



## Researchstudie (Anno)



### **„Wachstumsstarker Vor-REIT mit deutlicher Unterbewertung“**

**Kursziel: 1,65 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

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

**Kursziel: 1,65**

 aktueller Kurs: 0,87  
 1.7.2010 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A0WMQ53

WKN: A0WMQ5

Börsenkürzel: CRZ

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

 Marketcap<sup>3</sup>: 13,05  
 EnterpriseValue<sup>3</sup>: 14,44  
<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  
 Seite IV

**Unternehmensprofil**

Branche: Immobilien

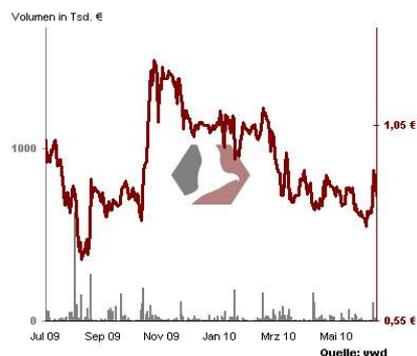
Fokus: Wohnimmobilien

Mitarbeiter: 3 Stand: 31.12.2009

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Thomas Ehrich



Der operative Fokus der CR Capital Real Estate AG liegt auf der Entwicklung von Wohn- und Gewerbeimmobilien im Großraum Berlin/Potsdam. Der Akquisitionsfokus der Gesellschaft liegt auf Wohnimmobilien, geplant wird den Anteil der Wohnimmobilien im Immobilienportfolio sukzessive zu steigern. Cashflows aus Wohnmieten sind im Vergleich zu Gewerbemieten weniger konjunkturabhängig und sind damit weniger volatil – für Investoren ein hoher Sicherheitsaspekt. Die Unternehmensstrategie sieht vor, das Immobilienportfolio um REIT-fähige Wohnimmobilien (Neubau und Altbau), aber auch um renditeträchtige Gewerbeimmobilien zu erweitern und somit die Wohnquote zu maximieren. Das kommende Portfoliowachstum soll die Ertragslage der Gesellschaft deutlich ausweiten.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Gesamtleistung	3,60	7,76	4,42	4,64
EBITDA	3,20	0,92	1,89	3,29
EBIT	3,19	0,87	1,87	3,24
Jahresüberschuss	3,30	0,61	1,12	2,19

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,22	0,04	0,07	0,15
Dividende je Aktie	0,10	0,06	0,05	0,13

Kennzahlen				
EV/Gesamtleistung	4,01	1,86	3,27	3,11
EV/EBITDA	4,51	15,70	7,64	4,39
EV/EBIT	4,53	16,60	7,72	4,46
KGV	3,95	21,25	11,66	5,95
KBV		0,75		

**Finanztermine:**
**Datum: Ereignis**

 12.08.2010: Veröffentlichung HJ-Bericht  
 11.11.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht

**\*\*letztes Research von GBC:**
**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**

 26.1.2010: RS / 2,09 / KAUFEN  
 6.11.2009: RG / 2,09 / KAUFEN  
 29.10.2009: RS / 2,09 / KAUFEN  
 9.9.2009: RG / KAUFEN  
 14.4.2009: RS / KAUFEN

 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

Konsolidierungskreis der CR Capital Real Estate AG.....	1
Aktionärsstruktur.....	1

## Markt und Marktumfeld

Immobilienmarkt Deutschland.....	2
Wohnimmobilien Berlin.....	2
Gewerbeimmobilien Berlin.....	3

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung 2009.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Kosten-/Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle Situation 2009.....	5
Entwicklung des Cashflow.....	6
Geschäftsentwicklung Q1 2010.....	6
SWOT-Analyse.....	7
Immobilienportfolio.....	8
Zahlen im Überblick	9
Umsatzprognosen.....	10
Ergebnisprognosen.....	11

## Bewertung/ Fazit

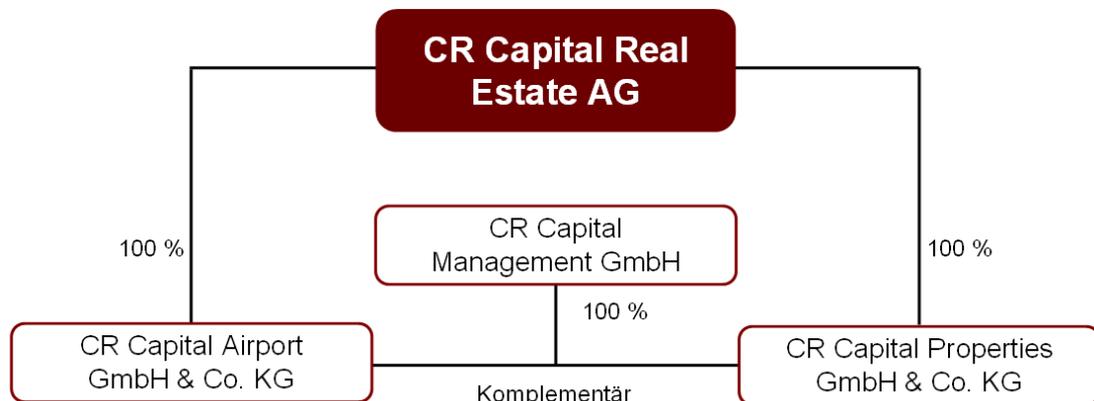
DCF-Bewertung.....	12
Modellannahmen.....	12
Bestimmung der Kapitalkosten.....	12
Bewertungsergebnis.....	12
Fazit .....	14

## Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	II
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	IV

## Unternehmen

### Konsolidierungskreis der CR Capital Real Estate AG



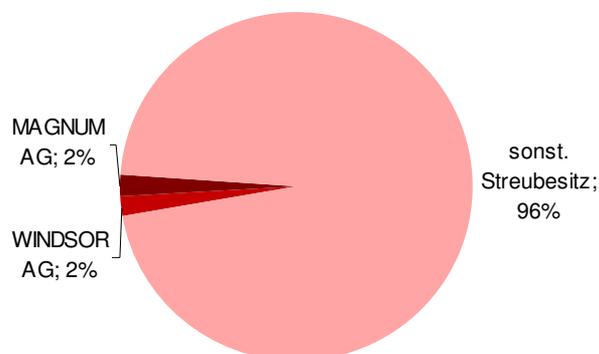
Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Die Unternehmensstruktur der CR Capital Real Estate AG (nachfolgend CR Capital) zeigt eine Konzernobergesellschaft, die jeweils zu 100 % an den operativen Gesellschaften CR Capital Airport GmbH & Co. KG sowie der CR Capital Properties GmbH & Co. KG beteiligt ist. In der erstgenannten Tochtergesellschaft sind Gewerbeimmobilien aus dem Umfeld des neuen Berliner Großflughafens Berlin Schönefeld gebündelt. Die CR Capital Properties GmbH & Co. KG vereint die Projektierung (Neubau- und Sanierungsmaßnahmen) sowie die Bestandshaltung von Wohnimmobilien. Als Komplementärin beider Tochtergesellschaften fungiert dabei die CR Capital Management GmbH (ehemals Aequum Immobilien GmbH).

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner (in %)	zum 31.12.2008	zum 22.06.2010
WINDSOR AG, Berlin	52,97 %	2,00 %
MAGNUM AG, Berlin	46,3 %	2,00 %
sonstiger Streubesitz	0,7 %	96,0 %
<b>Summe</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

#### Aktionärsstruktur 22.06.2008



Quelle: GBC AG

## Markt und Marktumfeld

### Immobilienmarkt Deutschland - Deutliche Schwäche in 2009; Stabilisierung mittlerweile aber erfolgt

Im abgelaufenen Kalenderjahr 2009 musste Deutschland durch die größte Rezession der Nachkriegszeit einen Rückgang der Wirtschaftsleistung in Höhe von 5,0 % verzeichnen. Staatliche als auch private Ausgaben, aber auch eine Zunahme der Bauinvestitionen und eine Stabilisierung der Industrieproduktion signalisieren jedoch eine Bodenbildung des BIP-Rückgangs. Führende Wirtschaftsinstitute rechnen in diesem Zusammenhang für 2010 mit einem leichten Wirtschaftsaufschwung, der sich auf etwa 1,5 % belaufen dürfte.

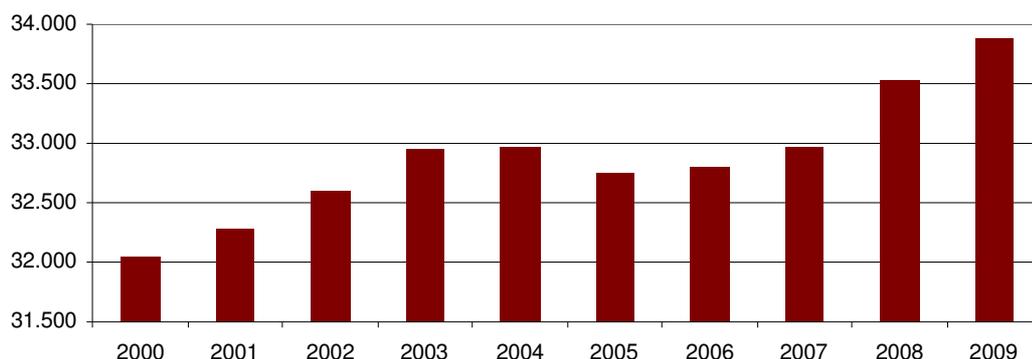
Der deutsche Immobilienmarkt konnte sich von den allgemeinwirtschaftlichen Vorgaben nicht lösen und erhebliche Belastungen konnten hier insbesondere im ersten Halbjahr 2009 beobachtet werden. Ein Rückgang des Transaktionsvolumens auf Gesamtjahresbasis 2009 in Höhe von etwa 50 % (Quelle: BNP Paribas Real Estate, Property Report 2010) verdeutlicht die Auswirkungen der Finanzkrise. Jedoch konnte hier im Zuge einer zaghaften Erholung der deutschen Wirtschaft, speziell zum Jahresende hin, wieder eine gewisse Normalisierung des Umsatzvolumens beobachtet werden.

Die Entwicklung auf dem deutschen Mietermarkt zeigte sich in 2009 vor diesem Hintergrund als verhältnismäßig stabil. Hierhin spiegelt sich eine nach wie vor hohe Kaufkraft der deutschen Bevölkerung wider, welche eng mit einer stabilen Entwicklung des Arbeitsmarktes verknüpft ist. Zugleich muss man festhalten, dass der deutsche Mietermarkt insbesondere in den wachstumsstarken Regionen sogar profitieren konnte.

### Wohnimmobilien Berlin - Attraktives Aufholpotenzial aufgrund zunehmender Verknappung

Als eine mittlerweile wachstumsstarke Region profitiert Berlin regional von einer vergleichsweise stabilen konjunkturellen Entwicklung. Ersichtlich wird dies an einem BIP-Rückgang im Krisenjahr 2009 in Höhe von lediglich 0,7 %, während im Vergleich dazu alle Flächenbundesländer erheblich höhere konjunkturelle Einbußen verkraften mussten. Diese Entwicklung ist Ausdruck einer hohen Bedeutung der Dienstleistungsbranche in der Bundeshauptstadt, welche sich aufgrund der geringen Exportabhängigkeit besonders stabilisierend auswirkte. In Verbindung hierzu konnte erneut eine Zunahme der Kaufkraft der Berliner Bevölkerung beobachtet werden, einem wichtigen Inputfaktor für die Immobiliennachfrage.

#### Kaufkraft in Berlin (€ je Arbeitnehmer)



Quelle: Statistische Ämter des Bundes und der Länder

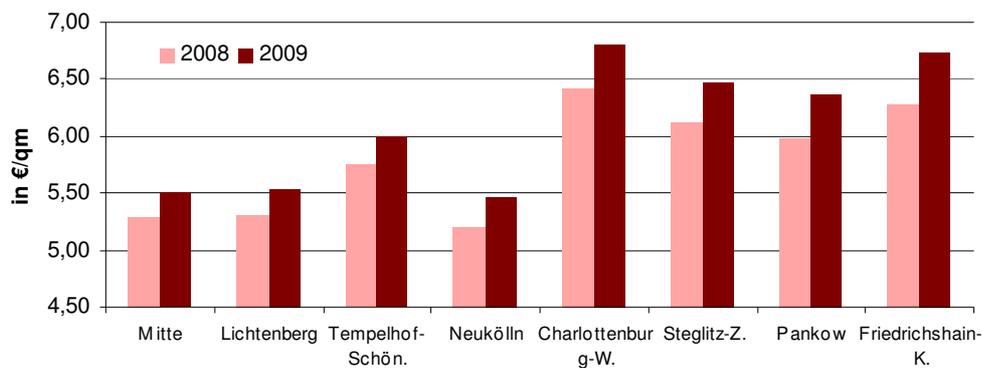
Entgegen des bundesdeutschen Durchschnitts weist Berlin zudem in den letzten Jahren ein Bevölkerungswachstum und damit eine stabile Nachfragebasis nach Immobilien auf. Zurückführen lässt sich dies auf einen nach wie vor stetigen Zustrom der Bevölkerung aus dem Ausland und dem Umland Berlins. Dementsprechend zeigt die Entwicklung der für die Analyse der Wohnungsnachfrage wichtigen Anzahl der Haushalte ähnliche Tendenzen auf. Dabei steigt sie aufgrund einer Alterung sowie Individualisierung der Einwohner (Quelle: GSW Wohnmarktreport 2010) an. Laut Verband Berlin-Brandenburgischer Wohnungsunter-

nehmen (BBU) soll die Zahl der Berliner Haushalte bis zum Jahr 2014 um 47.000 und damit um etwa jährlich 10.000 Haushalte zunehmen.

Dem steht in der Bundeshauptstadt jedoch ein stagnierendes Immobilienangebot entgegen, welches in den letzten Jahren, nach dem bautensiven Jahr 2000, von einer geringen Neubautätigkeit geprägt war. Laut Angaben des Statistischen Landesamtes in Berlin lag die Anzahl der Genehmigungen in den ersten drei Quartalen 2009 bei 2.105, dies entspricht einer Neubaurate von 0,15 %. Parallel hierzu weist der Berliner Wohnimmobilienmarkt bedingt durch Abrisse, Sperrung und Zusammenlegungen einen kontinuierlichen Wohnungsschwund auf (Quelle: GSW Wohnmarktreport 2010), so dass einer immer höheren Nachfrage ein immer knapper werdendes Flächenangebot gegenüber steht.

Folgerichtig hat die dargestellte Situation zu einem Anstieg der ohnehin günstigen Mietniveaus in Berlin geführt. Berlinweit liegt die durchschnittlich erzielte Miete je Quadratmeter in 2009 bei 5,85 € und weist damit gegenüber dem Vorjahr einen Anstieg in Höhe von 4,5 % auf. Zwar kann diese Entwicklung als attraktiv beschrieben werden, Berlin liegt jedoch im Vergleich zu den anderen deutschen Ballungszentren nach wie vor im äußerst preisgünstigen Bereich. Demnach lässt sich für den Berliner Wohnungsmarkt ein sehr gutes Aufholpotenzial ableiten. Folgende Grafik zeigt die Mietpreisentwicklung aufgeteilt nach den für die CR Capital wichtigen Berliner Bezirken.

#### Mietpreisentwicklung nach Stadtbezirken (2008-2009)



Quelle: GSW, CBRE

Mit dem Investitionsschwerpunkt auf den Bezirk Charlottenburg-Wilmersdorf konzentriert sich die CR Capital dabei auf eine der besten Lagen Berlins, gleichzeitig weist dieser Bezirk bei der Mietpreisentwicklung eine über dem Berliner Durchschnitt liegende Dynamik (+ 5,8 %) auf.

#### Gewerbeimmobilien Berlin - Leerstand reduziert; Anstieg der Mietpreisniveaus erwartet

Der Berliner Büroimmobilienmarkt (hier stellvertretend für den Gewerbeimmobilienmarkt) kann nach dem schwierigen Krisenjahr 2009 wieder eine positive Entwicklung vorweisen. Die Flächenumsätze von rund 107.000 qm (1.Quartal 2010) lagen dabei um rund 39 % über dem Vorjahresergebnis, gleichzeitig reihen sich diese nahtlos in die positive Tendenz der letzten beiden Quartale ein. Parallel hierzu reduzierte sich der Leerstand gegenüber dem Vorjahresquartal um 2,4 % und liegt aktuell auf einem vergleichsweise niedrigem Niveau von etwa 7,5 %. (Quelle: BNP Paribas Real Estate, City News Q1/2010 Berlin)

Die Auswirkungen der Finanzkrise können ebefalls in der Entwicklung der Spitzenmietniveaus beobachtet werden. Zwar liegt in Berlin die aktuelle Spitzenmiete bei 20,20 €/qm und damit um etwa 1,5 % unterhalb des Vorjahreswertes, deutschlandweit ist diese Größenordnung jedoch noch immer als niedrig einzustufen.

Auf Gesamtjahresbasis dürfte die Entspannung auf dem Berliner Büroimmobiliensektor weiter sichtbar sein, zudem wird mit einem zunehmenden Anstieg der Mietpreisniveaus gerechnet.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Geschäftsentwicklung 2009 - solide gemeistert; 6 Cent Dividende ausgeschüttet

in Mio. €	GJ 2008*	GJ 2009
Gesamtleistung	3,60	7,76
EBITDA	3,20	0,92
EBIT	3,19	0,87
Konzernergebnis	3,30	0,61
EPS	0,22	0,04

\* Rumpfgeschäftsjahr Mai-Dezember 2008

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung - Verkaufserlöse und Bewertungsergebnis dominieren

Einführend gilt festzustellen, dass ein Vergleich der Geschäftsentwicklung des Jahres 2009 mit dem Vorjahr nur sehr eingeschränkt möglich ist. Als Gründungsjahr der CR Capital weist das Geschäftsjahr 2008 für die Monate Mai bis Dezember nur einen sehr geringen Anteil an operativer Tätigkeit auf. Die Erträge dieses Zeitraumes wurden im Zuge der strategischen Ausrichtung hauptsächlich aus der Veräußerung einer Tochtergesellschaft generiert. Aufgrund der zeitlich eingeschränkten Vermietung von Objekten fielen die Mieterlöse in 2008 hingegen nur gering aus.

Im Zuge des Ausbaus des Immobilienportfolios aber auch damit zusammenhängend einer zum Teil ganzjährigen Vermietung von Objekten, konnte die CR Capital im Geschäftsjahr 2009 Mieterlöse in Höhe von 0,49 Mio. € erzielen. Generiert wurden diese im Rahmen der Vermietung von vier Objekten mit einer Gesamtfläche von 7.012 qm. Ein fünftes Objekt (siehe Abschnitt „Immobilienportfolio“ Lilienthalstrasse 5 b) befand sich zwar zum 31.12.2009 im Bestand der Gesellschaft, der Vermietungsbeginn dieses Objektes lag jedoch beim 01.01.2010. Die durchschnittliche Miete des im Jahr 2009 vermieteten Objektbestandes lag bei 8,47 €/qm. Diese ist eine Größenordnung, die vor dem Hintergrund signifikanter Mietsteigerungspotenziale bei den Gewerbeimmobilien in der Nähe des Flughafens Schönefeld, noch ansteigen sollte.

Zusätzlich erzielte die CR Capital Verkaufsumsätze aus der Veräußerung von zwei Stadtvillen an ausländischen Institutionen in Höhe von 5,18 Mio. €. Die Verkaufserlöse lagen in etwa in Höhe der zuvor aufgewerteten bilanziellen Buchwerte. Die dazugehörigen Multiplikatoren auf die Jahresmiete in Höhe von 22 respektive 23 sind jedoch als hoch einzuschätzen und verdeutlichen gleichzeitig die Werthaltigkeit des CR-Portfolios.

Im Zuge der Portfolioausweitung und des operativen Vermietungsgeschäftes hat die Gesellschaft in 2009 im Rahmen einer Projektentwicklung eine zu entwickelnde Wohnimmobilie in Berlin-Prenzlauer Berg (siehe Abschnitt Portfolio) erworben. Diese wird von der CR Capital vollständig entwickelt und neu errichtet und damit entspricht dieses Objekt den gesetzlichen REIT-Kriterien. Mit einer zu erstellenden vermietbaren Fläche von 1.961 qm war die Gesellschaft zugleich in der Lage, das vorher ausgegebene Ziel einer vermietbaren Fläche von nahezu 10.000 qm zu erreichen. Die hierfür angefallenen Erwerbs- und Nebenkosten wurden in Höhe von 0,75 Mio. € erfolgswirksam als Bestandserhöhung erfasst.

Komplettiert wird die Gesamtleistung der CR Capital im Geschäftsjahr 2009 von einer Höherbewertung der Renditeliegenschaften in Schönefeld in Höhe von 1,35 Mio. €. In Summe erzielte das Unternehmen somit eine Gesamtleistung von 7,76 Mio. €, welche damit deutlich über dem Vorjahreswert lag.

## Kosten-/Ergebnisentwicklung - Ergebnis 2009 Basis für Planungen der Folgejahre

Im Geschäftsjahr 2009 lagen die Materialaufwendungen mit 6,02 Mio. € auf einem verhältnismäßig hohen Niveau. In dieser Aufwandsposition ist insbesondere der Buchwertabgang der zwei veräußerten Immobilien berücksichtigt. Diese schlugen mit 5,19 Mio. € zu Buche und lagen damit in etwa auf dem gleichen Niveau der erzielten Verkaufserlöse. Flankiert wird dieser Vorgang von Materialaufwendungen im Rahmen der bereits angesprochenen Projektentwicklung in der Czarnikauer Straße 10 (0,75 Mio. €) sowie von den Bewirtschaftungsaufwendungen.

Unter Hinzurechnung des Personalaufwands in Höhe von 0,17 Mio. € sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von 0,65 Mio. € erzielte die CR Capital ein Ergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA) in Höhe von 0,92 Mio. €. Das EBIT lag mit 0,87 Mio. € auf einem ähnlichen Niveau. Die dazugehörige EBIT-Marge lag bei 13,6 %.

Aktuell befindet sich die CR Capital in einer Aufbauphase, die auch weiterhin von opportunistischen Käufen von Immobilien und Grundstücken gekennzeichnet sein wird. Im Geschäftsjahr 2009 weist die Gesellschaft ein noch kleines Immobilienportfolio auf und finanziert wurde ein Großteil hiervon durch das Eigenkapital der Gesellschaft. Dementsprechend niedrig fielen die Finanzaufwendungen für 2009 aus. Insgesamt lag die Finanzbelastung bei nur 0,07 Mio. €. Demgegenüber stehen jedoch Finanzerträge in Höhe von 0,11 Mio. €. In Summe fiel damit das Finanzergebnis mit 0,04 Mio. € positiv aus.

Die Steuerbelastung lag bei 0,29 Mio. € und infolge dessen weist die CR Capital einen Jahresüberschuss in Höhe von 0,61 Mio. € auf. Dementsprechend lag das Ergebnis je Aktie (EPS) bei 0,04 €. Zwar liegt das erzielte EPS deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus (EPS 08: 0,22 €), hierbei ist jedoch keine Vergleichbarkeit gegeben. Aufgrund des Sondereffektes aus dem Verkauf der Tochtergesellschaft in 2008 sind die Ergebnismargen ungewöhnlich hoch ausgefallen. Unseres Erachtens stellt das Geschäftsjahr 2009 eine bessere Planungsgrundlage als Basis für die folgenden Jahre dar.

Um die Aktionäre am Unternehmenserfolg teilhaben zu lassen, hat die CR Capital auf der Hauptversammlung die Zahlung einer Dividende von 6 Cent je Aktie (Dividendenrendite ca. 6 %) beschlossen und ausgeschüttet.

## Bilanzielle Situation 2009 - EK-Quote von 81,9 %; Finanzkennzahlen äußerst solide

Mit einem Eigenkapital in Höhe von 17,32 Mio. € und damit einer Eigenkapitalquote von 81,9 % ist die CR Capital im Vergleich zu anderen Immobilienbestandhaltern äußerst solide finanziert. Diese komfortable Größenordnung ist jedoch zunächst auf ein Immobilienportfolio zurückzuführen, welches sich noch in der Anfangsphase befindet und noch weiteres Wachstum durch die Aufnahme von Fremdmitteln aufweisen wird. Künftig kann demnach mit einer sinkenden Eigenkapitalquote gerechnet werden, dennoch wird die CR Capital aufgrund des angestrebten REIT-Status aber überdurchschnittlich gut mit Eigenkapital ausgestattet sein. Denn gemäß REIT-Kriterien darf die EK-Quote nicht unter 45 % fallen, CR Capital plant in diesem Zusammenhang eine Mindesteigenkapitalquote von 50 %.

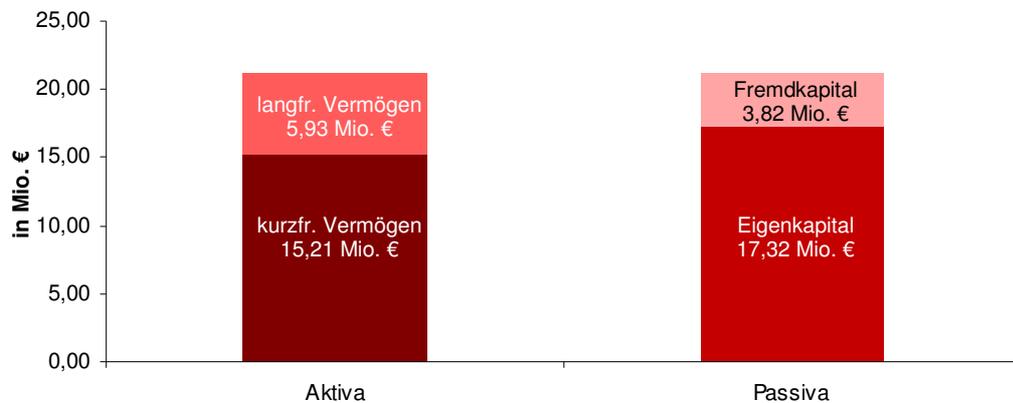
Die Bankverbindlichkeiten belaufen sich derzeit auf 2,95 Mio. €, hiervon ist mit 2,4 Mio. € der Großteil mit einer langfristigen Zinsbindung gesichert. Die Zinssicherung für diesen Betrag wurde auf etwa 10 Jahre festgelegt.

Dominiert wird die Aktivseite der Bilanz durch die zum Verkauf bestimmten Objekte, die in Höhe von 10,79 Mio. € als kurzfristiges Vermögen deklariert sind. Damit wird das Bestreben des Unternehmens, weitere Objekte zu veräußern deutlich. Konkret plant CR Capital (siehe Abschnitt „Immobilienportfolio“) in diesem Zusammenhang den Verkauf der zwei übriggebliebenen Stadtvillen, welche als kurzfristiges Vermögen zu Anschaffungskosten in Höhe von 10,04 Mio. € aktiviert sind.

Den Flughafenimmobilien unterliegt die Absicht einer Bestandshaltung und somit sind diese in den Renditeliegenschaften, der zweiten wesentlichen Position der Aktiva, mit 5,85 Mio. € bilanziert. Sowohl die geplante Wohnimmobilienentwicklung im Prenzlauer Berg als auch

weitere Immobilienkäufe werden künftig diese Position deutlich erhöhen. Folgende Grafik veranschaulicht die Bilanzrelationen zum 31.12.2009.

### Bilanzstruktur zum 31.12.2009



Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

### Entwicklung des Cashflow - Durch Investitionen geprägt

Operativ weist die CR Capital einen Cashflow in Höhe von -0,65 Mio. € aus. Gleichzeitig befindet sich die Gesellschaft in einer Investitionsphase, die sich besonders auf den Investitions-Cashflow belastend auswirkt. Insgesamt wurde in 2009 Anlagevermögen in Höhe von 11,22 Mio. € erworben, im Gegensatz dazu lagen die Eingänge aus dem Verkauf der Tochterunternehmen (aus GJ 2008) bei 2,55 Mio. €. Dementsprechend beläuft sich der Investitions-Cashflow auf -8,67 Mio. € und in folge dessen weist die Gesellschaft einen Free Cashflow von -9,32 Mio. € aus.

### Geschäftsentwicklung Q1 2010 - zu vermietende Fläche auf 12.000 qm ausgeweitet

Auch die ersten drei Monate des laufenden Geschäftsjahres 2010 standen im Zeichen der Ausweitung des Immobilienportfolios. In diesem Zusammenhang erwarb die CR Capital ein weiteres Grundstück mit einer zu schaffenden Mietfläche von rund 2.000 qm im Berliner Bezirk Prenzlauer Berg. Ähnlich wie das bereits erwähnte Wohnimmobilienprojekt wird dieses Grundstück von der CR Capital vollständig entwickelt und neu errichtet und entspricht ebenfalls den REIT-Kriterien. Insgesamt weitete damit die Gesellschaft zum Ende des Q1 2010 die zu vermietende Fläche somit auf annähernd 12.000 qm aus.

Mit dem bestehenden Immobilienportfolio erzielte die CR Capital im ersten Quartal 2010 Mieterlöse in Höhe von 0,19 Mio. €. Diese liegen in etwa bereits auf dem Halbjahres-Niveau des Geschäftsjahres 2009. Weiterhin unterliegen diese noch signifikanten Steigerungspotenziale, insbesondere aus dem Bereich der Gewerbeimmobilien in der Nähe des Flughafens Schönefeld. Beziffert werden die möglichen Steigerungen für das Gesamtjahr 2010 von der CR Capital auf etwa 30 %.

Das erzielte Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) lag zum 31.03.2010 bei 0,02 Mio. €. Erwähnenswert ist hier die Tatsache, dass dieses Ergebnis überwiegend aus der Vermietung ohne einen Beitrag aus Verkaufserlösen zustande gekommen ist. Unterm Strich liegt das ausgewiesene Periodenergebnis in einem ausgeglichenen Bereich.

Nahezu unverändert präsentiert sich die bilanzielle Situation zum Ende des ersten Quartals 2010. Lediglich der erwähnte Erwerb des Grundstückes hatte einen leichten Anstieg des langfristigen Vermögens von 5,93 Mio. € (31.12.2009) auf 6,12 Mio. € zur Folge .

## Immobilienportfolio

	Hubertusallee 73	Lassenstr. 32	Lilienthalstr. 3a-d	Lilienthalstr. 5b	Lilienthalstr. 5c	Czarnikauer Str. 10 (im Bau)
						
<b>Art der Immobilien</b>	Stadtvilla	Stadtvilla	Flughafenimmobilie	Flughafenimmobilie	Flughafenimmobilie	Wohnentwicklung
<b>Vermietbare Fläche</b>	1.087 qm	1.264 qm	3.921 qm	740 qm	740 qm	1.961 qm
<b>Vermietungsbeginn</b>	01.02.2009	01.02.2009	01.12.2008	01.01.2010	01.12.2008	im Bau
<b>Ø Nettokaltmiete</b>	14,50 €/qm	13,00 €/qm	4,34 €/qm	8,50 €/qm	13,78 €/qm	- €/qm
<b>Leerstand zum 31.12.2009</b>	0,0 %	57,0 %*	6,8 %	0,0 %	0,0 %	-

\* verkaufsbedingter Leerstand

Quelle: CR Capital Real Estate AG

In Summe verfügt die CR Capital zum 31.12.2009 über eine gesamte vermietbare Fläche von 7.752 qm. Zusätzlich verstärkt wird das Immobilienportfolio durch das Wohnimmobilienprojekt im Berliner Prenzlauer Berg „Czarnikauer Straße 10“. Geplant ist die Fertigstellung hier für das Jahr 2011. Zugleich hat die Gesellschaft im Q1 2010 in der unmittelbaren Nachbarschaft (Czarnikauer Straße 9) ein weiteres Grundstück für eine Wohnimmobilienentwicklung erworben. Damit beläuft sich der gesamte zu vermietende Immobilienbestand zum 31.03.2010 auf 12.000 qm.

Erwähnenswert in diesem Zusammenhang ist die REIT-Fähigkeit der Wohnobjekte. Die Projekte in der Czarnikauer Straße unterliegen gemäß der REIT-Gesetzgebung keinerlei Einschränkungen, da der Erstellungszeitpunkt nach dem 01.01.2007 erfolgt. Zugleich erfüllen auch die beiden Stadtvillen die Kriterien, da hier in beiden Fällen der Gewerbeanteil bezogen auf die vermietbare Fläche den Wohnanteil überwiegt. Das Objekt Hubertusallee weist in diesem Zusammenhang einen Gewerbeanteil von 53 % auf. Beim Objekt in der Lassenstrasse liegt der Anteil bei 54 %.

Bemerkenswert sind die unterschiedlichen Mietniveaus der Flughafenobjekte, welche von 4,34 €/qm bis 8,50 €/qm reichen. Offenbart wird damit jedoch das mögliche Mietsteigerungspotenzial, insbesondere beim Objekt Lilienthalstr. 3a-d. CR Capital plant den aktuellen durchschnittlichen Mietpreis im Jahr 2010 von 5,27 €/qm um über 30 % auf über 7,00 €/qm anzuheben. Der aktuelle Mietpreis bietet unseres Erachtens die Möglichkeit einer solchen Steigerung (siehe Abschnitt Markt und Marktumfeld).

Wie bereits erwähnt, ist eine Veräußerung bei den beiden Grunewalder Stadtvillen geplant und daher sind beide Objekte auch als kurzfristig veräußerbare Vermögenswerte bilanziert. Gleichzeitig ersichtlich wird damit auch die künftige Strategie der Gesellschaft, die neben dem Mietgeschäft auch einen opportunistischen, im Rahmen der REIT-Gesetzgebung möglichen, Immobilienhandel vorsieht. Der Leerstand des Objektes „Lassenstr. 32“ beruht auf der Veräußerungsabsicht der Immobilie.

## Zahlen im Überblick

in Mio. €	2008	2009	2010e	Δ in %	2011e	Δ in %
Mieterlöse	0,004	0,486	1,261	159,4 %	2,956	134,3 %
Sonstige betriebliche Erträge	3,595	1,344	1,100	-18,2 %	0,400	-63,6 %
Verkaufserlöse	0,000	5,180	10,352	99,8 %	4,682	-54,8 %
Bestandsveränderung	0,000	0,748	-8,290	k.A.	-3,400	-59,0 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>3,599</b>	<b>7,759</b>	<b>4,423</b>	<b>-43,0 %</b>	<b>4,638</b>	<b>4,9 %</b>
Materialaufwand	-0,004	-6,017	-1,850	-69,3	-0,100	-94,6 %
<b>Rohrertrag</b>	<b>3,595</b>	<b>1,742</b>	<b>2,573</b>	<b>47,8 %</b>	<b>4,538</b>	<b>76,4 %</b>
Personalaufwand	-0,045	-0,169	-0,180	6,2 %	-0,250	38,9 %
Abschreibungen	-0,012	-0,049	-0,020	-59,4 %	-0,045	125,0 %
Sonst. betrieblicher Aufwand	-0,350	-0,651	-0,500	-23,2 %	-1,000	100,0 %
<b>EBIT</b>	<b>3,188</b>	<b>0,872</b>	<b>1,873</b>	<b>114,9 %</b>	<b>3,243</b>	<b>73,1 %</b>
Zinserträge	0,113	0,108	0,100	-7,5 %	0,100	0,0 %
Zinsaufwendungen	-0,004	-0,073	-0,253	248,8 %	-1,150	345,5 %
<b>EBT</b>	<b>3,297</b>	<b>0,907</b>	<b>1,720</b>	<b>89,6 %</b>	<b>2,193</b>	<b>27,5 %</b>
Steuern	0,006	-0,293	-0,602	105,5 %	-0,000	-100,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,303</b>	<b>0,614</b>	<b>1,119</b>	<b>82,1 %</b>	<b>2,193</b>	<b>96,1 %</b>
EBITDA	3,200	0,921	1,893		3,288	
EBIT	3,188	0,872	1,873		3,243	
Anzahl Aktien in Mio.	15,000	15,000	15,000		15,000	
Ergebnis je Aktie	0,22	0,04	0,07		0,15	
Dividende je Aktie	0,10	0,06	0,05		0,13	

## Prognose und Modellannahmen - Deutlicher Ausbau des Portfolios geplant

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011
Gesamtleistung	7,76	4,42	4,64
Rohertrag	1,74	2,57	4,54
EBITDA	0,92	1,89	3,29
EBIT	0,87	1,87	3,24
Konzernergebnis	0,61	1,12	2,19
EPS in €	0,04	0,07	0,15
Dividende in €	0,06	0,05	0,13

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen - Flächenbestand von 20.000 qm (2010e) und 40.000 (2011e) qm prognostiziert

Mit der regionalen Fokussierung auf den Berliner Immobilienmarkt ist die CR Capital in einem Marktumfeld tätig, welches im Vergleich zu anderen deutschen Metropolen erhebliche Aufholpotenziale aufweist. Gut ersichtlich werden diese in einer Mietpreisentwicklung, welche im Jahr 2009 mit einem Anstieg von 4,5 % als dynamisch bezeichnet werden kann. Dennoch im Vergleich zu anderen deutschen Ballungszentren nach wie vor im preisgünstigen Bereich anzusiedeln ist. Die Preisentwicklung der Berliner Immobilien wird zugleich im Zuge eines Bevölkerungsanstieges von einer steigenden Nachfrageseite gestützt. Demgegenüber steht jedoch ein stagnierendes Immobilienangebot, das in den letzten Jahren von einer geringen Neubautätigkeit geprägt war. Dementsprechend schätzen wir das Marktumfeld der CR Capital als sehr attraktiv ein.

Zur Ausschöpfung dieser Marktpotenziale verfolgt die Gesellschaft auch eine Buy-and-Hold-Strategie. Der opportunistische Verkauf von Bestandsobjekten soll jedoch ebenfalls ein wichtiger strategischer Baustein sein. Die Ausweitung des Immobilienportfolios soll hierbei sowohl über den Ankauf von Gewerbeimmobilien als auch über den Erwerb oder über Projektentwicklungen von REIT-fähigen Wohnimmobilien umgesetzt werden. Entscheidend für die REIT-Fähigkeit von Wohnimmobilien ist ein Baufertigstellungszeitpunkt nach dem 01.01.2007 bzw. ein überwiegender Gewerbeanteil bei einer Gemischnutzung. Eine Spezialisierung auf langfristig attraktive Lagen mit guten Mietsteigerungspotenzialen ist eine wichtige Voraussetzung für die weitere Ausweitung des Immobilienportfolios.

In diesem Zusammenhang plant die CR Capital durch Zukäufe die Vermietungsfläche jedes Geschäftsjahr zu verdoppeln. Gemäß dieser Überlegung müsste der zum Ende 2009 bestehende Flächenbestand von etwa 10.000 qm auf etwa 20.000 qm angehoben werden. Bereits zum Ende des ersten Quartals wurde das Expansionsbestreben der Gesellschaft im Erwerb des Grundstückes Czarnikauer Straße 9 ersichtlich. Hier soll eine vermietbare Neufäche von 2.000 qm geschaffen werden.

Parallel hierzu sollen jedoch die zwei Villenobjekte aus Grunewald (2.351 qm), einer Premiumlage Berlins, noch im laufenden Geschäftsjahr veräußert werden. Unter Zugrundelegung ähnlicher Parameter der bereits in 2009 verkauften Villen aus Grunewald, dürfte der zu erzielende Kaufpreis bei 10,35 Mio. € liegen. Dies entspricht einem realistischen Verkaufspreis von etwa 4.400 €/qm. Unter Beachtung dieser Transaktion liegt damit die noch zu erwerbende Fläche in 2010 bei über 10.600 qm.

Die Mieterlöse der Gesellschaft dürften im Zuge des dynamischen Portfolioausbaus ebenfalls zulegen. Derzeit verfügt die CR Capital über 5 Mietobjekte, welche jährliche Mieterlöse in Höhe von 0,75 Mio. € generieren. Zugleich prognostizieren wir eine Zunahme der Mieterträge aus den Immobilienneuzugängen und erwarten diese mit etwa 0,51 Mio. €. Dementsprechend liegen die gesamten prognostizierten Mieterlöse für das Geschäftsjahr 2010 bei 1,26 Mio. €.

Mit den Umsatzprognosen für das Geschäftsjahr 2011 tragen wir dem Expansionsbestreben der CR Capital ebenfalls Rechnung. Auch hier berücksichtigen wir die Planungen der Gesellschaft, die eine Ausweitung der Mietflächen auf insgesamt 40.000 qm vorsehen. Unter gleichen Prämissen erwarten wir daher einen Anstieg der Mieterlöse auf 2,96 Mio. €. Begleitet werden diese von prognostizierten Verkaufserlösen in Höhe von 4,68 Mio. €. Diese werden aus dem Teilverkauf der zu entwickelnden Immobilien an der Czarnikauer Str. 9 und 10 generiert, geplant ist hier jeweils ein 50 %iger Abverkauf.

**Ergebnisprognosen - Nachhaltige EBITDA-Marge von 78,0 % mit deutlicher Ergebnissteigerung prognostiziert; Dividende soll ab 2011 stark ansteigen**

Die Kosten- und demnach auch die Ergebnisprognosen der Geschäftsjahre 2010 und 2011 beziehen sowohl eine relativ stabile Entwicklung der Fixkosten, als auch einen Anstieg der variablen Kostenbestandteile im Zusammenhang mit der Verkaufstätigkeit der Gesellschaft, ein. Desweiteren werden die abgehenden Buchwerte der bereits dargestellten prognostizierten Immobilienveräußerungen in den Schätzjahren als Bestandsveränderungen erfasst und sind somit ein wichtiger Bestandteil der Gesamtleistung.

Im Zuge des geplanten Verkaufs der zwei Villenobjekte aus Grunewald mindern sich die Bestandsveränderungen in 2010 um die abgehenden Buchwerte dieser Immobilien. Bilanziell sind diese mit 10,04 Mio. € erfasst, als Folge hieraus beläuft sich der erwartete buchmäßige Veräußerungsgewinn auf 0,32 Mio. €. Positiv berücksichtigt haben wir für 2010 zugleich den Baufortschritt der Immobilien in der Czarnikauer Straße, dementsprechend erwarten wir Bestandsveränderungen in Höhe von insgesamt -8,29 Mio. €. Der Teilverkauf der zwei Entwicklungsobjekte Czarnikauer Str. 9 und 10 dürfte im Geschäftsjahr 2011 einen Buchwertabgang in Höhe von 3,40 Mio. € zur Folge haben. Demnach beläuft sich der Buchgewinn auf 1,22 Mio. €. Dementsprechend liegt die erwartete Gesamtleistung der Gesellschaft bei 4,42 Mio. € (2010e) respektive bei 4,64 Mio. € (2011e).

Der um die Materialaufwendungen geminderte prognostizierte Rohertrag für 2010 liegt bei 2,57 Mio. €, für 2011 erwarten wir einen Anstieg auf 4,54 Mio. €. In Summe liegt das von uns erwartete Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) bei 1,89 Mio. € (2010e) sowie bei 3,29 Mio. € (2011e). Die entsprechende im Geschäftsjahr 2011 erwartete Ergebnismarge in Höhe von 77,6 % sehen wir als langfristig erzielbare Marge an. Diese Erwartung findet sich auch als Werttreiber unseres DCF-Modells wieder.

Gemäß der strategischen Ausrichtung der Gesellschaft sollen die Objekte sowohl fremdfinanziert als auch eigenkapitalfinanziert sein. Eine wichtige Rolle spielt in diesem Zusammenhang die gesetzliche REIT-Vorgabe, die einen Mindesteigenkapitalanteil von 45 % vorschreibt. Vor allem aufgrund der guten Eigenkapitalausstattung sowie aufgrund des erwarteten Liquiditätszuflusses aus der Veräußerung der Immobilien, hat die Gesellschaft einen ausreichenden Spielraum für die Aufnahme von Fremdkapital. Als Folge hieraus dürften die Zinsbelastungen zunehmen. Diese prognostizieren wir für 2010 auf -0,15 Mio. €, in 2011 dürfte die Belastung aus der Aufnahme von Fremdkapital auf -1,05 Mio. € ansteigen.

Ein weiterer wichtiger Parameter unserer Prognosen ab dem Geschäftsjahr 2011 ist die Erlangung des REIT-Status. In diesem Zusammenhang berücksichtigen wir ab diesem Zeitpunkt sowohl die hohe Ausschüttungsquote (90 % des HGB-Gewinns) als auch den Wegfall von Steuerbelastungen. Für 2010 erwarten wir einen Jahresüberschuss von 1,12 Mio. € (0,07 €/Aktie), dieser dürfte in 2011 auf 2,19 Mio. € (0,15 €/Aktie) ansteigen. Ebenfalls überproportional entwickelt sich damit die Dividendenausschüttung, welche von erwarteten 0,05 €/Aktie auf 0,13 €/Aktie ansteigen dürfte.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die CR Capital Real Estate AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 und 2011 in Phase 1 (siehe Seiten 9-10), erfolgt von 2012 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 78,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir vor dem Hintergrund der Erlangung des REIT-Status mit 0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,00 %.

#### 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 3,00 % (bisher: 3,50 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % 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 6,98 % (bisher: 7,48 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 45 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,89 % (bisher: 6,11 %).

#### Bewertungsergebnis - weiterhin deutliche Unterbewertung

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 5,89 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als **Kursziel 1,65 Euro**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 2,09 € nach unten angepasst, sehen aber weiterhin eine deutliche Unterbewertung.

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

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

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	78,0%	ewige EBITA - Marge	77,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,1%	effektive Steuerquote im Endwert	0,0%
Working Capital zu Umsatz	26,0%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
<b>Gesamtleistung (US)</b>	3,32	4,24	4,37	4,50	4,63	4,77	4,91	5,06	
<i>Gesamtleistung Veränderung</i>	-48,2%	27,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
<i>Gesamtleistung zu operativen Anlagevermögen</i>	0,15	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	
<b>EBITDA</b>	1,89	3,29	3,41	3,51	3,61	3,72	3,83	3,95	
<i>EBITDA-Marge</i>	57,0%	77,6%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	
<b>EBITA</b>	1,87	3,24	3,36	3,46	3,57	3,68	3,79	3,90	
<i>EBITA-Marge</i>	56,4%	76,5%	77,0%	77,0%	77,1%	77,1%	77,1%	77,1%	77,1%
<b>Steuern auf EBITA</b>	-0,66	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<i>zu EBITA</i>	35,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBI (NOPLAT)</b>	1,22	3,24	3,36	3,46	3,57	3,68	3,79	3,90	
<b>Kapitalrendite</b>	13,0%	13,5%	6,0%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%
<b>Working Capital (WC)</b>	2,10	2,00	1,14	1,17	1,20	1,24	1,28	1,32	
<i>WC zu Umsatz</i>	63,2%	47,2%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	1,40	0,10	0,86	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	
<b>Operatives Anlagevermögen (OAV)</b>	21,89	53,89	54,00	54,94	56,59	58,29	60,03	61,84	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,02	-0,05	-0,04	-0,04	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	
<i>AFA zu OAV</i>	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-16,02	-32,05	-0,15	-0,98	-1,69	-1,74	-1,80	-1,85	
<b>Investiertes Kapital</b>	23,99	55,89	55,14	56,11	57,79	59,53	61,31	63,15	
<b>EBITDA</b>	1,89	3,29	3,41	3,51	3,61	3,72	3,83	3,95	
<b>Steuern auf EBITA</b>	-0,66	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>Investitionen gesamt</b>	-14,62	-31,95	0,71	-1,02	-1,73	-1,78	-1,83	-1,89	
<i>Investitionen in OAV</i>	-16,02	-32,05	-0,15	-0,98	-1,69	-1,74	-1,80	-1,85	
<i>Investitionen in WC</i>	1,40	0,10	0,86	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>Freie Cashflows</b>	-13,38	-28,66	4,12	2,49	1,89	1,94	2,00	2,06	69,78

<b>Wert operatives Geschäft (Stichtag)</b>	31,21	61,70
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	-15,54	12,20
<i>Barwert des Continuing Value</i>	46,74	49,50
Nettoschulden (Net debt)	6,50	36,96
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	24,71	24,74
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
<b>Wert des Aktienkapitals</b>	24,71	24,74
Ausstehende Aktien in Mio.	15,000	15,000
<b>Fairer Wert der Aktie in EUR</b>	1,65	1,65

Kapitalkostenermittlung :	
<i>risikolose Rendite</i>	3,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	0,72
<b>Eigenkapitalkosten</b>	7,0%
<i>Zielgewichtung</i>	45,0%
<b>Fremdkapitalkosten</b>	5,0%
<i>Zielgewichtung</i>	55,0%
<b>Taxshield</b>	0,0%
<b>WACC</b>	5,9%

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	4,9%	5,4%	5,9%	6,4%	6,9%
5,4%	1,96	1,34	0,88	0,53	0,25
5,9%	2,50	1,79	1,27	0,86	0,54
6,4%	3,05	2,25	1,65	1,19	0,83
6,9%	3,60	2,70	2,03	1,52	1,12
7,4%	4,15	3,15	2,42	1,85	1,41

## Fazit

Geplantes starkes Wachstum derzeit noch nicht in Bewertung beinhaltet; Attraktives Kurspotenzial und Dividendenphantasie; Kursziel: 1,65 €

Die CR Capital Real Estate AG ist eine Immobiliengesellschaft deren Spezialisierung auf der Bestandshaltung von Immobilien in besonders potenzialstarken Bezirken Berlins liegt. Die operative Tätigkeit der Gesellschaft ist dabei in den operativen Gesellschaften CR Capital Airport GmbH & Co. KG sowie der CR Capital Properties GmbH & Co. KG gebündelt, die Beteiligungsquote an beiden Tochtergesellschaften beläuft sich auf 100 %.

In den operativen Tochtergesellschaften sind derzeit (Ende Q1 2010) 7 Objekte mit einer Gesamtfläche von rund 12.000 qm erfasst. Kurzfristig verfolgt die CR Capital Real Estate AG eine Expansionsstrategie, die einen signifikanten Ausbau des Immobilienportfolios vorsieht. Geplant ist in diesem Zusammenhang eine jeweilige, jährliche Verdoppelung des Flächenbestandes. Demnach dürfte sich der Flächenbestand zum Ende 2010 auf etwa 20.000 qm, zum Ende des nächsten Geschäftsjahres 2011 dementsprechend auf etwa 40.000 qm belaufen. Parallel hierzu soll das operative Geschäft der CR Capital Real Estate auch durch die Realisierung von Mietsteigerungspotenzialen positiv beeinflusst werden. Alleine aus dem aktuellen Portfoliobestand, welcher einen durchschnittlichen Mietpreis von 5,27 €/qm ausweist, ist eine Anhebung in 2010 auf über 7,00 €/qm und damit in Höhe von 30 % vorgesehen. In 2011 soll der durchschnittliche Mietpreis auf etwa 8,00 €/qm angehoben werden. Vor dem Hintergrund eines attraktiven Berliner Immobilienmarktes schätzen wir dies als realistisch an.

Entgegen des bundesdeutschen Durchschnitts weist Berlin derzeit ein noch relativ niedriges Mietpreinsniveau auf. Flankiert wird dieses positiv von demographischen Trends, welche die Mietsteigerungspotenziale Berlins verdeutlichen. Als Basis hierfür kann ein stetiger Einwohnerzufluss angesehen werden, welchem jedoch ein stagnierendes Immobilienangebot entgegensteht. In den letzten Jahren lag die Anzahl der Baugenehmigungen auf einem sehr niedrigen Stand und folgerichtig hat diese Situation zu einem Anstieg der ohnehin günstigen Mietniveaus in Berlin geführt. Berlinweit liegt die durchschnittlich erzielte Miete je Quadratmeter in 2009 bei 5,85 € und weist damit gegenüber dem Vorjahr einen Anstieg in Höhe von 4,5 % auf. Diese Entwicklung kann als dynamisch beschrieben werden und dennoch liegt Berlin im Vergleich zu den anderen deutschen Ballungszentren nach wie vor im preisgünstigen Bereich. Ähnliche Tendenzen lassen sich auch auf dem Berliner Gewerbeimmobilienmarkt erkennen, welcher im deutschlandweiten Vergleich ein niedriges Mietpreinsniveau bei einem guten Aufholpotenzial aufweist.

Diese Marktpotenziale wird die Gesellschaft im Rahmen einer Buy-and- Hold-Strategie umsetzen, der opportunistische Verkauf von Bestandsobjekten soll jedoch ebenfalls ein wichtiger strategischer Baustein sein. Die Ausweitung des Immobilienportfolios soll zugleich sowohl über den Ankauf von Gewerbeimmobilien als auch über den Erwerb oder über Projektentwicklungen von REIT-fähigen Wohnimmobilien umgesetzt werden. Die Prognosen des Geschäftsjahres 2010 berücksichtigen hierbei den Verkauf von zwei Villenobjekten aus Grunewald (2.351 qm) als auch zugleich den weiteren Ausbau des Flächenbestandes sowie Mietsteigerungen. In Summe liegt das von uns erwartete Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) bei 1,89 Mio. € (2010e) sowie bei 3,29 Mio. € (2011e). Für 2010 prognostizieren wir einen Gewinn je Aktie (EPS) in Höhe von 0,07 €. Im Zuge der REIT-Umwandlung und der damit einhergehenden Steuerfreiheit erwarten wir für 2011 dann ein EPS in Höhe von 0,15 €. Die entsprechende erwartete Dividendenausschüttung liegt bei 0,05 €/Aktie (2010e) sowie bei 0,13 €/Aktie (2011e). Die letztgenannte Dividendenzahlung berücksichtigt dabei eine in der REIT-Gesetzgebung festgelegte Ausschüttungsquote von 90 % des HGB-Gewinns.

**Auf Grundlage unserer DCF-Bewertung haben wir somit einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 1,65 € ermittelt. Bei einem aktuellen Kursniveau in Höhe von 0,87 € sehen wir daher auf Basis unserer Prognosen eine starke Unterbewertung mit einem Kurspotenzial in Höhe von 89,7 % 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 verwandt, 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 Angebotsschreiben 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. Aktiensplitts, 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 Wertpapierte 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 Interessenskonflikten 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:**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**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 AG<sup>®</sup>  
**- 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)