



## **Researchstudie (Anno)**



**CR Capital Real Estate**

**Rating: Kaufen**

**Stand 29.10.2009**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 20

---

## CR Capital Real Estate AG <sup>\*5</sup>

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 2,09 €**

aktueller Kurs: 1,28  
27.10.2009 / XETRA

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0WMQ53

WKN: A0WMQ5

Börsenkürzel: CRZ

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 15,000

Marketcap<sup>3</sup>: 19,20

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 17,30

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 100,0 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

CBS

### Analysten:

Cosmin Filker

[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

Felix Gode

[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

\*Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
S.22

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Wohnimmobilien; REIT

Mitarbeiter: 3 Stand: 30.6.2009

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Thomas Ehrich



Quelle: BIS

Die Berliner CR Capital Real Estate AG ist ein Vor-REIT und strebt den der ersten deutschen Wohn-REIT in Deutschland an. Cashflows aus Wohnmieten sind im Vergleich zu Gewerbetrieben weniger konjunkturabhängig und damit weniger volatil – für Investoren ein hoher Sicherheitsaspekt. Der operative Fokus der Gesellschaft liegt auf dem Management hochwertiger Wohnimmobilien an sehr guten Standorten am Wachstumsmarkt Berlin/Potsdam. Die Unternehmensstrategie sieht vor, das Immobilienportfolio um REIT-fähige Wohnimmobilien (Neubau und Altbau), aber auch renditeträchtige Gewerbeimmobilien sukzessive zu erweitern und die Wohnquote zu maximieren. Das kommende Portfoliowachstum soll die Ertragslage der mit einer 90%igen Eigenkapitalquote ausgestatteten Gesellschaft deutlich ausweiten.

### Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009e	31.12.2010e	31.12.2011e
Gesamtleistung	3,60	2,32	4,38	4,80
EBITDA	3,20	1,58	3,24	3,07
EBIT	3,19	1,56	3,19	3,01
Jahresüberschuss	3,30	1,50	2,06	2,61

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,22	0,10	0,14	0,17
Dividende je Aktie	0,10	0,10	0,12	0,15

### Kennzahlen

EV/Gesamtleistung	4,81	7,46	3,95	3,60
EV/EBITDA	5,41	10,95	5,34	5,64
EV/EBIT	5,42	11,09	5,42	5,75
KGV	5,82	12,80	9,14	7,53
KBV		1,05		

### Finanztermine:

#### Datum: Ereignis

17.11.2009: Veröffentlichung Q3-Bericht  
01.12.2009: Swiss Equity Real Estate Day  
08.12.2009: VIII. MKK - Kapitalmarktkonf.

### \*\*letztes Research von GBC:

#### Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

14.4.2009: RS / KAUFEN  
31.3.2009: RS

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

## **INHALTSANGABE**

### **Unternehmen**

Geschäftstätigkeit.....	4
Aktionärsstruktur.....	4
Die nächsten Unternehmenstermine.....	4
Zusammensetzung des Immobilienportfolios.....	5

<b>Markt und Marktumfeld.....</b>	<b>6</b>
SWOT-Analyse.....	8

### **Unternehmensentwicklung & Prognosen**

Zahlen im Überblick.....	9
Umsatz- und Ergebnisentwicklung Geschäftsjahr 2008...	10
Bilanzielle Betrachtung zum 31.12.2008.....	11
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2009.....	13
Ausblick und Prognose.....	14

### **Bewertung/ Fazit**

Bestimmung der Kapitalkosten .....	17
Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung.....	18
Fazit .....	19

### **Anhang**

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	20
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	22

## Unternehmen

### Geschäftstätigkeit

Die operative Tätigkeit der Gesellschaft ist das Management hochwertiger Wohn- und Gewerbeimmobilien an sehr guten Standorten im Großraum Berlin. Die CR Capital Real Estate AG strebt die Erlangung des REIT-Status an. Bereits jetzt erfüllt das Portfolio des Unternehmens die gesetzlichen Voraussetzungen für eine REIT-Gesellschaft. Bereits im April 2009 wurde vom Bundeszentralamt für Steuern der Vor-REIT-Status rückwirkend zum 05. Januar 2009 erteilt.

Zudem beabsichtigt die CR Capital Real Estate AG den für REIT-Gesellschaften gesetzlich möglichen Anteil an vermietbarer Wohnfläche zu maximieren, um sich zum ersten „Wohn-REIT“ in Deutschland zu entwickeln. Wohnimmobilien gelten als weniger volatil und ermöglichen gleichzeitig die Erzielung stetiger Cashflows, was für die Investoren einen zusätzlichen Sicherheitsaspekt darstellt.

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. Wesentliche Kriterien beim Ankauf von Immobilien und Baugrundstücken sind die REIT-Fähigkeit, ein günstiger Einkaufspreis, ein guter Mikrostandort, eine gute Bauqualität sowie ein hoher Vermietungsstand. Die Strategie der Gesellschaft erstreckt sich vom Erwerb, der Entwicklung, der Vermietung bis zur Veräußerung von Immobilien.

Der Fokus der Gesellschaft liegt insbesondere auf den Segmenten Wohnimmobilien (Neubau sowie Altbau). Neubauvorhaben werden von der Gesellschaft ausgeführt und sie tritt anschließend als Bestandhalter auf. Wohnungsneubauimmobilien sind dabei im Rahmen der Gesetzgebung vollständig REIT-fähig. Parallel hierzu sollen Altbauten in attraktiven Lagen erworben, renoviert und vermietet werden. Die Strategie der CR Capital Real Estate AG wird durch den Erwerb, der Renovierung und der Vermietung von Gewerbeimmobilien abgerundet.

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Streubesitz	100,0 %

### Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Veröffentlichung Q3-Bericht	17. November 2009
Swiss Equity Real Estate Day, Zürich	01. Dezember 2009
VII. MKK-Kapitalmarktkonferenz, München	08. Dezember 2009

### Zusammensetzung des Immobilienportfolios

Objekt	Grundstücksfläche in m <sup>2</sup>	Gewerbefläche in m <sup>2</sup>	Wohnfläche in m <sup>2</sup>	Vermietbare Fläche in m <sup>2</sup>
Berlin - Grunewald, Lassenstr. 32	3.422	681,29	582,57	1.263,86
Berlin - Grunewald, Hubertusbader Str. 18	1.456	390,62	340,73	731,35
Berlin - Grunewald, Hubertusallee 73	2.869	580,80	506,39	1.087,19
Berlin - Grunewald, Hubertusallee 69	1.735	0	716,00	716,00
Berlin - Schönefeld, Lilienthalstr. 5c	826,00	740,00	0	740,00
<b>Summe</b>	<b>10.308</b>	<b>2.392,71</b>	<b>2.145,69</b>	<b>4.538,40</b>

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Das Portfolio der CR Capital Real AG umfasst zum Bilanzstichtag 31.12.2008 Wohn- und Gewerbeimmobilien mit einer vermietbaren Gesamtfläche von insgesamt 4.538,40 qm. Gemäß der originären Unternehmensstrategie der Gesellschaft, befindet sich der Großteil dieses Immobilienbestandes in eine der besten Berliner Lagen, in Berlin Grunewald. Die Nutzung der Immobilien ist dabei in Gewerbe und Wohnen unterteilt, wobei die gewerblich Nutzung überwiegt. Dabei beläuft sich die Mietvertragslaufzeit auf durchschnittlich rund fünf Jahre.

Vom gesamten Immobilienbestand soll noch im Geschäftsjahr 2009 ein Teil veräußert werden, um mit den frei werdenden finanziellen Mitteln Neukäufe zu finanzieren. So konnte mittlerweile die Stadtvilla Hubertusallee 69 zu einer sehr attraktiven Kondition an eine ausländische Botschaft verkauft werden. Der Verkaufspreis lag beim Faktor 22 der jährlichen Nettokaltmiete. Weiterhin kann sich der in der Tabelle erfasste Immobilienbestand um die Stadtvilla Hubertusbader Straße 18 ebenfalls im Zuge eines Verkaufes zu einer geplant ähnlich attraktiven Kondition reduzieren.

Die Gewerbeimmobilie in der Lilienthalstraße 5c liegt in einer viel versprechenden Lage in der Nähe des in Kürze fertig gestellten neuen internationalen Flughafens Schönefeld. Gleichzeitig repräsentiert sie das Geschäftsmodell der Gesellschaft, die gemäß der Unternehmensstrategie attraktive Investitionsmöglichkeiten auch in anderen Berliner Stadtbezirken sowie im so genannten „Speckgürtel“ der Bundeshauptstadt wahrnehmen wird. Der Schwerpunkt des weiteren Immobilienaufbaus liegt dabei auf der Nutzungsart Wohnen.

## Markt und Marktumfeld

Im Zuge der wirtschaftlichen Abkühlung und der konjunkturellen Schwächeperiode zeigen die deutschen Immobilienmärkte eine im europäischen Vergleich dennoch als stabil einzustufende Entwicklung auf. Krisenbedingte Belastungsfaktoren können vor allem in einer rückläufigen Entwicklung des Transaktionsvolumens ersehen werden. Besonders bemerkbar macht sich hier die eingeschränkte Kreditvergabebereitschaft der Banken, aber auch eine Zurückhaltung ausländischer Investoren, die in der Vergangenheit den Transaktionsmarkt deutlich belebt hatten. Insgesamt lässt sich der Rückgang des deutschen Transaktions- und Investmentmarktes im Immobiliensektor im Vorjahresvergleich auf etwa -60 % beziffern.

Im Gegensatz hierzu präsentiert sich aber der deutsche Mietmarkt von der konjunkturellen Eintrübung weitestgehend unbeeindruckt. In dieser Entwicklung spiegelt sich sowohl die ungebrochen hohe Kaufkraft der Deutschen, als auch ein knapper werdendes Flächenangebot wider.

### Wohnimmobilienmarkt Berlin

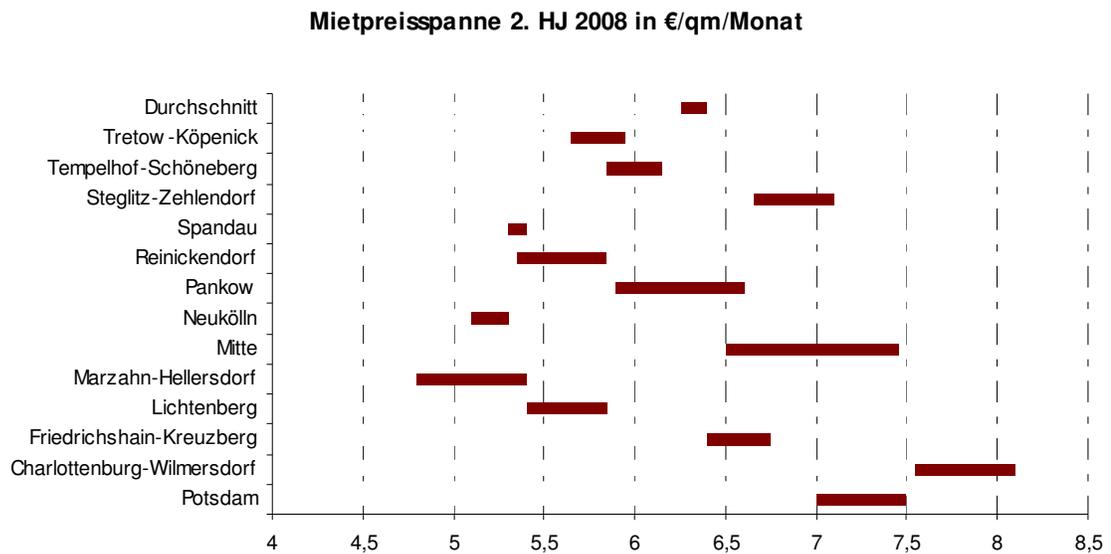
Die beschriebenen Voraussetzungen gelten auch und insbesondere für den Berliner Immobilienmarkt. Die hier betrachtete Entwicklung des Teilmarktes der Wohnimmobilien steht stellvertretend für einen demografisch bedingten Nachfrageanstieg nach Immobilien. Einer unverändert hohen Zuwanderungsrate, die allein im ersten Halbjahr 2008 zu einem Einwohneranstieg von 8.500 geführt hatte, steht ein begrenzter Wohnraum entgegen. Unabhängig von der Zuwanderungsrate wird laut dem neuesten WohnmarktReport von GSW und Jones Lang LaSalle ein allgemeiner Anstieg der Haushalte beobachtet werden. Zurückführen lässt sich dies auf ein zunehmend individualisiertes Wohnen und dem Trend zum Single-Haushalt. Dieser Effekt soll zu einem jährlichen Anstieg der Haushaltszahl von 7.500 beitragen.

Ebenfalls positiv entwickelt hat sich in 2008 auch die Kaufkraft der Berliner Bevölkerung. In diesem Zusammenhang konnte vom Amt für Statistik Berlin-Brandenburg im Jahr 2008 eine Zunahme der Erwerbstätigen im Raum Berlin und Brandenburg festgestellt werden. Trotz Anzeichen der Wirtschafts- und Finanzkrise wurde hier ein Anstieg von 2,1 % ermittelt, der damit über dem bundesdeutschen Durchschnitt von 1,4 % liegt. Auch wenn die Auswirkungen der Finanzkrise in 2009 an Berlin nicht spurlos vorübergehen werden, so zeigt sich die Berliner Arbeitsmarktsituation vergleichsweise stabil. Bezeichnend hierfür ist die Entwicklung der Erwerbstätigen im ersten Quartal des laufenden Jahres, die mit einem Plus von 1,5 % als positiv bewertet werden kann.

Dieser gesteigerten Nachfrage nach Wohnraum steht jedoch nur ein begrenztes Angebot gegenüber. Laut dem WohnungsmarktReport von GSW und Jones Lang LaSalle (Stand: März 2009) lag bis September 2008 die Zahl der Baugenehmigungen niedriger als im Vorjahreszeitraum und dies obwohl bereits im Vorjahr nur eine geringe Fertigstellungsquote von etwa 3.700 neuen Wohnungen verzeichnet wurde. Demgegenüber steht aber der Abgang als Folge von Nutzungsänderungen, Zusammenlegung oder Abbruch von etwa jährlich 18.000 Wohnungen, was damit den Wohnungsschwund noch weiter beschleunigen dürfte.

Insgesamt ergibt sich damit auf dem Berliner Wohnungsmarkt eine Situation, die zwar im Zuge der Finanzmarktkrise von sinkenden Immobilienpreisen geprägt ist. Auf der anderen Seite kann dennoch aufgrund der knappen Angebotslage ein Mietpreisanstieg verzeichnet werden. In 2008 beläuft sich dieser auf 5,8 % und der stadtweite Durchschnitt der Mietpreise liegt bei knapp 6,0 € pro Quadratmeter.

Folgendes Schaubild zeigt die nach Stadtbezirken aufgeteilte Mietpreisspanne auf:



Quelle: GSW; Jones Lang LaSalle, Immobilienscout24

Mit dem Investitionsschwerpunkt der CR Capital Real Estate AG auf die besten und begehrtesten Lagen im Großraum Berlin wird ein Kreis einkommensstarker Haushalte adressiert, der deutlich über dem Berliner Durchschnitt liegt. Auch bewegen sich die Mieten der angebotenen Wohnungen im Verhältnis zu den oft hohen Einkommen auf einem überdurchschnittlich hohen Niveau. Der Investitionsfokus der Gesellschaft erstreckt sich auch auf Potsdam, das ähnliche Voraussetzungen für eine erfolgreiche Vermietbarkeit mitbringt.

### Gewerbeimmobilienmarkt Berlin

Das Portfolio der CR Capital Real Estate entspricht den gesetzlichen REIT-Bestimmungen. Hervorzuheben ist hier die Notwendigkeit, die Mietobjekte derart auszustatten, dass diese einen höheren Mietanteil aus der Vermietung von Gewerbeflächen ausweisen. Demzufolge ist die Entwicklung des Berliner Gewerbeimmobilienmarktes, der in etwa ähnlichen Tendenzen unterliegt wie der eben betrachtete Wohnimmobilienmarkt, für die CR Capital Real Estate AG von hoher Bedeutung.

Laut AtisReal (Stand: 30.06.2009) hat der Berliner Büromarkt, hier stellvertretend für den Gewerbeimmobilienmarkt, im ersten Quartal 2009 mit einem Flächenumsatz von 77.000 qm und damit einem Minus von 1,3 % nur knapp sein Vorjahresergebnis verfehlt. Gleichzeitig konnte jedoch das Leerstandsvolumen um 4 % auf 1,48 Mio. qm abgebaut werden. Insgesamt sind aber auch auf dem Berliner Büroimmobilienmarkt die Auswirkungen der Finanzkrise, wenn auch nur unterproportional, erkennbar. Als Indiz hierfür gilt die rückläufige Entwicklung der Spitzenmiete, die mit 20,50 €/qm knapp 7 % unter dem Vorjahreswert liegt. Weitere deutliche Rückgänge zeichnen sich hier jedoch nicht ab und für das Gesamtjahr wird eine solide Mietpreisentwicklung erwartet.

## **SWOT - ANALYSE CR Capital Real Estate AG**

### **Stärken**

- Bereits erlangter Vor-REIT-Status; REIT-Status geplant
- Wohn-REIT als Alleinstellungsmerkmal
- Klares Geschäftsmodell
- Höhere Unabhängigkeit gegenüber Banken durch hohe EK-Quote
- nachhaltige Cash-Flows durch Fokus auf Wohnimmobilien
- Investmentfokus auf attraktive Lagen und Objekte in Berlin ermöglicht hohe Mietrenditen
- Free-Float von 100 %

### **Schwächen**

- Noch kleine Unternehmensgröße und überschaubares Immobilienportfolio
- Gesellschaft weist bisher noch einen kleinen Track-Record auf
- Niedrige Marktkapitalisierung und geringe Handelsvolumina

### **Chancen**

- Mittelfristig international steigende Nachfrage nach hochwertigen Berliner Immobilien erwartet
- Hochwertige Immobilien bieten Inflationsschutz und langfristigen Wertzuwachs
- Anlegerfokus könnte sich durch die Positionierung als erster „Wohn-REIT“ Deutschlands in Zukunft verstärken
- Attraktive Ausschüttungsregelungen und Steuerbefreiung von REIT-Gesellschaften
- Stabile Entwicklung der Mieterträge im Wachstumsmarkt Berlin in den kommenden Jahren erwartet

### **Risiken**

- Steigende Zinsen können Fremdfinanzierung und damit Investitionsvorhaben erschweren
- Beabsichtigte Kapitalerhöhungen könnten nicht wie vorgesehen platziert werden
- Immobilienpreise in Berlin und Umland könnten sich nicht wie erwartet entwickeln
- Aktuell erhöhtes Risiko im Immobiliensektor durch Finanzkrise
- Konjunkturelle Abschwächung könnte zu Schwierigkeiten bei der Vermietung von Objekten führen

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2008e*	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e
<b>Mieterlöse</b>	<b>0,004</b>	<b>0,520</b>	<b>1,700</b>	<b>3,700</b>
<b>Sonstige betrieblichen Erträge</b>	<b>0,000</b>	<b>0,800</b>	<b>0,800</b>	<b>0,300</b>
Erlöse aus dem Verkauf von Immobilien/Beteiligungen	3,595	7,800	6,271	4,150
Abgang von Immobilienbuchwerten	0,000	6,800	4,390	3,350
<b>Verkaufsergebnis</b>	<b>3,595</b>	<b>1,000</b>	<b>1,881</b>	<b>0,800</b>
<b>Gesamtleistung</b>	<b>3,599</b>	<b>2,320</b>	<b>4,381</b>	<b>4,800</b>
Materialaufwand	-0,004	-0,100	-0,295	-0,590
Personalaufwand	-0,045	-0,160	-0,250	-0,390
Abschreibungen	-0,012	-0,020	-0,045	-0,060
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,350	-0,480	-0,600	-0,750
<b>EBIT</b>	<b>3,188</b>	<b>1,560</b>	<b>3,191</b>	<b>3,010</b>
Zinserträge	0,113	0,065	0,100	0,200
Zinsaufwendungen	-0,004	-0,048	-0,350	-0,600
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,297</b>	<b>1,577</b>	<b>2,941</b>	<b>2,610</b>
Steuern	0,006	-0,080	-0,882	0,000
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,303</b>	<b>1,497</b>	<b>2,059</b>	<b>2,610</b>
EBITDA	3,200	1,580	3,236	3,070
in %	88,91	68,10	73,86	63,96
EBIT	3,188	1,560	3,191	3,010
in %	88,57	67,27	72,84	62,71
Ergebnis je Aktie in €	0,22	0,10	0,14	0,17
Dividende je Aktie in €	0,10	0,10	0,12	0,15

\*Rumpfgeschäftsjahr 30.05.08-31.12.08

## **Umsatz- und Ergebnisentwicklung - Geschäftsjahr 2008**

in Mio. Euro	GJ 2008* <sup>1</sup>
Gesamtleistung* <sup>2</sup>	3,60
EBITDA	3,20
EBIT	3,19
Konzernergebnis	3,30
EPS in Euro	0,22

\*<sup>1</sup> Rumpfgeschäftsjahr Mai-Dezember 2008

\*<sup>2</sup> Umsatzerlöse zzgl. sonst. betrieblichen Erträge

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

### **Umsatzbetrachtung für das Geschäftsjahr 2008**

Im Gründungsjahr der CR Capital Real Estate AG zeigen die zwei umsatzgenerierenden Bereiche des Unternehmens ein differenziertes Bild auf. Das Kerngeschäftsfeld der Bestandsimmobilien, dessen Ziel der Aufbau eines langfristig werthaltigen Immobilienportfolios ist, generierte Mieterlöse in Höhe von 3.744,05 €. Dies ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass die Vermietstätigkeit erst ab Dezember 2008 aufgenommen wurde. Zudem war zum Bilanzstichtag 31.12.2008 die Ausweitung des Immobilienportfolios noch nicht allzuweit vorangeschritten und demzufolge wurden diese Mieterlöse aus der Vermietung von lediglich zwei Objekten erwirtschaftet.

Im Zuge der strategischen Ausrichtung auf Berliner Premiumlagen, hat die CR Capital Real Estate AG sein sächsisches Immobilienportfolio verkauft. Mit dieser Transaktion einhergehend wurde auch die Tochtergesellschaft LYZ Development GmbH veräußert. Im zweiten Geschäftsfeld, dem Immobilienhandel, konnte das Unternehmen hieraus einen Gesamtertrag von 3,60 Mio. € erzielen. In Folge dessen beläuft sich die Gesamtleistung des Unternehmens auf 3,60 Mio. €. Ein Vergleich zum Vorjahr ist nicht möglich, da die Gesellschaft erst im vergangenen Jahr gegründet und operativ tätig wurde.

### **Kostenbetrachtung für das Geschäftsjahr 2008**

Die gesamten Grundstücksaufwendungen, die mit den im Bestand befindlichen Immobilien zusammenhängen, sowie die Personalaufwendungen der Gesellschaft, summieren sich im abgelaufenen Rumpfgeschäftsjahr 2008 auf 0,05 Mio. €. Diese belasteten somit die Ergebnissituation des Unternehmens nur geringfügig.

Eine Vielzahl von Kostenpositionen wie etwa Miete, Werbe- und Reisekosten, Fremdarbeiten, Rechts- und Beratungskosten oder Aufsichtsratsvergütungen werden in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen zusammengefasst. In 2008 beliefen sich diese auf 0,35 Mio. € und stellen damit gleichzeitig die größte Kostenposition dar.

## **Ergebnisbetrachtung für das Geschäftsjahr 2008**

Demzufolge erzielte die Gesellschaft ein operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) in Höhe von 3,20 Mio. €. Gleichzeitig erreicht damit die CR Capital Real Estate AG eine hohe, auf die Gesamtleistung bezogene EBITDA-Marge von 88,9 %.

Die Abschreibungen, die planmäßige Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen und immaterielle Vermögenswerte darstellen, fielen mit 0,01 Mio. € erwartungsgemäß gering aus. Auch hierfür zeigt sich der zum Jahresende ausgewiesene geringe Immobilienbestand verantwortlich. Das Immobilienvermögen wird dabei in der Regel über eine Nutzungsdauer von bis zu 40 Jahren abgeschrieben.

In Summe kann die CR Capital Real Estate AG ein EBIT in Höhe von 3,19 Mio. € und damit eine EBIT-Marge von 88,6 % ausweisen.

Die CR Capital Real Estate AG wies zum Abschlussstichtag einen hohen Bestand an liquiden Mitteln und parallel hierzu nur eine vergleichsweise niedrige Quote an zinstragenden Verbindlichkeiten aus. Ergebnisseitig wird dies insbesondere durch die Zinserträge in Höhe von 0,11 Mio. € abgebildet. Im Gegensatz hierzu sind nahezu keine Zinsaufwendungen angefallen, was damit in Folge zu einem positiven Zinsergebnis von 0,11 Mio. € geführt hat.

Dementsprechend kann das Unternehmen ein Vorsteuerergebnis von 3,30 Mio. € ausweisen. Nach Abzug der Steuern vom Einkommen und Ertrag kann damit das siebenmonatige Rumpfgeschäftsjahr mit einem Jahresüberschuss von 3,30 Mio. € abgeschlossen werden. Dies entspricht einem verwässerten Ergebnis je Aktie (EPS) von 0,22 €. Entsprechend den REIT-Vorschriften, die von der CR Capital Real Estate AG schon heute weitgehend erfüllt werden, sollen auf das HGB-Ergebnis bezogen, 90 % des Jahresüberschusses an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Mit einer hohen Dividende von 0,10 € je Aktie (Ausschüttungsquote 50 %) wird die Gesellschaft diesem Umstand zwar noch nicht gerecht, beteiligte die Aktionäre aber überdurchschnittlich am Jahresergebnis.

## **Bilanzielle Betrachtung zum 31.12.2008**

Die CR Capital Real Estate AG hat im Zuge des im Open Market an der Frankfurter Wertpapierbörse erfolgten Listings eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen in Höhe von 14,95 Mio. € durchgeführt. Zusammen mit dem Gründungskapital von 0,05 Mio. € beläuft sich das gesamte Grundkapital zum Bilanzstichtag 31.12.2008 damit auf 15,00 Mio. €. Unter Hinzurechnung des Bilanzgewinns des Geschäftsjahres 2008 in Höhe von 3,15 Mio. € sowie der gesetzlichen Rücklagen von 0,16 Mio. €, beträgt das gesamte Eigenkapital der Gesellschaft 18,30 Mio. €. Gemessen an der Bilanzsumme von 19,11 Mio. € verfügt die CR Capital Real Estate AG somit über eine sehr komfortable Eigenkapitalquote von 95,8 % und erfüllt damit auch gleichzeitig die REIT-Kriterien, die eine Mindesteigenkapitalquote von 45 % vorsehen.

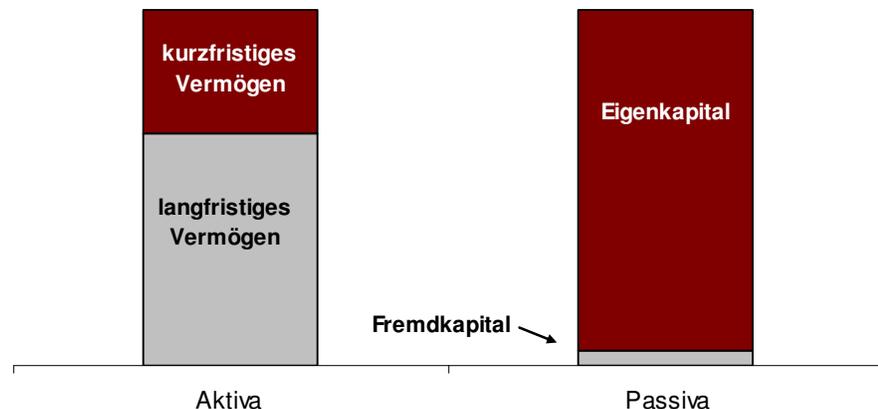
Hiermit wird auch die Strategie der Gesellschaft abgebildet, die im Rumpfgeschäftsjahr 2008 bewusst keine Aufnahme von Finanzmitteln bei Kreditinstituten getätigt hatte. Die Verbindlichkeiten des Unternehmens besteht dabei in Höhe von 0,55 Mio. € hauptsächlich aus noch zu zahlender Grunderwerbssteuer. Weiterhin belaufen sich die Rückstellungen im

lichkeiten aus Lieferungen und Leistungen komplettieren mit 0,08 Mio. € das Fremdkapital von insgesamt 0,81 Mio. €.

Zum Bilanzstichtag 31.12.2008 hielt die CR Capital Real Estate lediglich zwei Immobilienobjekte, die mit einem Wert von 2,56 Mio. € als langfristige Vermögenswerte ausgewiesen wurden. Für drei weitere Grundstücke war zum Zeitpunkt des Jahresabschlusses zwar der Nutzen- und Lastenübergang noch nicht erfolgt, dennoch wurde für diese drei Immobilien eine Anzahlung in Höhe von 3,50 Mio. € getätigt, die somit als geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau bilanziert wurde. Diese dem Sachanlagevermögen zuzurechnende Position beläuft sich auf insgesamt 3,78 Mio. € und damit verfügt die CR Capital Real Estate AG über ein Sachanlagevermögen von insgesamt 6,36 Mio. €. Bereits den Renditeliegenschaften zuzurechnen ist ein Teil einer Immobilie, der seit dem 01. Dezember 2008 vermietet wurde. Unter den Prämissen des Fair-Value wurde diese Teilimmobilie mit einem Verkehrswert von 0,28 Mio. € in die Bilanz aufgenommen. Insgesamt belaufen sich die langfristigen Vermögenswerte der Gesellschaft auf 6,65 Mio. €.

Die kurzfristigen Vermögenswerte der CR Capital Real Estate bestehen im wesentlichen aus liquiden Mitteln, die sich zum Bilanzstichtag auf 8,35 Mio. € summieren. Die sonstigen kurzfristigen Vermögenswerte in Höhe von 4,11 Mio. € enthalten mit 3,53 Mio. € insbesondere die Forderungen aus dem Beteiligungsverkauf sowie eine kurzfristige Darlehensforderung gegen die veräußerte Beteiligung LYZ Development GmbH in Höhe von 0,45 Mio. €.

#### Bilanzstruktur zum 31.12.2008 in Mio. €



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

#### Entwicklung des Cashflows im GJ 2008

Sowohl das positive Ergebnis der CR Capital Real Estate AG als auch die Zunahme der Forderungen im Zusammenhang mit dem Verkauf der Beteiligungen waren die wesentlichen Einflussfaktoren für die Entwicklung des operativen Cashflows im Rumpfgeschäftsjahr 2008. Dabei steht einem positiven Vorsteuerergebnis in Höhe von 3,30 Mio. € ein Forderungsanstieg von 4,03 Mio. € gegenüber. Insgesamt beläuft sich der operative Cashflow der Gesellschaft damit auf -0,75 Mio. €.

Die Investitionen im Geschäftsjahr 2008 entfallen ausschließlich auf den Er-

werb des Anlagevermögens. Aufgrund dessen belief sich der Investitions-Cashflow auf -5,91 Mio. €.

Die Kapitalerhöhung sowie die Einzahlung des Gründungskapitals ließen den Cashflow aus Finanzierungstätigkeit auf 15,00 Mio. € ansteigen.

### **Geschäftsentwicklung 1. HJ 2009**

Die CR Capital Real Estate AG konnte im ersten Halbjahr 2009 mit ihrem Kerngeschäftsfeld der Bestandsimmobilien Mieterlöse in Höhe von insgesamt 0,22 Mio. € erwirtschaften. Generiert wurden diese durch insgesamt drei in Vermietung befindliche Immobilien mit einer Mietfläche von rund 3.000 qm, die zu jeweils unterschiedlichen Zeitpunkten dem Vermietungsstand zugeführt werden konnten. Das Mietniveau dieser Objekte beläuft sich auf 13-14 €/qm und damit auf einem hohen Niveau.

Ein vermietetes Objekt wurde zum Stichtag 30.06.2009 bilanziell als Finanzimmobilie erfasst und demzufolge zum Fair Value bewertet. Der ergebniswirksame Unterschiedsbetrag zum bisher bilanzierten Wert beläuft sich auf 0,35 Mio. € und komplettiert damit gleichzeitig die erwirtschaftete Gesamtleistung auf 0,57 Mio. €. Im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2009 fanden keine Immobilienverkäufe statt.

Der ergebniswirksame Materialaufwand schlug sich im Berichtszeitraum mit 0,05 Mio. € zu Buche. Weiterhin entstanden Personalaufwendungen in Höhe von rund 0,08 Mio. € sowie sonstige betriebliche Aufwendungen von 0,33 Mio. €. Demnach beläuft sich der Gesamtaufwand im ersten Halbjahr 2009 auf rund 0,45 Mio. €.

Ergebnisseitig konnte die Gesellschaft ein EBITDA in Höhe von 0,11 Mio. € aufweisen, was gleichzeitig einer EBITDA-Marge in Höhe von 19,8 % gleichkommt. In erster Linie wirken sich hier die noch fehlenden ergebniswirksamen Zuschreibungen überproportional aus. Zudem wurden im laufenden Geschäftsjahr keine Immobilien oder Beteiligungsbuchwerte verkauft.

Unter Einbezug der planmäßigen Abschreibungen in Höhe von 0,01 Mio. € beläuft sich das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) auf 0,11 Mio. € sowie die hier korrespondierende Marge auf 18,6 %.

Insgesamt verfügt die Gesellschaft auch zum Bilanzstichtag 30.06.2009 mit 4,5 Mio. € über ausreichend liquide Mittel. Vor dem Hintergrund des geringen Fremdmittelbestandes in Höhe von 2,00 Mio. € kann die CR Capital Real Estate AG ein positives Finanzergebnis in Höhe von 0,02 Mio. € ausweisen. In Folge dessen erwirtschaftete die Gesellschaft ein Vorsteuerergebnis in Höhe von 0,12 Mio. €.

Nach Steuerabzug in Höhe von 0,04 Mio. € beläuft sich der Periodenüberschuss auf 0,08 Mio. €, was damit einem Ergebnis je Aktie (EPS) in Höhe von 0,01 € gleichkommt. Hier ist zu berücksichtigen, dass im ersten Halbjahr noch keine Verkäufe getätigt wurden. Diese sollten jedoch in den Folgeperioden zu positiven Ergebnisbeiträgen führen.

## **Ausblick und Prognose**

Erwartungsgemäß wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 die Immobilien der sächsischen Tochtergesellschaften veräußert. Damit hat die CR Capital Real Estate AG die Fokussierung auf den stabilen Berliner Immobilienmarkt unterstrichen, der in diesem Zusammenhang eine gute Basis für die Gesellschaft bietet. Weiterhin positiv bewerten wir die Konzentration der Gesellschaft auf die besten und begehrtesten Lagen Berlins, was auch im derzeitig herausfordernden Konjunkturmilieu überdurchschnittlich zum Unternehmenserfolg beitragen sollte. Objekte aus diesem Investitionsfokus weisen eine höhere Stabilität auf, zumal die derzeitige Mietsituation gegenüber dem Vorjahr fast unverändert ist.

Im Zuge der Bestrebung die Marktpotenziale im Berliner Immobilienbereich auszuschöpfen, hat die Gesellschaft bereits weitere Investitionen vorgenommen. Kürzlich wurde in diesem Zusammenhang der Kauf eines Grundstückes mit einer zu schaffenden Mietfläche in Höhe von ca. 2.200 qm im Bezirk Prenzlauer Berg, einer ebenfalls begehrten Lage im Großraum Berlin, gemeldet. Die CR Capital Real Estate AG plant auf diesem Grundstück die Errichtung eines 7-geschossigen Gebäudes mit Wohnungen. Insgesamt sehen wir hierhin eine Initialtransaktion, da die Gesellschaft weiterhin den Ausbau des Wohnimmobilienportfolios vorantreibt, um sich somit auch gleichzeitig als erster „Wohn-REIT“ Deutschlands zu etablieren. Wohnimmobilien haben generell die Eigenschaft stetiger Cashflows und geringerer Volatilitäten, so dass unserer Ansicht nach Investoren hiervon besonders profitieren sollten.

Die geplante Umsetzung von Neubauvorhaben soll zugleich unter ökologischen Gesichtspunkten realisiert werden, da damit die Gesellschaft auch die Möglichkeit hat, zinsgünstige Kredite der KfW-Gruppe zu beanspruchen. Künftig sollen diese Neubauvorhaben und der Kauf von Immobilien in besten Berliner Lagen durch Investitionen in Ärztehäuser komplettiert werden. Ärztehäuser gelten in diesem Zusammenhang ebenfalls als REIT-fähige Objekte, da sie gewerblicher Natur sind. Auch eine Ausweitung des Investitionsfokus auf Potsdam ist derzeit in Planung. Neben dem Know-How der Gesellschaft in dieser Region, spricht auch der stabile Potsdamer Immobilienmarkt für eine solche Maßnahme.

Die CR Capital Real Estate AG strebt zudem spätestens bis zum Geschäftsjahr 2011 die Erlangung des REIT-Status an. Bereits jetzt erfüllt das Portfolio des Unternehmens die gesetzlichen Voraussetzungen für eine REIT-Gesellschaft. Damit ist die strategische Ausrichtung des Unternehmens klar vorgegeben. So haben wir die gesetzlichen Vorgaben eines eingeschränkt möglichen Immobilienhandels (gemäß REIT-Vorgaben), die hohen aktionärsfreundlichen Ausschüttungsquoten sowie die vollständige Körperschafts- und Gewerbesteuerbefreiung in unseren Prognosen mit berücksichtigt.

## **Umsatz und Ergebnisprognosen 2009**

Für 2009 und für die Folgeperioden haben wir zwei wichtige Umsatzsäulen identifizieren können. Das Immobilienportfolio der CR Capital Real Estate AG umfasst derzeit fünf Immobilien mit einer Gesamtfläche von 4.538 qm. Die Gesellschaft tritt dabei schwerpunktmäßig als Immobilienbestandhalter auf. Dennoch umfasst die Strategie der CR Capital Real Estate AG auch den Verkauf von Immobilien bei entsprechend attraktiven Kaufangeboten. Aufgrund des regen Kaufinteresses von ausländischen Botschaften erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr 2009 den Verkauf von drei Objekten aus dem Immobili-

lienbestand der Gesellschaft. In diesem Zusammenhang hat die Gesellschaft bereits den Verkauf eines dieser Objekte vermelden können. Mit einem attraktiven Multiplikator von 22, bezogen auf die Nettojahresmiete, erwirtschaftete diese Transaktion einen Verkaufserlös in Höhe von 2,46 Mio. €. Gleichzeitig konnte die Gesellschaft einen Buchgewinn in Höhe von etwa 0,10 Mio. € ausweisen. Unseres Erachtens sollte die aktuell rege Nachfrage auch für die weiteren geplanten Immobilienverkäufe gelten, so dass unter ähnlichen Voraussetzungen die CR Capital Real Estate AG einen zusätzlichen Verkaufserlös in Höhe von 5,34 Mio. € erzielen sollte. Somit belaufen sich die in 2009 von uns erwarteten Verkaufsumsätze auf 7,80 Mio. €. Der Buchwert der Immobilien in Höhe von 6,80 Mio. € würde somit ein Ergebnis aus der Verkaufstätigkeit in Höhe von 1,00 Mio. € nach sich ziehen.

Die Mieterlöse, als zweite Umsatzsäule des Unternehmens, werden in 2009 durch die ganzjährige Vermietungstätigkeit des Unternehmens aber auch durch einen sukzessiven Aufbau des Portfolios positiv beeinflusst. Bis Ende des Geschäftsjahres 2009 erwarten wir eine Ausweitung der Mietfläche unter Berücksichtigung der drei vorgenannten Objektverkäufe auf insgesamt 6.800 qm. Damit müsste bis zum Jahresende 2009 das Immobilienportfolio um etwa 3.700 qm erweitert werden. Hier kommt der bereits beschriebene Investitionsfokus der Gesellschaft zum Tragen. Für 2009 erwarten wir eine Mietflächenausweitung durch Investitionen in REIT-fähige Ärzthäuser von insgesamt etwa 2.500 qm. Weiterhin prognostizieren wir einen Aufbau des Altbaubestandes in Höhe von 1.250 qm. Die CR Capital Real Estate wird unseres Erachtens das Neubaugeschäft auch im laufenden Jahr vorantreiben, dennoch sehen wir hieraus aufgrund der längerfristigen Bautätigkeit noch keine umsatzgenerierenden Impulse. Wir erwarten für 2009 Mieterlöse in Höhe von 0,52 Mio. €. Zuzüglich der sonstigen betrieblichen Erträgen in Höhe von 0,80 Mio. € beläuft sich damit die prognostizierte Gesamtleistung auf 2,32 Mio. €.

Weiterhin erwarten wir damit ein EBIT in Höhe von 1,56 Mio. €. Unter Einbezug eines erwarteten positiven Finanzergebnisses in Höhe von 0,02 Mio. € sowie von Steuerbelastungen in Höhe von 0,08 Mio. €, erwarten wir einen Jahresüberschuss auf Basis des Gesamtjahres 2009 in Höhe von 1,50 Mio. €. Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie in Höhe von 0,10 €.

### **Umsatz und Ergebnisprognosen 2010 - 2011**

Unseres Erachtens sollte die CR Capital Real Estate AG im Geschäftsjahr 2010 die gesetzlichen REIT-Vorgaben einer Fremdkapitalquote von mindestens 55 % anvisieren und das Immobilienportfolio durch die Aufnahme von zinsgünstigen Darlehen weiterhin ausbauen. Unter Zuhilfenahme des Fremdkapitals sollte die vermietbare Fläche auf 12.900 qm ausgeweitet werden, parallel hierzu nehmen wir weitere Immobilienverkäufe an. Dementsprechend gehen wir im kommenden Geschäftsjahr 2010 von Mieteinnahmen in Höhe von 1,70 Mio. € aus. Komplettiert werden unsere Umsatzerwartungen von einem Verkaufsergebnis in Höhe von 1,88 Mio. €. Damit beläuft sich unsere Prognose der Gesamtleistung für 2010 auf 4,38 Mio. €.

Weiterhin nehmen wir einen Anstieg der Materialkosten auf 0,30 Mio. € an. Der überwiegende Teil der Bau- und Renovierungskosten wird gemäß Unternehmensangaben ergebnisneutral aktiviert. Flankiert wird diese Entwicklung von einem Anstieg der Personalkosten (0,25 Mio. €), der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (0,60 Mio. €) sowie von Abschreibungen in Höhe 0,05 Mio. €. Dementsprechend erwarten wir für 2010 ein EBIT in Höhe von 3,19 Mio. €. Im Zuge der verstärkten Aufnahme von Bankverbindlichkeiten erwarten wir ein negatives Finanzergebnis in Höhe von 0,25 Mio. € und damit einen

Jahresüberschuss in Höhe von 2,06 Mio. €.

Im Geschäftsjahr 2011 sollte die Gesellschaft gemäß unserer Prognosen einen weiteren Aufbau ihres Immobilienportfolios auf eine Gesamtmietfläche in Höhe von etwa 30.000 qm realisieren. Unter den gleichen Voraussetzungen eines forcierten Ausbaus der Immobilienbestände sowie erwarteter Immobilienverkäufe in Höhe des gesetzlich möglichen Rahmens von 10 %, prognostizieren wir eine Gesamtleistung in Höhe von 4,80 Mio. €. Aufgrund der Annahme eines leichten Anstiegs der übrigen Kostenpositionen erwarten wir auf Jahressicht 2011 ein EBIT von 3,01 Mio. € und einen Jahresüberschuss in Höhe von 2,61 Mio. €.

<b>Prognosen GBC</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
<b>Mieterlöse in Mio. €</b>	<b>0,52</b>	<b>1,70</b>	<b>3,70</b>
Verkaufserlöse in Mio. €	7,80	6,27	4,15
Buchwertabgang	6,80	4,39	3,35
<b>Verkaufsergebnis</b>	<b>1,00</b>	<b>1,88</b>	<b>0,80</b>
<b>Sonstige betriebliche Erträge</b>	<b>0,80</b>	<b>0,80</b>	<b>0,30</b>
Immobilienbestand in qm	6.800	12.900	30.000
<b>Gesamtleistung (inkl. Verkaufsergebnis)</b>	<b>2,32</b>	<b>4,38</b>	<b>4,80</b>
EBITDA	1,58	3,24	3,07
Jahresüberschuss	1,50	2,06	2,61

Quelle: GBC AG

## Bewertung

### DCF 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. 3,50 % (bisher 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 0,72.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,48 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Fremdkapitalkosten belaufen sich auf Basis unserer aktuellen Erwartung auf 5,00 %. Da wir derzeit eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 45 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,11 % (bisher 6,80 %).

WACC von 6,11 %  
ermittelt

<b>Kapitalkosten</b>	
Eigenkapitalkosten	7,48 %
Gewicht in %	45 %
Fremdkapitalkosten	5,00 %
Gewicht in %	55 %
Taxshield in %	0,00 %
<b>WACC</b>	<b>6,11 %</b>

## CR Capital Real Estate AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Wachstum der Gesamtleistung	2,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	66,0%	ewige EBITA - Marge	64,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,2%	effektive Steuerquote im Endwert	0,0%
Working Capital zu Umsatz	83,3%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	Endwert
Gesamtleistung	2,32	4,38	4,80	4,92	5,04	5,17	5,30	5,43	
US Veränderung	-35,5%	88,8%	9,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,17	0,20	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	
EBITDA	1,58	3,24	3,07	3,25	3,33	3,41	3,50	3,58	
EBITDA-Marge	68,1%	73,9%	64,0%	66,0%	66,0%	66,0%	66,0%	66,0%	
EBITA	1,56	3,19	3,01	3,18	3,26	3,34	3,43	3,51	
EBITA-Marge	67,2%	72,8%	62,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,08 5,1%	-0,96 30,0%	0,00 0,0%	0,00 0,0%	0,00 0,0%	0,00 0,0%	0,00 0,0%	0,00 0,0%	0,0%
EBI (NOPLAT)	1,48	2,23	3,01	3,18	3,26	3,34	3,43	3,51	
Kapitalrendite	14,9%	13,1%	11,5%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Working Capital (WC)	3,70	3,80	4,00	4,10	4,20	4,31	4,42	4,53	
WC zur Gesamtleistung	159,5%	86,7%	83,3%	83,3%	83,3%	83,3%	83,3%	83,3%	
Investitionen in WC	-0,40	-0,10	-0,20	-0,10	-0,10	-0,11	-0,11	-0,11	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	13,33	22,42	41,00	41,00	42,03	43,08	44,15	45,26	
AFA auf OAV	-0,02	-0,05	-0,06	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	
AFA zu OAV	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	
Investitionen in OAV	-6,70	-9,14	-18,64	-0,07	-1,09	-1,12	-1,15	-1,17	
Investiertes Kapital	17,03	26,22	45,00	45,10	46,23	47,38	48,57	49,78	
EBITDA	1,58	3,24	3,07	3,25	3,33	3,41	3,50	3,58	
Steuern auf EBITA	-0,08	-0,96	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen gesamt	-7,10	-9,24	-18,84	-0,17	-1,19	-1,22	-1,25	-1,28	
Investitionen in OAV	-6,70	-9,14	-18,64	-0,07	-1,09	-1,12	-1,15	-1,17	
Investitionen in WC	-0,40	-0,10	-0,20	-0,10	-0,10	-0,11	-0,11	-0,11	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-5,60	-6,96	-15,77	3,08	2,14	2,19	2,24	2,30	62,90
	GJ 2009e	GJ 2010e							
Wert operatives Geschäft	29,93	38,72							
Barwert expliziter FCFs	-11,58	-5,33							
Barwert des Continuing Value	41,52	44,06							
Nettoschulden (Net debt)	-1,27	7,44							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	31,21	31,29							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	31,21	31,29							
Ausstehende Aktien in Mio.	15,000	15,000							
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,08	2,09							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,72
Eigenkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	45,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	55,0%
Taxshield	0,0%
WACC	6,1%

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%
5,2%	1,68	1,27	0,96	0,72	0,52
6,2%	2,47	1,93	1,52	1,21	0,95
7,2%	3,26	2,59	2,09	1,69	1,38
8,2%	4,05	3,25	2,65	2,18	1,81
9,2%	4,84	3,91	3,22	2,67	2,24

## Fazit

Die operative Tätigkeit der Gesellschaft ist das Management hochwertiger Wohn- und Gewerbeimmobilien an sehr guten Standorten im Großraum Berlin. Einen wichtigen strategischen Fokus stellen die Wohnimmobilien dar. Somit soll sich die Gesellschaft als erster „Wohn-REIT“ Deutschlands etablieren. Wohnimmobilien haben generell die Eigenschaft stetiger Cashflows und geringerer Volatilitäten, so dass unserer Ansicht nach Investoren durch ein niedriges Risikoprofil besonders profitieren sollten.

Insgesamt zeigt sich die allgemeine Entwicklung des Berliner Immobilienmarktes aufgrund demografisch günstiger Bedingungen auch im derzeitigen Konjunkturmilieu von einer stabilen Seite. Faktoren wie ein Kaufkraftanstieg der Berliner Bevölkerung sowie eine unverändert hohe Zuwanderungsrate stehen einem nur begrenzten Angebot gegenüber. Aufgrund einer dadurch relativ knappen Angebotslage hatte die Finanzkrise nur verhältnismäßig geringe Auswirkungen auf den Berliner Immobilienmarkt, der allgemein sogar durch einen leichten Mietpreisanstieg gekennzeichnet war.

Die Positionierung der CR Capital Real Estate in den besten Berliner Lagen, liefert in diesem Zusammenhang eine gute Grundlage für den künftigen Geschäftserfolg der Gesellschaft. Aufgrund einer regen Nachfrage sollen in 2009 drei Immobilien veräußert werden, parallel hierzu soll die gesamte vermietbare Fläche bis zum Jahresende auf 6.800 qm erweitert werden. Aufgrund der strategischen Ausrichtung der Gesellschaft, die eine Umwandlung in eine REIT-Gesellschaft vorsieht, bewegt sich der Investitionsfokus der CR Capital Real Estate AG innerhalb enger gesetzlicher Rahmenbedingungen. Dabei beabsichtigt das Unternehmen den zulässigen Wohnanteil so weit wie möglich zu maximieren und damit ein ausgewogenes Gewerbe- und Wohnportfolio auszubauen. Mieterträge aus dem Wohnimmobilienbereich gelten dabei als vergleichsweise stabil und bieten damit den Investoren einen zusätzlichen Sicherheitsaspekt.

Zudem sollen künftige Investitionen zum Teil fortan auch durch die Aufnahme von Fremdkapital finanziert werden. Der Gesetzgeber sieht bei REIT-Gesellschaften eine Mindesteigenkapitalquote von 45 % vor. Unter dieser Annahme erwarten wir bis zum Ende 2009 einen Gesamtbestand in Höhe von 6.800 qm sowie 12.900 qm (Ende 2010). Auf Basis dessen prognostizieren wir einen Anstieg der Mieterlöse auf 0,52 Mio. € (2009) und 1,70 Mio. € (2010). Voraussichtlich werden Verkaufserlöse der vorgenannten drei Objekte in 2009 die Gesamtleistung des laufenden Geschäftsjahres ebenfalls positiv beeinflussen. Dementsprechend erwarten wir eine Gesamtleistung in Höhe von 2,32 Mio. € (2009) respektive 4,38 Mio. € (2010). Desweiteren sehen wir in 2009 einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,50 Mio. € und in 2010 von 2,06 Mio. € als realistisch an.

**Auf Grundlage unserer DCF-Bewertung haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 2,09 € ermittelt. Bei einem aktuellen Kursniveau in Höhe von 1,28 sehen wir daher auf Basis unserer Prognosen eine starke Unterbewertung und vergeben das Rating „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:**

**Analyst 1: Cosmin Filker; Dipl. Betriebswirt (FH); Finanzanalyst**

**Analyst 2: Felix Gode; Dipl. Wirtschaftsjurist (FH); 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC<sup>®</sup> 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](mailto:office@gbc-ag.de)