modellannahmen

Noch im laufenden Geschäftsjahr 2008 sollen die beiden 100 %igen Beteiligungen CRE Capital Real Estate Development GmbH und Aequum GmbH veräußert werden. Beide Gesellschaften halten zusammen drei unbebaute sowie ein bebautes Grundstück. Durch die Veräußerung sollen gemäß unseren Planungen Umsatzerlöse in Höhe von rund 8 Mio. € generiert werden. Entsprechend der flachen Kostenstruktur soll ein Jahresüberschuss von über 6,0 Mio. € erreicht werden. Auf Grund der Tatsache, dass die Gesellschaft in 2008 noch nicht über einen REIT-Status bzw. Vor-REIT-Status verfügt, greifen die Ausschüttungsregeln für eine REIT-Gesellschaft noch nicht. Das bedeutet, dass für das Geschäftsjahr 2008 noch keine 90 % des Jahresüberschusses ausgeschüttet werden müssen. Vielmehr soll sich die Dividende gemäß unseren Schätzungen auf 0,20 € pro Aktie bzw. ein Gesamtausschüttungsvolumen von 3,00 Mio. € belaufen.

Gemäß der strategischen Ausrichtung der Gesellschaft sollen die Objekte überwiegend eigenkapitalfinanziert sein. Das Unternehmen strebt an, eine mittelfristige Eigenkapitalquote von rund 100 % zu halten. Daher ist geplant, das Wachstum durch Kapitalerhöhungen zu finanzieren. Im Geschäftsjahr 2009 ist voraussichtlich eine solche geplant, wobei das Grundkapital auf 22,50 Mio. € erhöht werden soll.

Die Mittel aus der Kapitalerhöhung sollen in neue Objekte investiert werden, die dann bereits im Geschäftsjahr 2009 gemäß unseren Schätzungen zu Mieteinnahmen in Höhe von rund 2,00 Mio. € führen sollen. Zudem ist bereits in 2009 eine Veräußerung einer Immobilie zu erwarten, die ihrerseits zu Erlösen in Höhe von circa 2,40 Mio. € führen soll. Der Jahresüberschuss sollte sich im Geschäftsjahr 2009 dann auf rund 2,80 Mio. € belaufen. Zusammen mit dem vorgetragenen Bilanzgewinn aus dem Vorjahr kann dann für 2009 eine Dividende in Höhe von 5,63 Mio. € bzw. 0,25 € pro Aktie ausgeschüttet werden. Das entspricht einer Steigerung der Dividende zum Vorjahr um 25 %.

Auch in den Folgejahren ist vorgesehen, die Dividenden kontinuierlich zu steigern. Dabei soll das oben beschriebene Vorgehen weiter praktiziert und neue Investitionen in Immobilien hauptsächlich durch Kapitalerhöhungen finanziert werden. Die von uns erwartete Rendite auf Vermietung und Veräußerungen liegt dabei mit 9-11 % auf Grund der ausgewählten Objekte in hochwertigen Lagen auf einem überdurchschnittlichen Niveau.

Der geplante Aufbau des Portfolios in den kommenden zwei bis vier Jahren sollte zur Folge haben, dass die Mieterträge bis 2011 stark ansteigen. Auch die Handelstätigkeit wird im Zeitraum des Portfolioaufbaus noch verstärkt stattfinden, was sich in höheren Verkaufserlösen niederschlagen sollte. Mit dem Hintergrund der Limitierung des Immobilienhandels nach dem REIT-Gesetz, sollte sich die Handelstätigkeit ab 2010 dann verlangsamen. Entsprechend gehen wir dann in unserem Bewertungsszenario von einem gemäßigerem Wachstum der Immobilienbestände ab dem Geschäftsjahr 2011 aus.

Die Margenstruktur sollte ebenfalls stabil gehalten werden können, so dass wir auch für die zweite Schätzphase auf EBITDA-Basis von einer hohen Marge von 80 % ausgehen. Bedeutsam für unser Bewertungsszenario ist die erfolgreiche Durchführung von mehreren Kapitalerhöhungen.

Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der CR Capital Real Estate AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,25 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,80 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,80 %.

Kapitalkosten von
6,80 % ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	6,80 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	6,00 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	0,00 %
WACC	6,80 %

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2011 - Phase 2	
Umsatzwachstum	5,00 %
EBITDA-Marge	80,00 %
Steuerquote	0,00 %
Working Capital in % vom Umsatz	10,00 %
Umsatz zu OAV	0,12
Abschreibungen vom OAV	2,50 %
Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	3,00 %
Kapitalrendite	7,75 %

Discounted Cashflow-Modell

Die CR Capital Real Estate AG wurde von uns zum Einen anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen (siehe auch Seite 19), erfolgt in den Jahren 2011 bis 2015 eine Verstetigung der Annahmen.

In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,80 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009 entspricht als **Kursziel 3,29 Euro**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario CR Capital Real Estate AG									
in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	Endwert
Umsatz	8,04	4,32	14,00	14,70	15,44	16,21	17,02	17,87	
Umsatzveränderung		-46,22%	223,85%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	3,00%
EBITDA-Marge	86,53%	70,04%	81,00%	80,00%	80,00%	80,00%	80,00%	80,00%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,25	-0,57	-0,83	-0,83	-3,16	-3,26	-3,35	-3,45	
Abschreibungen vom OAV	9,60%	4,06%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	
EBITA	6,71	2,46	10,52	10,93	9,19	9,71	10,26	10,84	
EBITA-Marge	83,42%	56,86%	75,11%	74,38%	59,52%	59,91%	60,30%	60,67%	60,67%
effektive Steuerquote	1,09%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
EBI (NOPLAT)	6,63	2,46	10,52	10,93	9,19	9,71	10,26	10,84	
Working Capital	-2,77	7,54	26,53	1,47	1,54	1,62	1,70	1,79	
Working Capital zu Umsatz	-34,51%	174,49%	189,52%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,60	14,03	33,02	126,42	130,21	134,12	138,14	142,29	
Umsatz zu OAV	3,09	0,31	0,42	0,12	0,12	0,12	0,12	0,13	
Investiertes Kapital (IK)	-0,17	21,57	59,55	127,89	131,76	135,74	139,84	144,07	
Kapitalrendite	-3878,98%	-1437,43%	48,75%	18,36%	7,18%	7,37%	7,56%	7,75%	7,75%
EBITDA	6,96	3,03	11,34	11,76	12,35	12,97	13,61	14,29	
Steuern auf EBITA	-0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in OAV	-0,25	-12,00	-19,82	-94,23	-6,95	-7,16	-7,38	-7,60	
Veränderung des Working Capital	0,00	-10,32	-18,99	25,06	-0,07	-0,08	-0,08	-0,09	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	6,63	-19,28	-27,47	-57,40	5,32	5,73	6,16	6,61	179,92

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	-61,88	-72,72	-58,39	-34,89
Barwert des Continuing Value	106,27	113,50	121,22	129,47
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	44,39	40,77	62,83	94,57
Nettoschulden (Net debt)	-3,92	-10,56	-11,12	-20,62
Barwert aller Optionen (neg. Eing.)	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	48,31	51,33	73,95	115,19
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	48,31	51,33	73,95	115,19
Ausstehende Aktien in Mio.	15,00	15,00	22,50	33,75
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,22	3,42	3,29	3,41

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e
Dividendenzahlung	0,000	-3,000	-5,625	-10,125
Aktienrückkäufe	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwand/ertrag	0,01	0,30	0,40	0,82
Liquiditätszufluss durch Kapitalerhöhung	0,00	22,55	42,19	75,94

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

		WACC				
		5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%
Kapitalrendite	5,7%	2,38	1,59	1,02	0,58	0,23
	6,7%	4,00	2,94	2,15	1,55	1,08
	7,7%	5,63	4,28	3,29	2,53	1,93
	8,7%	7,26	5,62	4,42	3,50	2,78
	9,7%	8,89	6,97	5,56	4,48	3,63

Fairer Wert pro Aktie gemäß DCF-Modell liegt bei 3,29 €

Dividenden Diskontierungs-Modell

REIT-AGs sind gesetzlich verpflichtet mindestens 90 % ihres Jahresüberschusses an die Aktionäre auszuschütten. Aus diesem Grund bietet sich neben der DCF-Bewertung eine Bewertung nach dem Dividenden Diskont-Modell (DDM) an, bei dem die erwarteten zukünftigen Dividenden auf den heutigen Tag abgezinst werden. Dabei haben wir die ersten drei Perioden, in denen eine Dividende ausgeschüttet werden soll, konkret geschätzt. Demnach soll bereits in 2009 eine Dividende, aus dem im Geschäftsjahr 2008 erzielten Erfolg, in Höhe von 0,20 € ausgeschüttet werden. Ab 2010 ist gemäß dem REIT-Gesetz eine Mindestausschüttung von 90 % des Jahresüberschusses vorgesehen.

	Phase 1		Phase 2					Phase 3
	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	Endwert
Datum der Ausschüttung	Juli 2009	Juli 2010	Juli 2011	Juli 2012	Juli 2013	Juli 2014	Juli 2015	
Ausschüttungsfähiger Betrag je Aktie	0,42 €	0,27 €	0,28 €	0,28 €	0,28 €	0,28 €	0,28 €	0,28 €
Dividende je Aktie	0,20 €	0,25 €	0,25 €	0,25 €	0,25 €	0,25 €	0,25 €	0,25 €
Ausschüttungsquote	48%	93%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Dividendenwachstum		25,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Barwert	0,19 €	0,22 €	0,21 €	0,20 €	0,18 €	0,17 €	0,16 €	2,36 €
Summe der Barwerte:	3,69 €							

Dem tragen wir auch in unseren Prognosen für die 2. Phase ab 2011 Rechnung. Hierbei sind wir in der 2. Phase konservativ von konstanten Dividenden ausgegangen.

Schließlich bestimmen wir in der 3. Phase für alle Folgeperioden nach 2015 einen Endwert, bei dem wir ebenfalls konservativ unterstellen, dass es zu keinem weiteren Dividendenwachstum kommt. Die Ausschüttungsquote behalten wir auch für die 3. Phase auf Grund der gesetzlichen Ausschüttungsvorschriften bei 90 %.

Die aufaddierten Barwerte der Dividenden aller drei Phasen ergeben zusammen den fairen Wert pro Aktie. Als Abzinsungsfaktor haben wir 6,80 % und damit die gleichen Eigenkapitalkosten angesetzt, wie beim DCF-Modell. Dabei ergibt sich ein Wert von 3,69 € und damit eine ähnliche Größenordnung wie beim DCF-Modell.

Dividendenwachstum Phase 2

	-5%	-2,5%	0%	2,5%	5,0%
4,80%	4,23 €	4,70 €	5,22 €	5,80 €	6,43 €
5,80%	3,53 €	3,91 €	4,32 €	4,78 €	5,29 €
6,80%	3,03 €	3,35 €	3,69 €	4,07 €	4,48 €
7,80%	2,66 €	2,93 €	3,22 €	3,54 €	3,89 €
8,80%	2,38 €	2,61 €	2,85 €	3,13 €	3,43 €

Eigenkapitalkosten

Fazit

Die CR Capital Real Estate AG ist eine noch sehr junge Gesellschaft und wurde zum 30.05.2008 gegründet. Die beiden Aktionärinnen WINDSOR AG und MAGNUM AG sind dagegen schon lange am Markt vertreten und weisen eine hohe Expertise im Immobilienbereich auf.

Die CR Capital Real Estate AG beabsichtigt in hochwertige Immobilien in guten Berliner Lagen zu investieren. Berlin ist nach verschiedenen Studien eine der aufstrebenden Großstädte Europas. Dennoch sind die Mietniveaus im internationalen Vergleich noch sehr niedrig. Das könnte sich in den kommenden Jahren ändern. Vor allem in den attraktiven und beliebten Bezirken Berlins ist das Potenzial besonders hoch. Dadurch sollten sich überdurchschnittliche Renditen aus Vermietung und Veräußerung von bis zu 11 % erzielen lassen. Neben der Bestandshaltung schließt das Unternehmen jedoch auch nicht aus, Veräußerungen vorzunehmen, um Wertsteigerungen zu realisieren.

Im Jahr 2009 strebt das Unternehmen den REIT-Status an. Dafür wird bis Ende 2008 ein Vor-REIT-Status beim Bundeszentralamt für Steuern beantragt werden. Zudem soll in Kürze ein öffentliches Angebot für die 15 Mio. Aktien erfolgen. Diese sollen jedoch nicht im Rahmen einer Kapitalerhöhung neu geschaffen werden, sondern zur Umplatzierung von Altaktionärsbeständen dienen. Vor dem Hintergrund des derzeitig günstigen Börsenwertes der Gesellschaft könnte die Umplatzierung attraktiv sein.

Zur Strategie der CR Capital Real Estate AG gehört auch, dass ein Großteil der Immobilien mit Eigenkapital finanziert werden sollen. Zu Beginn ist sogar eine 100 %ige Eigenkapitalfinanzierung vorgesehen, um zunächst vollständig bankenunabhängig zu bleiben. Dies ist vor allem vor dem Hintergrund der aktuellen Situation an den Finanz- und Kapitalmärkten positiv zu sehen. Viele Immobilienaktien notieren auch auf Grund der durchschnittlichen hohen Verschuldungen und dem damit zusammenhängenden Zinsrisiko aktuell deutlich unter ihren inneren Werten. Immobilienaktien mit einer hohen Eigenkapitalquote werden derzeit geringere Abschläge beigemessen.

	Kursziel	Gewichtung
DCF-Modell	3,29 €	50 %
DD-Modell	3,69 €	50 %
Gemittelter fairer Wert:	3,49 €	

Die Bewertung der CR Capital Real Estate AG haben wir auf zwei Methoden gestützt. Zum einen haben wir eine Bewertung mittels eines Discounted Cash-Flow-Modells vorgenommen, bei dem wir einen Wert von 3,29 € errechnet haben. Auf Basis der Bewertung per Dividenden Diskontierungsmodell haben wir einen Wert von 3,69 € errechnet. Beide Ergebnisse gewichten wir jeweils zu 50 % paritätisch. Entsprechend liegt der gemittelte faire Wert für die Aktien der CR Capital Real Estate AG gemäß unseren Berechnungen bei 3,49 €. Entsprechend der Tatsache, dass der aktuelle Kurs bei 2,18 € notiert, ergibt sich ein hohes Kurspotenzial bei Erreichen des Planszenarios. Das Rating lautet daher KAUFEN.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleId/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleId/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

(1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

(2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.

(3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.

(4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.

(5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.

(6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.

(7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

(8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.

(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Cosmin Filker, Bankkaufmann, Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de