

POLIS Immobilien

PQL GR

- Quartalsergebnis noch ohne große Abwertungen
- Leerstände steigen auch durch schwierige Neuvermietung

Büroimmobilien

Branche



Quelle: Bloomberg

Bewertung je Aktie in EUR

Net Asset Value Q3/2009	14,00
Economic Value Added	10,80
Fair Value	10,80
52-Wochen-Hoch	10,61
52-Wochen-Tief (Taxkurs)	5,26

Relative Performance (%)

	3M	6M	12M
Index			
SDAX	-11.4	-15.0	-34.8
EPRA	-10.0	-15.0	-17.6

Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mrd. EUR)	96,8
Anzahl Aktien (Mio.)	11,1
Umsatz p.a. (Mio. EUR, EPRA)	1,9
Volatilität in % p.a. (2009)	63,8
Bloomberg	PQL GR
ISIN:	DE0006913304

Anteilseigner

Mann Immobilien-Verwaltung	53,2%
Bouwfonds Asset Management	15,1%
Contrarian Capital	8,1%
Streubesitz	23,6%

Analyst

Stefan Goronczy
Senior Analyst Equity
+49 40 33 33 12023
stefan.goronczy@hsh-nordbank.com

8,25 EUR

Kurs

mittel

Anlagerisiko

10,80 EUR

Kursziel

Kaufen

Rating bestätigt

Bitte beachten Sie den Disclosure auf der vorletzten Seite.

POLIS legte gestern das Neunmonatsergebnis 2009 vor, das mit einigen Abstrichen im Modernisierungszeitplan und in der Neuvermietung unseren Erwartungen nahe kam. So sanken die Mieterträge um 3% auf 10,8 Mio. EUR. Ursächlich waren dafür vor allem die begonnenen Modernisierungsprojekte und die im Vorjahr verkauften Objekte. Darüber hinaus erschwerte das rezessive Marktumfeld die Neuvermietung modernisierter Büroflächen in Köln. Der Leerstand stieg auch deswegen bis Ende September um 9 %-Punkte auf 32%. Mittlerweile geht der Vorstand nicht mehr von einer wesentlichen Steigerung der Vermietung bis zum Jahresende aus. Die schwierige Neuvermietung senkte die Mieten auf like-for-like-Basis zudem um 1,1%. Das dank geringerer Instandhaltungsausgaben erzeugte Plus im Rohertrag der Immobilienbewirtschaftung im Vorjahresvergleich schmolz von 13% im ersten Quartal auf knapp 2% zusammen. Das EBIT sank zwar um 2,4 Mio. EUR, dies war aber allein auf Bewertungs- und Verkaufseffekte zurückzuführen. Ohne diese stagnierte es bei rund 6,9 Mio. EUR. Die diesjährigen Immobilienabwertungen blieben mit -525 TEUR u.E. noch zu gering. Nach dem Finanzergebnis wurde ein EBT von 1,4 Mio. EUR und nach Steuern ein Gewinn von 1,2 Mio. EUR erzielt.

Im laufenden Quartal dürfte der Leerstand nur noch auf knapp unter 30% zurückgehen. Da sich die Modernisierung zweier Objekte in Hamburg und Stuttgart zudem etwas verzögert hat, wird er auch 2010 leicht höher als erwartet bleiben. Für 2009 rechnen wir mit einem Rückgang der Mieteinnahmen um über 10%. Zudem gehen wir nach wie vor davon aus, dass es zu weiteren Abwertungen kommt. Allerdings sollten sie mit -3% geringer ausfallen als noch im Frühjahr erwartet. Beides dürfte dazu führen, dass das EBIT auf 0,5 Mio. EUR sinkt. Da das bessere Zinsergebnis durch die negative Bewertung von Zinsderivaten kompensiert wird, erwarten wir nach Steuern einen Verlust von 5,6 Mio. EUR. Unsere Ergebnisschätzungen ab 2010 bleiben weitgehend unverändert.

Daher ermitteln wir in unserem EVA[®]-Modell auch weiterhin einen Fair Value von 10,80 EUR je Aktie. Den NAV-Kursabschlag von rund 40% halten wir für ungerechtfertigt und die Aktie für unterbewertet. Wir bestätigen daher unser Rating Kaufen. Das Anlagerisiko schätzen wir wegen der teils sprunghaften Volatilität, die nicht zuletzt aus den sehr geringen Umsätzen resultiert, inzwischen als ein mittleres ein. Das Kursziel auf Sicht von 12 Monaten bleibt bei 10,80 EUR.

Bitte beachten Sie die Sensitivitätsanalyse unter Economic Value Added.

Kennzahlen in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Mieteinnahmen	4,3	9,8	15,0	13,1	15,2	17,8	19,5	20,8
Bewertungsergebnis	-0,3	8,8	-1,9	-7,9	-3,8	8,7	7,0	4,4
Verkaufsergebnis	0,5	0,0	2,4	0,3	1,1	1,9	1,9	2,1
Betriebliche Erträge	4,6	18,8	16,5	6,2	13,3	29,3	29,2	28,2
EBIT	2,9	13,4	10,5	0,5	7,4	23,3	22,8	21,6
EBT	0,9	10,7	1,2	-6,7	2,7	16,8	14,7	13,0
Jahresüberschuss	0,5	9,0	1,1	-5,6	2,2	14,1	12,4	10,9
EPS in EUR	0,09	0,82	0,10	-0,51	0,20	1,28	1,12	0,99
Dividende in EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,35	0,40	0,40
FFO	0,6	2,4	3,7	2,8	3,0	3,5	4,1	5,1
KGV	n.m.	15,0	94,2	n.m.	40,5	6,4	7,4	8,3
EV / EBIT	37,3	15,3	21,5	n.m.	31,3	10,3	10,9	11,7

Quelle: HSH Nordbank

Gewinn- und Verlustrechnung

per 31.12. in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Mieteinnahmen Investments	4,3	9,8	15,0	13,1	15,2	17,8	19,5	20,8
Umsatzerlöse	4,3	9,8	15,0	13,1	15,2	17,8	19,5	20,8
unrealisierte Marktwertveränderungen	-0,3	8,8	-1,9	-7,9	-3,8	8,7	7,0	4,4
realisierte Marktwertveränderungen	0,5	0,0	2,4	0,3	1,1	1,9	1,9	2,1
übrige sonstige betrieblicher Erträge	0,1	0,2	1,0	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8
Betriebliche Erträge	4,6	18,8	16,5	6,2	13,3	29,3	29,2	28,2
Materialkosten / bezogener Aufwand	1,1	1,3	2,3	2,2	2,4	2,6	2,9	3,1
Personalkosten	0,0	1,0	1,6	1,6	1,5	1,6	1,6	1,6
Sonstiger betrieblicher Aufwand	0,9	3,1	2,2	2,2	2,0	1,9	1,9	1,9
Beteiligungsergebnis (at cost Beteil.)	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Ergebnis at equity Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	2,9	13,5	10,6	0,5	7,4	23,4	22,9	21,6
Amortization	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
planmäßige Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,9	13,4	10,5	0,5	7,4	23,3	22,8	21,6
Zinserträge	0,5	0,6	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwand	2,4	3,4	6,8	5,4	6,1	7,9	8,7	8,7
Zinsergebnis	-2,0	-2,8	-6,3	-5,3	-6,1	-7,9	-8,7	-8,6
sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	-3,0	-1,8	1,4	1,4	0,5	0,0
Ergebnis vor Steuern	0,9	10,7	1,2	-6,7	2,7	16,8	14,7	13,0
EE-Steuer Aufwand	0,4	1,6	0,0	-1,1	0,4	2,7	2,3	2,0
Steuer aufwandsquote in %	45,3	15,2	1,1	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
Konzernjahresüberschuss	0,5	9,0	1,1	-5,6	2,2	14,1	12,4	10,9
Ergebnisanteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	0,5	9,0	1,1	-5,6	2,2	14,1	12,4	10,9
Bereinigung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigtes Ergebnis	0,5	9,0	1,1	-5,6	2,2	14,1	12,4	10,9
Dividende	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	3,9	4,4	4,4
Ausschüttungsquote in % ohne unreal. Marktwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	27,6	70,8	82,1	67,4
Ergebnis je Aktie in EUR	0,09	0,82	0,10	-0,51	0,20	1,28	1,12	0,99
Dividende je Aktie in EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,35	0,40	0,40

Quelle: HSH Nordbank

Bilanz								
per 31.12. in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Langfristiges Vermögen								
Immaterielles Vermögen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Immobilienanlagen	118,9	246,2	275,1	285,9	291,8	311,6	327,6	334,3
Übrige Sachanlagen	0,0	0,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Finanzanlagen	1,0	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Anteile at equity Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen / sonstiges Vermögen	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,6	0,6	0,6
aktive latente Steuern	1,7	0,9	0,7	2,9	3,7	5,0	5,0	5,0
aktive Rechnungsabgrenzung Igfr.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	121,8	248,6	278,6	291,5	298,4	319,8	335,8	342,5
Kurzfristiges Vermögen								
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus L&L	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
sonstige kurzfr. Ford. u. Vermögen	1,1	3,2	27,8	11,2	2,3	5,0	5,0	4,8
Finanzielle Vermögenswerte	0,4	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Ertragsteueransprüche	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Liquide Mittel u. Wertpapiere	0,9	1,8	2,1	6,2	1,6	3,5	3,5	3,4
akt. Rechnungsabgrenzung kurzfristig	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
eigene Anteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Igfr. Vermögen zum Verkauf	0,0	18,0	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	2,6	23,4	32,8	17,9	4,4	9,1	9,1	8,9
Aktiva	124,4	272,0	311,4	309,4	302,7	328,9	344,9	351,4
Eigenkapital								
Gezeichnetes Kapital	51,4	110,5	110,5	110,5	110,5	110,5	110,5	110,5
Kapitalrücklage	4,3	26,7	26,7	26,7	26,7	26,7	26,7	26,7
Gewinrücklage und Bilanzgewinn	5,7	14,7	15,8	10,2	12,5	25,0	33,5	40,0
Eigenkapital Aktionäre	61,4	151,9	153,1	147,5	149,7	162,2	170,7	177,2
Eigene Anteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EK-Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	61,4	151,9	153,1	147,5	149,7	162,2	170,7	177,2
Langfristige Verbindlichkeiten								
Sonstige Igfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Igfr. Finanzschulden/-kredite	27,9	21,6	135,3	115,0	105,0	95,0	102,0	109,0
übrige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
langfristige Verbindlichkeiten L&L	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
passive latente Steuern	0,9	1,4	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
passive Rechnungsabgrenzung Igfr.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	28,7	23,0	136,4	116,1	106,1	96,1	103,1	110,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten								
Sonstige kurzfristige Rückstellungen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
kurzfristige Finanzschulden/-kredite	18,0	74,5	10,2	25,7	43,0	62,2	62,8	56,0
übrige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
kurzfristige Verbindlichkeiten L&L	0,8	2,2	2,1	13,7	1,7	3,8	3,7	3,6
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	15,3	13,3	9,5	6,2	2,0	4,4	4,4	4,2
Ertragsteuerverbindlichkeit	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
passive Rechnungsabgrenzung kurzfr.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Schulden aus Verkauf Igfr. Vermögen	0,0	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	34,3	97,1	22,0	45,8	46,9	70,6	71,2	64,1
Passiva	124,4	272,0	311,4	309,4	302,7	328,9	344,9	351,4

Quelle: HSH Nordbank

Kapitalflussrechnung

per 31.12. in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	0,5	9,0	1,1	-5,6	2,2	14,1	12,4	10,9
- Ergebnisanteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Abschreibungen / Neubewertung	0,3	-8,7	2,1	7,9	3,8	-8,6	-6,9	-4,3
- Zunahme Net Working Capital	-1,1	-2,1	1,2	-24,9	7,3	-1,6	0,1	0,2
- Zunahme Igfr. Forderungen/sonst. Vermögen	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,0	0,0
+ Zunahme Igfr. Rückstellungen	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Zunahme lat. Steuern u. RAP	0,3	-0,2	0,0	2,1	0,9	1,3	0,0	0,0
- Gewinne aus Anlagenabgängen	0,5	0,0	2,5	0,3	1,1	1,9	1,9	2,1
- at-equity Beteiligungsergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- erhaltene Dividende	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- sonstige cashunwirk. Aufwand / Ertrag	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	1,1	3,0	-0,4	24,8	-3,4	3,6	3,4	4,3
- Investitionen	43,9	140,8	61,2	19,9	20,5	27,2	25,2	20,2
+ Desinvestitionen	10,2	0,0	16,8	1,4	12,0	18,0	18,0	20,0
+/- Saldo Verkauf aufgegeb. Geschäft	0,0	0,0	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionen	-33,8	-140,8	-44,4	-15,9	-8,5	-9,2	-7,2	-0,2
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	31,4	81,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	0,9	57,4	42,3	-4,8	7,3	9,2	7,6	0,2
- Dividendenzahlung (inkl. Dritter)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	3,9	4,4
+/- sonstige Transaktionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierung	32,3	138,6	42,3	-4,8	7,3	7,5	3,8	-4,2
Funds from Operations (FFO)	0,6	2,4	3,7	2,8	3,0	3,5	4,1	5,1
FFO je Aktie in EUR	0,11	0,22	0,33	0,25	0,27	0,32	0,37	0,46
FFO inkl. realisierte Buchgewinne	1,0	2,4	6,1	3,1	4,1	5,5	6,0	7,2
FFO inkl. real. Buchgewinne je Aktie in EUR	0,20	0,22	0,55	0,28	0,37	0,50	0,54	0,66
Finanzmittelbestand Anfang	1,2	0,9	1,8	2,1	6,2	1,6	3,5	3,5
Veränderung Finanzmittel	-0,3	0,9	0,2	4,2	-4,6	1,9	0,0	-0,1
Finanzmittelbestand Ende	0,9	1,8	2,1	6,2	1,6	3,5	3,5	3,4

Quelle: HSH Nordbank

Economic Value Added

in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Betriebliche Erträge	6,2	13,3	29,3	29,2	28,2
EBIT	0,5	7,4	23,3	22,8	21,6
- cash operating taxes	0,2	-1,4	-3,9	-3,7	-3,4
+Bereinigungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPAT	0,7	6,0	19,4	19,1	18,2
Invested Capital Jahresanfang	296,0	274,0	283,5	303,4	319,4
Invested Capital Jahresende	274,0	283,5	303,4	319,4	326,1
Invested Capital Durchschnitt	285,0	278,8	293,4	311,4	322,8
Capital Charge (IC*WACC)	15,9	15,8	17,9	19,3	19,9
ROIC in %	0,25	2,16	6,62	6,15	5,63
WACC in %	5,57	5,67	6,11	6,20	6,17
Spread ROIC - WACC in %	-5,32	-3,51	0,51	-0,06	-0,54
EVA	-15,2	-9,8	1,5	-0,2	-1,7
WACC	5,57	5,67	6,11	6,20	6,17
Diskontfaktoren	0,9923	0,9391	0,8850	0,8333	0,7848
Barwerte	-15,1	-9,2	1,3	-0,1	-1,4

Quelle: HSH Nordbank

Barwerte Planungsphase	-24,4
+ Barwert Fade-Out	Wachstumsrate: 1,50%
	-9,7
= Market Value Added	-34,1
+ Net Asset Value	153,5
= Shareholder Value vor Dritten	119,4
- Anteile Dritter am Jahresanfang	0,0
= Shareholder Value in Mio. EUR	119,4
Anzahl ausstehende Aktien in Mio.	11
Shareholder Value je Aktie in EUR	10,80
Discount / Premium EVA in % zum NAV	-22,8

Quelle: HSH Nordbank

Sensitivitätsanalyse je Aktie in EUR

Beta	Wachstumsrate in Fade-Out		
	1,00%	1,50%	2,00%
0,85	11,70	11,86	12,07
0,95	10,75	10,80	10,87
1,05	9,88	9,84	9,80

Quelle: HSH Nordbank

Zinsannahmen

Risikofreier Zins	4,00
Risikoprämie Markt	4,10
Beta	0,95
EK-Zins	7,90
EK-Gewicht	50,9
FK-Zins vor Steuern	3,75
Steuerquote	15,8
WACC in 2009	5,57

Quelle: HSH Nordbank

Kennzahlenüberblick

per 31.12.	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
<u>Kennzahlen in %:</u>								
Brutto-Marge	76,3	93,3	86,3	65,2	81,9	91,1	90,2	89,1
EBITDA-Marge	62,5	71,8	64,0	8,5	56,0	79,7	78,4	76,8
EBIT-Marge	62,5	71,7	63,7	8,0	55,7	79,6	78,3	76,7
Umsatzrendite vor Steuern	19,2	56,9	7,0	-107,0	20,1	57,3	50,3	46,1
Umsatzrendite nach Steuern	10,5	48,2	6,9	-90,1	16,9	48,2	42,4	38,8
Steuerquote	45,3	15,2	1,1	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
Eigenkapitalrendite (Buchwerte)	0,78	8,48	0,75	-3,73	1,51	9,06	7,42	6,28
Eigenkapitalrendite (Marktwerte)	0,79	8,65	0,79	-3,84	1,65	9,88	8,05	6,79
ROIC	1,27	6,43	3,85	0,25	2,16	6,62	6,15	5,63
Dividendenrendite	0,00	0,00	0,00	0,00	1,82	4,24	4,85	4,85
Ausschüttungsquote	0,0	0,0	0,0	0,0	73,7	27,4	35,8	40,5
<u>Kennzahlen absolut:</u>								
Netto-Verschuldung / EK Buchwert	0,73	0,62	0,94	0,91	0,98	0,95	0,94	0,91
Gesamtverschuldung / EK Buchwert	0,75	0,63	0,95	0,95	0,99	0,97	0,97	0,93
EK Buchwert / Bilanzsumme	0,49	0,56	0,49	0,48	0,49	0,49	0,49	0,50
Netto-Verschuldung / EK Marktwert	0,75	0,63	0,95	0,96	1,07	1,03	1,02	0,98
Gesamtverschuldung / EK Marktwert	0,76	0,64	0,97	1,01	1,08	1,05	1,04	1,00
EK Marktwert / Invested Capital	0,57	0,61	0,51	0,51	0,48	0,49	0,49	0,50
FCF / Verschuldung	-0,99	-1,34	-0,17	0,11	-0,06	0,00	0,02	0,07
Investitionen / CF aus lf. Gesch.	54,64	44,68	-125,67	0,80	-6,07	7,55	7,37	4,69
Net Working Capital / Umsatz	-3,19	-0,63	0,99	-1,37	-0,09	-0,10	-0,09	-0,09
Investitionen / Umsatz	12,61	7,16	3,06	3,20	1,54	0,93	0,86	0,72
<u>Bewertungskennzahlen:</u>								
aktueller Börsenkurs in EUR				8,25				
Marktkapitalisierung in Mio. EUR				91				
EV in Mio. EUR				230				
EV / Sales				37,0	17,4	8,2	8,5	9,0
EV / EBITDA				nm.	31,1	10,3	10,9	11,7
EV / EBIT				nm.	31,3	10,3	10,9	11,7
KUV				nm.	6,9	3,1	3,1	3,2
KGV				nm.	40,5	6,4	7,4	8,3
<u>Net Asset Value:</u>								
Net Asset Value in Mio. EUR	60,6	152,4	153,5	140,4	137,1	148,6	157,1	163,6
NAV in EUR je Aktie	11,78	13,79	13,89	12,70	12,41	13,45	14,22	14,81
NNAV nach EPRA in Mio. EUR (dis. 10 J.)	60,3	149,5	150,5	139,5	137,1	149,7	158,1	164,5
NNAV nach EPRA in EUR je Aktie	11,73	13,53	13,62	12,63	12,41	13,55	14,30	14,89

Quelle: HSH Nordbank

Das Bewertungskonzept

Diese Bewertung basiert auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfbaren Quellen, die wir für verlässlich erachten, bezogen hat. Zudem wurden vom Unternehmen veröffentlichte Daten und Prognosen verwendet.

Im Mittelpunkt unserer Betrachtung steht der faire Wert des Unternehmens. Diesen leiten wir aus dem NAV-Konzept und der am Shareholder Value ausgerichteten Economic Value Added Analyse (EVA[®]) ab. Durch diesen Ansatz wird transparent, wie hoch bei Immobilienaktiengesellschaften der Ab- bzw. Zuschlag zum Net Asset Value (NAV) ausfällt. Das Verfahren bewertet die Unternehmen individuell anhand ihrer Fähigkeit, Wertsteigerungen zu realisieren, ihrer Rentabilität und ihrer Strategie.

Die Eigenkapitalkosten werden mittels des CAPM abgeleitet. Als risikofreier Zins dient die Rendite 10jähriger Bundesanleihen, wobei wir uns am aktuellen Rand orientieren. Die Risikoprämie wird anhand der durchschnittlichen Aktienmarktrendite des CDAX seit 1985 und dem jeweils gültigen risikofreien Zins berechnet. Am Anfang jedes Kalenderquartals werden die Werte für den risikofreien Zins und die Marktprämie aktualisiert. Das individuelle Unternehmensrisiko wird durch den Beta-Faktor berücksichtigt. Die gesamten Kapitalkosten setzen sich aus Eigen- und Fremdkapitalkosten zusammen. Dafür wird der WACC – weighted average cost of capital – verwendet.

Für die Unternehmensbewertung arbeiten wir mit einem 2-Phasen-Modell, um den Wachstumspfad des Unternehmens im Zeitablauf abzubilden. Wir machen eine Planungsrechnung für i.d.R. 5 Jahre. Danach folgt die Fade-out Phase mit vereinfachten Annahmen. In dieser Phase unterstellen wir eine konstante Wachstumsrate, mit der sich das Unternehmen der allgemeinen Marktentwicklung annähert.

Der Unternehmenswert wird mittels der Economic Value Added-Analyse (EVA[®]) als Summe aus dem investierten Eigenkapital zu Marktwerten – also dem Net Asset Value – und dem Market Value Added (MVA) – also der Wertschöpfung über das investierte Kapital hinaus – berechnet. Der MVA ist die Addition aller künftigen diskontierten EVA[®], die jeweils den Umfang der Wertschöpfung bzw. Wertvernichtung anzeigen. Der EVA[®] ist die Differenz aus dem betrieblichen Gewinn nach Steuern (NOPAT) und den absoluten Kapitalkosten, die anhand des WACC und des investierten Kapitals berechnet werden. Das investierte Kapital umfasst Eigenkapital inklusive Anteile Dritter und stiller Reserven, die Verschuldung und die Pensionsrückstellungen.

Multiplikatoren bieten hingegen nur eine relative Bewertung und sagen nichts über das absolute Bewertungsniveau. Sie sind zudem stark abhängig von der Marktstimmung. Zur Bestimmung des fairen Wertes setzen wir keine Multiplikatoren ein. Die Angabe von Multiplikatoren ist rein informativ und soll nur einen Überblick über das relative Bewertungsniveau geben.

Definition des Net Asset Value nach EPRA

Marktwerte der Immobilien (inklusive stille Reserven)	
+ Addition der übrigen Vermögensgegenstände	
= Brutto Asset Value	
./. Verbindlichkeiten (zinstragende und zinslose)	
= Net Asset Value (NAV)	
./. Verkaufstransaktionskosten (z.B. Makler, Grunderwerbsteuer)	
./. Latente Steuern auf Veräußerungsgewinne	
= NAV nach EPRA (NNNAV)	
: Anzahl der ausgegebenen Aktien	
= NAV je Aktie	

HSH Nordbank Bewertungsmodell für Immobilienunternehmen

Marktwerte der Immobilien (enthalten die stillen Reserven)	fordern Kapitalkosten
+ Sonstiges Vermögen	
./. Verbindlichkeiten des Unternehmens	
= Net Asset Value (NAV)	
Eigenkapital zu Buchwerten	
+ stille Reserven des Immobilienportfolios	
+ Finanzverbindlichkeiten	
+ Pensionsrückstellungen	
= Investiertes Kapital	fordert Kapitalkosten
X Kapitalkosten (WACC) gewichtet nach Marktwerten	
= Capital Charge	
NOPAT (betrieblicher Gewinn ohne AfA)	
./. Capital Charge	
= Economic Value Added (EVA [®])	Wertzuwachs bzw. -abbau
EVA [®] aller Perioden mit WACC diskontiert	
= Market Value Added (MVA)	Discount bzw. Premium
./. Anteile Dritter am Eigenkapital	
+ Net Asset Value (NAV)	
= Shareholder Value / FairValue	

HSH Nordbank Aktien-Rating

Das Ratingsystem der HSH Nordbank umfasst die Handlungsempfehlungen **Kaufen**, **Halten** und **Verkaufen**. Das Rating einer Aktie basiert auf der Kombination von erwarteter Rendite für die kommenden zwölf Monate und dem Anlagerisiko.

Die **erwartete Rendite** setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen.

Das **Anlagerisiko** einer Aktie ergibt sich aus einem Vergleich der annualisierten Volatilität* der täglichen prozentualen Kursveränderungen mit den entsprechenden Volatilitäten aller Aktien des Gesamtmarktes. Als Äquivalent für den Gesamtmarkt haben wir die Titel des DJ STOXX600® Europe ausgewählt. Dieser Index umfasst die 600 größten Unternehmen in Europa. Für alle diese Aktien werden die annualisierten Volatilitäten der täglichen prozentualen Kursveränderungen ermittelt.

Ausgehend vom Median** aller Volatilitäten werden drei Risikoklassen bestimmt:

- **Niedriges Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie ist mindestens 15% kleiner als der Median.
- **Mittleres Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie liegt in einer Bandbreite von jeweils bis zu 15% unter bzw. über dem Median.
- **Hohes Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie ist mindestens 15% größer als der Median.

Alle drei Monate wird die Einstufung einer Aktie in eine Anlagerisikoklasse aktualisiert. Dafür wird der Median aus allen Aktien des Gesamtmarktes neu ermittelt. Von diesem aktuellen Median werden neue absolute Grenzen zwischen den Risikoklassen festgelegt, die wiederum jeweils 15% unter bzw. über dem Median liegen. Die Aktie wird anhand ihrer Volatilität einer Risikoklasse zugeordnet. Für die Berechnung der Volatilitäten werden die täglichen prozentualen Kursveränderungen der zwölf Monate vor dem vierteljährlichen Aktualisierungstichtag genommen.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Kauf** bei einer erwarteten Rendite von über:

- 10% bei einem niedrigen Anlagerisiko,
- 15% bei einem mittleren Risiko sowie
- 20% bei einem hohen Risiko.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Halten** bei einer erwarteten Rendite:

- von 0% bis 10% bei einem niedrigen Anlagerisiko,
- von 0% bis 15% bei einem mittleren Risiko sowie,
- von 0% bis 20% bei einem hohen Risiko.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Verkauf**, wenn die erwartete Rendite kleiner als 0% ist.

Eine Aktualisierung bzw. Bestätigung des Ratings erfolgt mindestens einmal im Kalenderjahr.

* Volatilität: Maß zur Risikomessung. Die Volatilität ist die Standardabweichung einer Zufallsvariablen (hier der prozentualen Aktienkursveränderungen).

** Median: mittelster Wert einer Menge von Werten, hier dem DJSTOXX600®-Index. Der Median ist der mittlere Wert einer Grundgesamtheit/Stichprobe bei ungerader Anzahl von Werten, bei gerader Anzahl von Werten wird er aus dem arithmetischen Mittelwert der beiden mittleren Werte ermittelt.

Übersicht HSH Nordbank Aktien-Rating

Aktien-Rating HSH Nordbank		Rendite aus Kursveränderung und Dividende				
		unter 0%	0% bis 10%	10% bis 15%	15% bis 20%	ab 20%
Anlagerisiko	niedrig	Verkauf	Halten	Kauf	Kauf	Kauf
	mittel	Verkauf	Halten	Halten	Kauf	Kauf
	hoch	Verkauf	Halten	Halten	Halten	Kauf

Rating Historie

Datum der Veröffentlichung	Kurs in EUR bei Empfehlung	Rating	Kursziel in EUR
29.12.2008	8,52	Kaufen	11,25
11.03.2009	8,40	Kaufen	10,80
25.05.2009	7,86	Kaufen	10,80
09.11.2009	8,25	Kaufen	10,80

Ratings der HSH Nordbank

	Coverage insgesamt	Inv.Bank.-Aktivitäten
Kaufen	57%	0%
Halten	43%	0%
Verkaufen	0%	0%

Quelle: HSH Nordbank, Inv.-Bank. = Investmentbanking

Disclosure / Rechtliche Hinweise

Bei allen in dieser Analyse angegebenen Kursen handelt es sich bei deutschen Unternehmen um den XETRA-Schlusskurs, bei ausländischen Unternehmen um den Schlusskurs der jeweiligen Heimatbörse des jeweils dem Datum der Analyse vorangegangenen Handelstages.

Die in dieser Analyse veröffentlichten Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfaren Quellen, die wir für verlässlich erachten, bezogen hat. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernehmen wir keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen.

Die Aussagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben, sondern lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe. Sie stellen insbesondere kein Angebot zum Kauf oder Verkauf im rechtlichen Sinn dar. Ihre Lektüre kann daher eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Dafür und für Rückfragen stehen Ihnen unsere Mitarbeiter gerne zur Verfügung. Die HSH Nordbank AG behält sich das Recht vor, Änderungen der Empfehlungen jederzeit vorzunehmen. Ein Anrecht auf eine Aktualisierung der Analysen besteht nicht. Die HSH Nordbank AG kann nicht für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Veröffentlichung oder deren Inhalte entstanden sind oder die in einer anderen Weise im Zusammenhang mit diesen Dokumenten stehen.

Die HSH Nordbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt.

Die HSH Nordbank AG hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern.

Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten ohne Bekanntgabe des Rating-Ergebnisses zur sachlichen Prüfung zugeleitet. Sachliche Richtigstellungen von Seiten des Emittenten wurden bei inhaltlicher Zustimmung von Seiten des Erstellers anschließend in der Analyse berücksichtigt. Der Emittent hat keinen Einfluss auf das Rating-Ergebnis genommen.

(Stand: 10. November 2009).

Anschrift

HSH Nordbank AG
Gerhart-Hauptmann-Platz 50
20095 Hamburg

Martensdamm 6
24103 Kiel

www.hsh-nordbank.com
Bloomberg: HSHR <Go>

Redaktion und Ansprechpartner

Research

Dirk Gojny, CFA, CEFA (Head)
Telefon +49-40-33 33-118 56
dirk.gojny@hsh-nordbank.com

Wind-Energie-Research

Arndt Krakau
Telefon +49-40-33 33-115 48
arndt.krakau@hsh-nordbank.com

Öl & Gas-Research

Sintje Diek
Telefon +49-40-33 33-128 20
sintje.diek@hsh-nordbank.com

Schifffahrts-Research

Stefan Gäde
Telefon +49-40-33 33-120 29
stefan.gaede@hsh-nordbank.com

Immobilien-Research

Stefan Goronczy, CEFA
Telefon +49-40-33 33-120 23
stefan.goronczy@hsh-nordbank.com

Steffen Wollnik, CFA

Telefon +49-40-33 33-119 28
steffen.wollnik@hsh-nordbank.com

Transport-Research

Claudia Erdmann, CFA, CEFA
Telefon +49-40-33 33-118 84
claudia.erdmann@hsh-nordbank.com

Equity Sales

Horst Gutbier
Telefon +49-431-900-252 21
horst.gutbier@hsh-nordbank.com

Die in dieser Analyse veröffentlichten Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfbaren Quellen, die wir für verlässlich erachten, bezogen hat. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernehmen wir keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen.

Die Aussagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben, sondern lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe. Sie stellen insbesondere kein Angebot zum Kauf oder Verkauf im rechtlichen Sinn dar. Ihre Lektüre kann daher eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Dafür stehen Ihnen unsere Mitarbeiter gerne zur Verfügung. Die HSH Nordbank AG kann nicht für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Veröffentlichung oder deren Inhalte entstanden sind oder die in einer anderen Weise im Zusammenhang mit diesen Dokumenten stehen.

Die HSH Nordbank als für die Erstellung und Weitergabe dieser Analyse verantwortliches Kreditinstitut unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60349 Frankfurt am Main.