

## Unternehmens Update

## Real Estate

## Outperform

<b>Kurs am 22.08.06</b>	<b>EUR 29,58</b>
Hoch/Tief (12M)	49,25/5,86
<b>Kursziel</b>	<b>EUR 36,50</b>

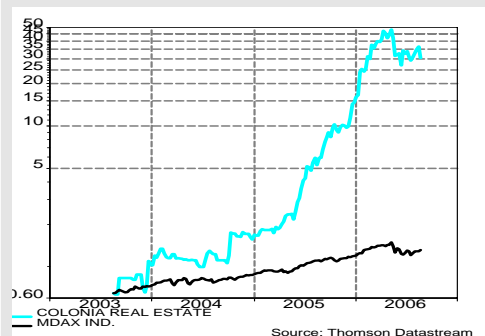
## AKTIENDATEN

Reuters	KBUG.F
Bloomberg	KBU GF
WPK	633800
Börsenumsatz (St. Tsd.)	72,6
Free Float (%)	55,2

## UNTERNEHMENS DATEN

Marktkapitalisierung (EUR Mio.)	464,5
Anzahl der Aktien (Mio.)	15,7
Gezeichnetes Kapital (EUR Mio.)	15,7
Genehmigtes Kapital (EUR Mio.)	7,9
Aktionärsstruktur	Swiss Real Estate 38,3%, P. May 5,7%, Fortman Cline Holding 0,8%
Hauptversammlung	Jun-07
9M/Q3	15-Nov-06
Bilanzpressekonferenz	Mrz-07

## KURS CHART



## RELATIVE PERFORMANCE (% VER.)

	1M	3M	6M
DAX	-8,1	-10,6	-5,6
Euro STOXX 50	-8,0	-12,9	-5,7
ES Financ. S.	-7,5	-16,2	-11,2

**Andre Remke, CFA**  
 andre.remke@hvb.de  
 +49 (0) 89 378-18202

# Colonia Real Estate

## GRUNDSTEINE SIND GELEGT

- **Auf gutem Weg zum integrierten Immobilieninvestment-Konzern.** Mit den beiden wesentlichen Erweiterungen der Geschäftsaktivitäten um das Asset Management und das Fondsgeschäft hat CRE die Basis für weiteres Wachstum untermauert.
- **Weiterhin hohes Wachstumstempo angepeilt.** CRE hat bereits eine Reihe von Investitionsvorhaben angekündigt, um die sich bietenden Chancen zu nutzen. Auf Basis der mittlerweile erreichten Aufstellung halten wir die Investitionsziele für durchaus realistisch.
- **Wir stufen die CRE-Aktie von Underperform auf Outperform hoch:** Auf Basis unserer Bewertung ergibt sich ein fairer Wert der Aktie von EUR 36,50. Nach der Konsolidierung des Aktienkurses von den Höchstständen im Mai bietet die Aktie u. E. wieder Kurspotenzial.

	2004	2005	2006e	2007e
<b>Gesamtleistung</b>	0,8	19,6	67,8	88,9
% <i>Veränd.</i>	n/a	n/a	238,8	102,7
<b>Jahresüberschuss (EUR Mio.)</b>	-0,6	6,8	33,6	32,7
% <i>Veränd.</i>	n/a	n/a	393,6	-2,6
<b>EPS reported (EUR)</b>	-0,07	0,59	2,09	1,96
% <i>Veränd.</i>	n/a	n/a	254,1	-6,0
<b>EPS adjusted (EUR)</b>	-0,07	0,59	2,09	1,96
% <i>Veränd.</i>	n/a	n/a	254,1	-6,0
<b>EPS adj. vor Goodwill (EUR)</b>	-0,07	0,59	2,09	1,96
% <i>Veränd.</i>	n/a	n/a	254,1	-6,0
<b>CFPS (EUR)</b>	0,15	0,76	2,22	2,09
% <i>Veränd.</i>	n/a	n/a	189,7	-5,7
<b>Dividende (EUR)</b>	0	0	0	0
<b>EBIT-Marge (%)</b>	-55,1	66,1	79,1	70,0
<b>CAGR (Gesamtleistung; 04-07e)</b>				376,1%
<b>CAGR (EBIT; 04-07e)</b>				-615,8%
<b>EV/Umsatz</b>	49,0	15,5	25,5	15,8
<b>EV/EBITDA</b>	-80,9	9,2	12,4	13,4
<b>EV/EBITA</b>	-79,3	9,2	12,4	13,4
<b>EV/EBIT</b>	-79,3	9,2	12,4	13,4
<b>KGV (EPS adj. vor Goodwill)</b>	-19,2	9,1	14,2	15,1
<b>PEG-Ratio</b>				0,2
<b>KCF</b>	8,7	7,0	13,4	14,2
<b>Div. Rendite (%)</b>	0	0	0	0

## **Inhalt**

- 3 Bewertung – Outperform
  - 3 Bewertung und Gründe für Hochstufung
  - 4 Peergroup-Vergleich
  - 4 SoP-Bewertung
  - 5 DCF-Modell
- 7 Weiterentwicklung der CRE in vollem Gange
  - 8 Strategie – Ziel ist ein integrierter Immobilienkonzern
  - 9 Portfolioaufbau – Wohnimmobilien
  - 11 Portfolioaufbau – Gewerbeimmobilien
  - 12 Asset Management
  - 13 Fonds Management-Tochter
- 14 Geschäftsentwicklung
  - 14 Ausblick 2006
  - 14 Konzernentwicklung
  - 16 Planungsmodell Wohnimmobilien
  - 17 Planungsmodell Gewerbeimmobilien und Hotels
  - 19 Planungsmodell Asset Management
  - 20 Planungsmodell Fonds Management
- 21 Segmentergebnisse
- 22 Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung
- 23 Konzernbilanz

## Bewertung – Outperform

Wir stufen die Aktie der Colonia Real Estate (CRE) von Underperform auf Outperform hoch. Auf Basis unserer Bewertung ergibt sich ein Kursziel von EUR 36,50. Mit der mittlerweile erreichten Positionierung des Konzerns im Immobilienmarkt sind die Voraussetzungen für zukünftiges Wachstum gelegt worden. Unsere Prognosen gehen von einem stark ansteigenden Ergebnis in 2006 aus. Für die Folgejahre, auf die die Bewertung v. a. basiert, haben wir eher konservative Annahmen getroffen, die von geringeren Zuschreibungen auf den Marktwert der Immobilien ausgehen. Jedoch haben die bisherigen Transaktionen gezeigt, dass CRE zu sehr günstigen Konditionen den eigenen Immobilienbestand aufgebaut hat. Sollte das auch bei den angekündigten und zukünftigen Investitionen der Fall sein, so ist von höheren als von uns unterstellten Bewertungen des Immobilienvermögens auszugehen. Als limitierenden Faktor für ein weiterhin starkes Wachstum des Konzerns sehen wir derzeit einzig die Eigenkapitalausstattung. Sofern weiterhin attraktive Immobilienportfolios akquiriert werden, die eine entsprechende Eigenkapitalrendite generieren, so dürfte eine zusätzliche Kapitalaufnahme zu keiner Verwässerung führen.

## Bewertung und Gründe für Hochstufung

Hochstufung von  
Underperform auf  
Outperform

**Kursziel von EUR 36,50 und weiterhin hohes Wachstumstempo begründet die Hochstufung auf Outperform.** Wir bewerten die CRE-Aktie mit einer SoP-Bewertung (Fairer Wert: EUR 34), einem Peergroup-Vergleich auf Basis KGV und EV/EBITDA (EUR 39) und einem DCF-Modell (EUR 37). Als Mittelwert ergibt sich ein Fairer Wert von EUR 36,52 bzw. ein Kursziel von EUR 36,50 (bisher EUR 24). Nach den Halbjahreszahlen nehmen wir erstmals den Asset Management-Bereich und die Fonds-Aktivitäten in die Bewertung mit auf, da sich jeweils ein Ergebnisbeitrag konkretisiert. Des Weiteren hat CRE sein Portfoliobestand im Bereich der Wohnimmobilien wesentlich erhöht. Für Fantasie sollten die für dieses Quartal anstehenden Investitionen sorgen, die eine weitere Verstärkung des Portfolios vorsehen. Der anstehende Verkauf eines Portfolios über 1.500 WE wird unter Beweis stellen, dass die Höherbewertung nach IAS 40, die jeweils nach Kauf vorgenommen wird, in Verkaufsprozessen noch deutlich übertroffen werden kann und somit durchaus konservativ ausgerichtet ist. Nach den erheblichen Kursschwankungen der letzten Monate und der Konsolidierung von den Höchstkursen von knapp EUR 50, halten wir das derzeitige Kursniveau wieder für attraktiv.

## Peergroup-Vergleich

Fairer Wert von  
EUR 38,99

**Fairer Wert von EUR 36,54 nach dem Peergroup-Vergleich.** Für die CRE-Aktie ergibt sich eine deutliche Unterbewertung auf Basis unserer Schätzungen für 2006 und eine Unterbewertung von etwa 30% auf Basis 2007. Wir bevorzugen eine Betrachtung der 2007er-Zahlen, die weniger Bewertungsergebnisse als in 2006 enthalten. Insbesondere für 2007 und 2008 halten wir unsere Prognosen für konservativ.

### PEERGROUP-VERGLEICH

	Kurs EUR	Marktkap. EUR Mio.	EV/EBITDA			EV/EBIT			KGV		
			2006e	2007e	2008e	2006e	2007e	2008e	2006e	2007e	2008e
IVG Immobilien	26,58	3.083	14,6	13,8	13,2	17,6	16,8	16,2	23,7	23,3	22,3
Deutsche EuroShop	55,93	961	19,1	20,9	18,5	19,1	22,1	21,9	18,3	20,9	17,0
Deutsche Wohnen	253,20	1.013	22,8	19,4	18,0	33,1	30,6	33,9	46,0	40,8	43,6
Hamborner	29,35	223	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	29,4	24,7	23,1
Vivacon	19,40	371	7,6	7,3	7,7	7,6	7,3	7,7	10,6	10,4	11,0
DIC Asset	22,81	464	19,7	12,6	13,1	21,1	13,9	14,4	18,7	14,3	11,3
PATRIZIA Immobilien	20,98	994	14,0	10,0	8,7	14,6	10,2	8,5	26,9	15,8	13,4
<b>Median</b>		<b>961</b>	<b>16,8</b>	<b>13,2</b>	<b>13,1</b>	<b>18,4</b>	<b>15,4</b>	<b>15,3</b>	<b>23,7</b>	<b>20,9</b>	<b>17,0</b>
<b>Mittelwert</b>		<b>1.016</b>	<b>16,3</b>	<b>14,0</b>	<b>13,2</b>	<b>18,9</b>	<b>16,8</b>	<b>17,1</b>	<b>24,8</b>	<b>21,5</b>	<b>20,2</b>
Colonia Real Estate	30,40	477	10,3	10,9	13,6	10,3	10,9	13,7	14,6	15,5	19,3
<b>Abweichung Median</b>			<b>63%</b>	<b>22%</b>	<b>-4%</b>	<b>77%</b>	<b>41%</b>	<b>12%</b>	<b>62%</b>	<b>35%</b>	<b>-12%</b>
Fairer Wert Basis Median			49,48	36,97	29,24	53,95	43,00	33,98	49,39	41,02	26,81

Quellen: Thomson Financial Datastream, I/B/E/S, HVB Global Market Research

## SoP-Bewertung

Fairer Wert von  
EUR 33,69

**Fairer Wert von EUR 33,69 nach der SoP-Bewertung.** Mittlerweile halten wir es für sinnvoll, die bisher drei und jetzt fünf verschiedenen Segmente der CRE-Gruppe einzeln zu betrachten. In den jeweiligen Bereichen gibt es unterschiedliche Wettbewerber und Chance-/Risiko-Profile. Nach wie vor bildet der Wohnimmobilien-Bereich mit dem größten Immobilienvermögen den Hauptteil der Bewertung von etwa 60-70% des Konzerns. Der Bereich Gewerbeimmobilien wird in den kommenden Jahren jedoch deutlich an Gewicht gewinnen. Bis zu diesem Zeitpunkt nehmen wir noch einen Abschlag gegenüber den etablierten Konzernen mit Ausrichtung in diesem Bereich vor. Auch das Asset Management und der Fondsbereich werden sich über die kommenden Jahre erst entwickeln und tragen zu einer derzeitigen Bewertung nur etwa 10% bei. Da es sich u. E. für 2007 um konservative Prognosen handelt, bildet die SoP-Bewertung eine Untergrenze für die Bewertung der Aktie.

## SOP-BEWERTUNG

	EPS 2007 EUR	Faires KGV x	Wert pro Aktie EUR	Markt- kap. EUR Mio.	Anteil Segmente	Vergleichsunternehmen
<b>Investment Bereich</b>						
Wohnimmobilien	1,45	16,7	24,36	382	75%	Deutsche Wohnen, PATRIZIA, Vivacon
Gewerbeimmobilien	0,34	15,6	5,37	84	17%	20%-Abschlag auf IVG, DES, DIC Asset
Hotelimmobilien	0,01	15,6	0,24	3	1%	
<b>Dienstleistungen</b>						
Asset Management	0,13	18,7	2,36	37	7%	20%-Abschlag auf IVG
Fondsmanagement	0,03	9,4	0,24	4	1%	MPC, HCI, Lloyd Fonds
<b>Konzern</b>	<b>1,96</b>		<b>32,53</b>	<b>511</b>	<b>100%</b>	
Aktueller Kurs (EUR)			30,40			
Kurspotenzial			7%			

	EBIT EUR Mio.	Multiplikator x	Enterprise Value EUR Mio.	Anteil Segmente	
<b>Investment Bereich</b>					
Wohnimmobilien	42,6	12,0	512	66%	Deutsche Wohnen, PATRIZIA, Vivacon
Gewerbeimmobilien	12,6	14,1	178	23%	20%-Abschlag auf IVG, DES, DIC Asset
Hotelimmobilien	1,1	14,1	16	2%	
<b>Dienstleistungen</b>					
Asset Management	5,0	13,5	67	9%	20%-Abschlag auf IVG
Fondsmanagement	1,0	5,9	6	1%	MPC, HCI, Lloyd Fonds
<b>Konzern</b>	<b>62,3</b>		<b>778,8</b>	<b>100%</b>	
Net debt (2006e)			-199,7		
Anteile Dritter			-31,9		Jew. 44% Minderheitenanteil AM, Fonds
Marktkapitalisierung			547,1		
Aktienanzahl (Mio.)			15,7		
<b>Wert pro Aktie (EUR)</b>			<b>34,84</b>		
Aktueller Kurs (EUR)			30,40		
Kurspotenzial			15%		

Quelle: HVB Global Markets Research

## DCF-Modell

Fairer Wert von  
UR 36,90

**Fairer Wert nach dem DCF-Modell ist EUR 36,90.** Unser DCF-Modell basiert auf der konkreten Planungsphase bis 2010, die unsere Prognosen der Segmente beinhaltet, einem Zeitraum bis 2015 mit geringeren Wachstumsraten ohne weitere Investitionen und dem Terminal Value.

## DCF-MODELL

		2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	EUR Mio.	67,8	88,9	95,8	103,0	113,0	122,0	130,6	138,4	145,3	151,1
Nettoergebnis nach Steuern	EUR Mio.	38,7	44,6	44,1	46,8	51,1	56,1	60,5	64,6	68,4	71,7
EBIT	EUR Mio.	53,7	62,3	62,0	66,9	72,9	80,2	86,4	92,3	97,7	102,3
Steuern	EUR Mio.	-15,0	-17,7	-18,0	-20,0	-21,9	-24,0	-25,9	-27,7	-29,3	-30,7
zuzügl. Abschreibungen auf IAV und SAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
abzügl. Wachstum des Betriebsvermögens (netto)	EUR Mio.	83,4	-70,4	2,2	2,5	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
abzügl. Investitionen in IAV und SAV	EUR Mio.	-245,8	-102,1	-87,6	-77,5	-64,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
abzügl. Minderheitenanteile	EUR Mio.	-0,9	-2,0	-3,4	-3,6	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1
Liquiditätsüberschuss	EUR Mio.	-124,6	-129,9	-44,7	-31,7	-14,7	52,0	56,4	60,5	64,3	67,5
Jahre		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Barwert des Endwertes	EUR Mio.	796,8									
Anteil des Endwertes am Unternehmenswert	%	121,4									
Langfristige Wachstumsrate des FCF	%	3,0									
Unternehmenswert	EUR Mio.	656,4									
Langfristige Verschuldung	EUR Mio.	77,1									
<b>Wert des gesamten Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>579,4</b>									
<b>Fairer Wert je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>36,90</b>									
Gewichteter Kapitalkostensatz	%	7,5									

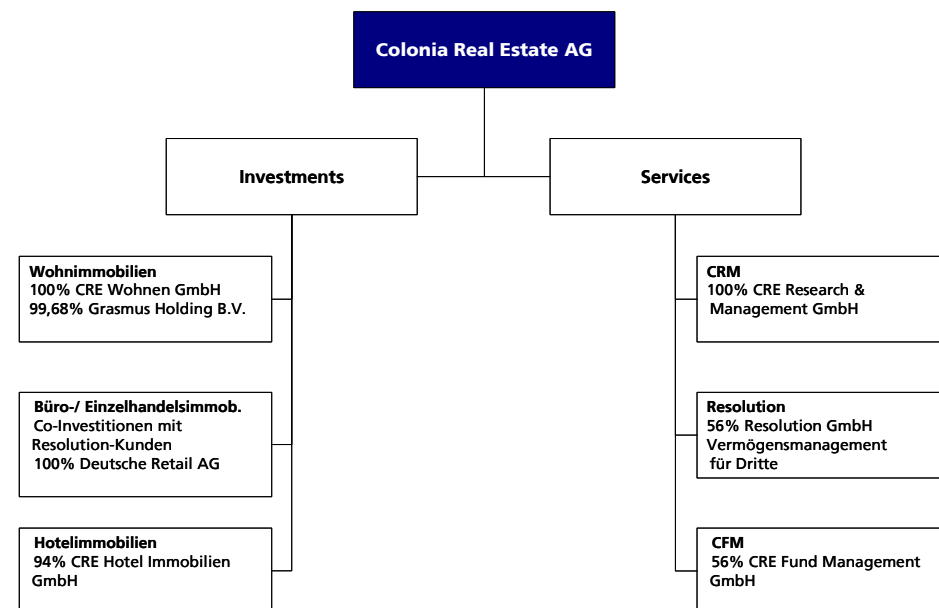
Quelle: HVB Global Markets Research

# Weiterentwicklung der CRE in vollem Gange

Colonia Real Estate (CRE) hat sowohl beim Aufbau des Unternehmens, als auch in Bezug auf die Kurs- bzw. Kapitalmarktentwicklung ein enormes Tempo vorgelegt. Der Start-up-Phase 2004/05 folgten zwei wesentliche Erweiterungen der Geschäftsaktivitäten in der ersten Jahreshälfte 2006 – das Asset Management und das Fondsgeschäft. Beide Bereiche runden die Wertschöpfungskette der CRE ab. Zum einen bieten sie die Basis für einen zusätzlichen, kontinuierlichen Ergebnisbeitrag in den kommenden Jahren und zum anderen erlangt die CRE-Gruppe damit den Zugriff auf ein bundesweit agierendes Netzwerk insbesondere im Gewerbeimmobilien-Bereich. Damit ist das Fundament für das Ziel eines voll integrierten Immobilienkonzerns gelegt worden.

Der Vorstand hat bereits eine Reihe von Investitionsvorhaben angekündigt, um die sich bietenden Chancen zu nutzen. Auf Basis der mittlerweile erreichten Aufstellung halten wir die Investitionsziele der CRE-Gruppe für durchaus realistisch. Sollten die Vorhaben jedoch wie angekündigt durchgeführt werden, stellt sich die Frage der Finanzierung der Transaktionen.

## GESCHÄFTSFELDER CRE



Quelle: Colonia Real Estate

## Strategie – Ziel ist ein integrierter Immobilienkonzern

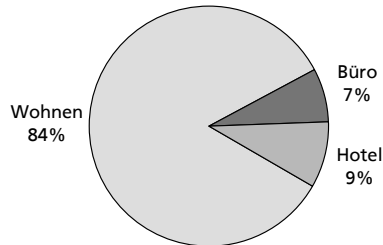
Update der Unternehmensstrategie

**CRE strebt an, Marktführer in Deutschland für opportunistische Immobilieninvestments und Asset Management Dienstleistungen zu werden.** Sofern beide Bereiche besetzt sind, kann von einem integrierten Immobilienkonzern gesprochen werden.

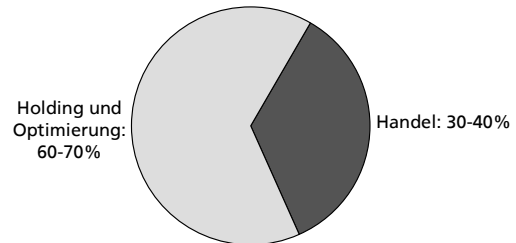
1. Erstes Ziel ist es ein **diversifiziertes Immobilienportfolio** aus renditestarken Wohn-/Gewerbeimmobilien in Deutschland aufzubauen. Nach wie vor drücken das Ziel einer hohen EK-Rendite und ein nicht festgelegter Split der Assetklassen den opportunistischen Investmentansatz aus. Dazu investiert CRE in Cashflow-positive Immobilien bzw. Gesellschaften.
  - **Status Quo:** Das Immobilienvermögen ist von EUR 40 Mio. Mitte 2005 auf derzeit etwa EUR 185 Mio. gestiegen. Inklusive der bereits angekündigten Transaktionen, u. a. einem Wohnimmobilien-Portfolio, dessen Kaufpreis Anfang 2007 fällig wird, beträgt das Volumen etwa EUR 310 Mio.
  - **Ziel:** Im Gesamtjahr 2006 soll das Anlagevolumen um EUR 500 Mio. erhöht werden. Nach vertraglich fixierten Investitionen von EUR 200 Mio. in H1 sind demnach für H2 Investitionen von EUR 300 Mio. geplant.
2. Zweites Ziel ist eine Positionierung als **Dienstleister im Asset- und Restrukturierungsmanagement** für institutionelle Kunden. Neben der Erzielung von Dienstleistungserträgen erhöhen sich dadurch die Möglichkeiten der CRE in Bezug auf Immobilienzukäufe.
  - **Status Quo:** Mit der Übernahme der Resolution GmbH hat die CRE ein Assets under Management- (AuM-) Volumen von EUR 700 Mio. übernommen. Die Gründung einer Fonds Management-Tochter zielt insbesondere auf das Geschäft mit geschlossenen Immobilienfonds.
  - **Ziel:** Für 2006 werden erste Erträge aus dem AM-Bereich erwartet. Das AuM-Volumen soll bis 2008 von EUR 700 Mio. auf EUR 2 Mrd. ansteigen. Ferner soll bis Ende 2006 ein erster geschlossener Immobilienfonds vertrieben werden.

**Insgesamt kann CRE mittels dieses Geschäftsmodells zum einen stetig wiederkehrende Einnahmen aus Mieterträgen und AM verbunden mit realisierten Gewinnen aus Veräußerungen generieren. Mittelfristig sollen zwei Drittel der Konzernerträge aus Mieteinnahmen und Dienstleistungen generiert werden. Zunächst wird das Ergebnis jedoch v. a. durch die Fair-Value-Bewertung der akquirierten Objekte getrieben. Erst in den kommenden Jahren nimmt der Ergebniseffekt der Dienstleistungen sukzessive zu.**

Immobilienvermögen nach Sektoren (H1/2006)



Zielstruktur des Geschäftsmodells



Quelle: Colonia Real Estate

## Portfolioaufbau – Wohnimmobilien

### Investmentstrategie

#### Der Aufbau des Portfolios erfolgt mit einem opportunistischen Investmentansatz.

Renditestarke Investitionen lassen sich i. d. R. nur bei einem antizyklischen Einstieg in weniger favorisierte Regionen bzw. Bereiche oder unter Ausnutzung von Notlagen bei Verkäufern langfristig realisieren. Dabei werden größere Bieterverfahren vermieden, d. h. der Fokus liegt auf Off-Market-Transaktionen. CRE setzt u. a. auf den Dialog mit kommunalen Wohnungsbaugesellschaften sowie Städten und Gemeinden. Insbesondere diese potenziellen Verkäufergruppen setzen zunehmend nicht auf reine Immobilienhändler, sondern auf langfristig orientierte Bestandshalter. Von diesen wird erwartet, dass es allenfalls langfristig zu – sozialverträglichen – Privatisierungen kommt und der Erwerber über eine Sanierungskompetenz verfügt. CRE setzt auf eine Haltedauer der Objekte von bis zu acht Jahren. In Bezug auf Portfoliogröße liegt der Fokus auf kleine bis mittelgroße Portfolios zwischen EUR 10-80 Mio. Über die kommenden Jahre sollte der Schwerpunkt auf dem Ausbau des Portfolios gerichtet sein. Bei Erreichen einer kritischen Masse (etwa 15.000 WE) könnte eine Ausgliederung in eine REIT-Gesellschaft bzw. in ein REIT-ähnliches Vehikel erfolgen.

### Ziele

#### Aktuell bereits 8.300 Wohneinheiten im Bestand – Ziel von 10.000-15.000 WE in den nächsten zwölf Monaten.

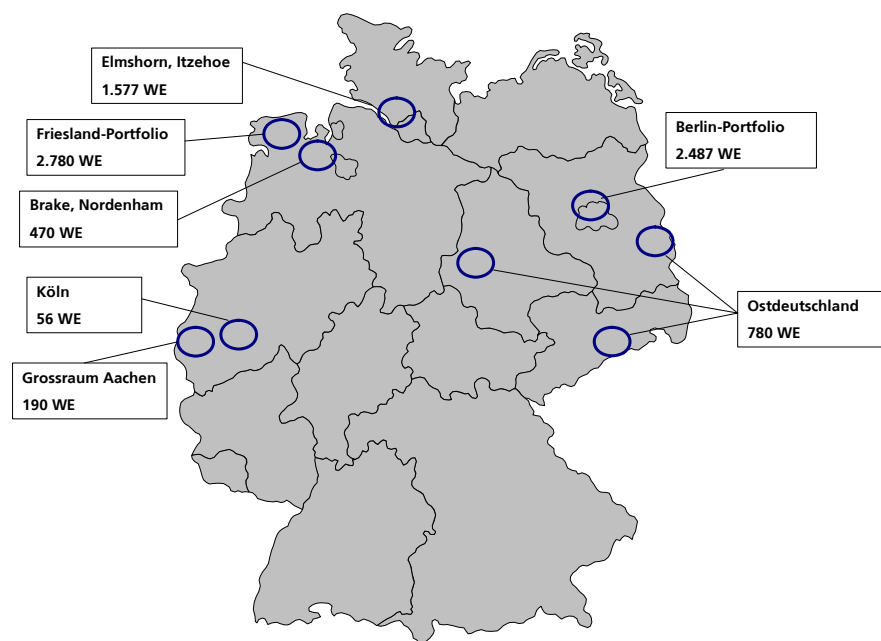
Inklusive dem Berlin-Portfolio umfasst das derzeitige Portfolio bereits 8.300 Wohneinheiten. Für Q3 wurde der Verkauf von etwa 1.500 WE aus dem Grasmus-Portfolio angekündigt. Ausgehend von dem dann erreichten Bestand müsste CRE etwa 3.000 bis 8.000 WE zukaufen, um das o. g. Ziel zu erreichen. Wir haben in unserem Planungsmodell einen Nettobestand von 12.800 bis Ende 2007 WE unterstellt.

### Bislang guter Track Record bei Wohnimmobilien

**Bisher guter Track Record in punkto Kauf-/Verkaufspreiskriterien.** Ziel-Kaufpreiskriterien der CRE im Wohnbereich liegen unterhalb dem zehnfachen der Netto-Ist-Miete. Daraus resultiert eine anfängliche Mietrendite von über 10%. Die bisherigen Transaktionen zeigten in Summe eine 8,5fache Jahresnettomiete, d. h. eine Bruttorendite von 11,8%. Der Verkauf des bislang einzigen Teilportfolios in Lüneburg im Herbst 2005 zeigte einen Verkaufspreis-Faktor von über 11. Daraus

resultierte eine 30%ige Wertsteigerung. In der Telefonkonferenz zum Halbjahr hat der Vorstand einen weiteren Teilverkauf aus dem Grasmus-Portfolio von etwa 1.500 WE in 2006 angekündigt. Nach Hochschreibung per Ende 2005 liegt der Marktwert bei etwa EUR 50 Mio., als Verkaufspreis kristallisiert sich im bisherigen Verkaufsprozess ein Wert von EUR 60 Mio. heraus. Damit unterstellen wir einen sonstigen betrieblichen Ertrag von EUR 9 Mio. für Q4 in unseren Prognosen. Mit dieser Transaktion könnte CRE unter Beweis stellen, dass die nach IAS 40 vorgenommenen Zuschreibungen zum Marktwert (Fair Value-Bewertung) nicht grundlos erfolgt sind. Es besteht sogar über den Zeitwert hinaus das Potenzial zu zusätzlichen Veräußerungsgewinnen.

#### STANDORTE DES CRE-WOHNPORTFOLIO



Quellen: Colonia Real Estate, HVB Global Markets Research

Positionierung bereits erfolgreich

**Im Bereich Wohnimmobilien hat CRE innerhalb eines Jahres seine Positionierung gefunden.** Obwohl die Wohnimmobilien-Objekte der CRE fast ausschließlich in Randlagen liegen und/oder eher einfacher Qualität bzw. Attraktivität entsprechen, haben sowohl die bisherigen Verkäufe, als auch die Fair-Value-Bewertung durch externe Gutachter gezeigt, dass CRE einen hohen Wertbeitrag bzw. eine hohe Rendite aus den Ankäufen generieren kann. Wir gehen davon aus, dass CRE auch in Zukunft selektiv und opportunistisch vorgehen wird. Zwar erwarten wir, dass sich Ankaufsprozesse in Zukunft, aufgrund des verstärkten Wettbewerbs, zeitlich länger gestalten können. Jedoch bedeutet eine höhere Anzahl von Marktteilnehmern auch auf der Verkaufsseite, dass mehrere Interessenten vorhanden sind. Insofern bietet sich das Potenzial, Teilbestände früher als geplant weiterzuveräußern.

## Portfolioaufbau – Gewerbeimmobilien

### Investmentstrategie

**Zweigeteilte Strategie.** Im Bereich Gewerbeimmobilien wird der Bestand bislang von den drei Marriott Hotels, welche bereits 2004 erworben wurden, dominiert. Das zweite Investment war Anfang 2005 eine Gewerbeimmobilie in Köln. Der Fokus der CRE lag damit bislang eindeutig auf Wohnimmobilien. Noch in diesem Jahr sollen allerdings auch Investments im Gewerbeimmobilienbereich eingegangen werden. **Hotellimmobilien** sollen nicht weiter akquiriert werden. Bei **Büroimmobilien** setzt das Unternehmen auf Co-Investments mit der 56%-Tochter Resolution bzw. mit deren Kunden. Erste Investments könnten nach Unternehmensangaben bereits in Q3 erfolgen. Der Umfang der Investitionen ist derzeit jedoch kaum abzuschätzen, da dies maßgeblich von der Beteiligungsquote abhängt. Den Schwerpunkt legt die CRE derzeit auf **Einzelhandelsimmobilien**. Dazu ist eine 100%-Tochter, die Deutsche Retail AG gegründet worden. Laut Management besteht bereits eine Vereinbarung zum Ankauf von Einzelhandelsimmobilien mit einem Volumen von EUR 200 Mio., bestehend aus Fachmarktzentren und kleineren Einkaufszentren. CRE setzt v. a. auf anziehende Einzelhandelsumsätze, die nach Unternehmenssicht zu einem attraktiven Mietsteigerungspotenzial durch Umsatzmieten führen. Insgesamt erwarten wir auch für den Bereich Gewerbeimmobilien eine selektive und opportunistische Vorgehensweise, da CRE v. a. notleidende Situationen auf der Verkäuferseite bevorzugt.

### Ziele

**Bestand seit einem Jahr unverändert – Fokus soll auf Einzelhandelsimmobilien liegen.** Derzeit hat das Gewerbeimmobilien-Portfolio einen bilanzierten Wert von EUR 40 Mio. Mit den avisierten Einzelhandelsinvestments von EUR 200 Mio. würde CRE diesen Bereich deutlich ausbauen. Wir haben in unserem Planungsmodell bisher EUR 100 Mio. unterstellt, da sowohl Finanzierung, als auch Beteiligungsquote bislang offen geblieben ist.

### Positionierung erscheint aussichtsreich

**Mit der Übernahme der Resolution GmbH hat sich das Netzwerk erweitert.** Zusammen mit den 38 Immobilienspezialisten der Resolution hat CRE jetzt den Zugriff auf ein bundesweites Netzwerk. Daher ist zu erwarten, dass der Bereich Gewerbeimmobilien wesentlich gestärkt werden kann. Da es sich in erster Linie bei Büroimmobilien um Co-Investments handelt, bleibt jedoch vorerst eine erste Transaktion und deren Ausgestaltung abzuwarten. Der Fokus auf Einzelhandelsobjekte entspricht den Erwartungen an steigende Einzelhandelsumsätze in Deutschland. Unseres Erachtens ist der Erfolg dieser Immobilien in erster Linie von der Lage abhängig. Die i. d. R. höheren Renditen von Fachmarktzentren und kleineren Einkaufszentren gründen sich zudem auf eine Anzahl von Faktoren, die im Einzelfall über den Erfolg bzw. Misserfolg der Gesamtinvestition entscheiden, wie Wettbewerbsverhalten der Einzelhändler, Wettbewerb durch neue Center, Centermanagement, Bonität der Mieter, Leerstand, etc. Des Weiteren sind die Renditen im Einzelhandelsbereich und insbesondere bei Shoppingcentern in den letzten beiden Jahren bereits durch die erhöhte Nachfrage rückläufig gewesen. Der Total Return (Wertänderung plus Miet-Cashflow) lag in den letzten drei Jahren über dem von Büro-, Wohnimmobilien bzw. gemischten Nutzungsarten. Insgesamt kann CRE sich in diesem Bereich positionieren, jedoch bleibt der Erfolg von einem Ankauf mit günstigen Konditionen abhängig. Sollte es CRE gelingen, über die kommenden Jahre ein attraktives Portfolio mit Einzelhandelsimmobilien aufzubauen, könnte auch dieses in einen REIT bzw. in ein REIT-ähnliches Vehikel eingebracht werden. Mit der in Aussicht gestellten Investition über EUR 200 Mio. würde CRE die Basis dafür legen.

## Asset Management

### Bundesweite Abdeckung

**Im Asset Management (AM) von Null auf EUR 700 Mio.** Insbesondere durch die 56%-Mehrheitsübernahme der Resolution GmbH im April hat CRE den Zugriff auf ein deutschlandweites Netzwerk mit einem nach eigenen Angaben langjährigen Track Record erhalten. Die 38 Mitarbeiter sind in Köln, Frankfurt, Hamburg, Stuttgart, München und Berlin präsent. Der Vorteil des Netzwerkes liegt in der lokalen Marktkennntnis und der Präsenz in den wichtigsten Regionen des Geschäftsgebiets. Die Resolution Real Estate Asset Management fokussiert auf die Transaktionsbegleitung und das Asset Management überregionaler Immobilien-Portfolios für institutionelle Investoren aus dem In- und Ausland. Insgesamt decken die Dienstleistungen den kompletten Zyklus von Immobilien-Investments ab: Transaktionsbegleitung, Renditeoptimierung, Realisierung von Wertsteigerungspotenziale (s. Grafik)

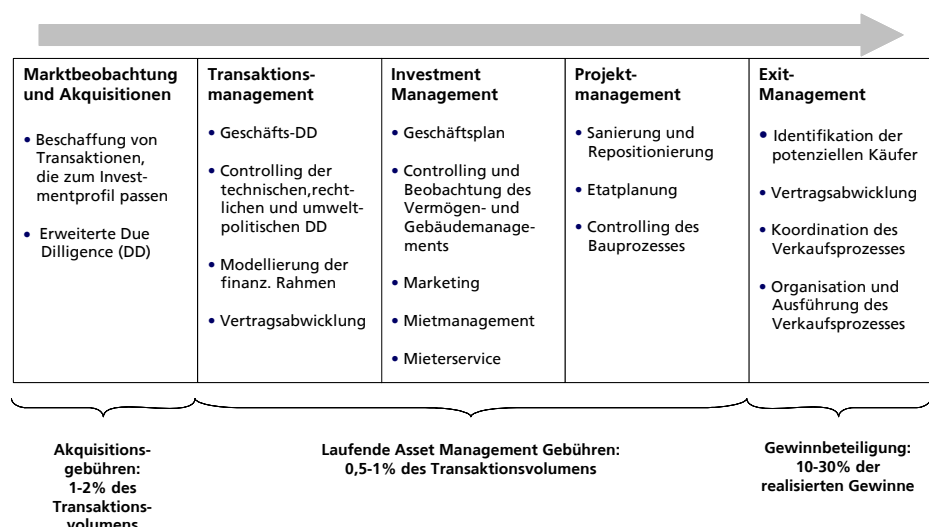
### Ziel bis 2008: EUR 2 Mrd. AuM

**Im Bereich AM hat sich die CRE-Gruppe das Ziel gesetzt, bis 2008 EUR 2 Mrd. Asset under Management (AuM) zu erreichen.** In der zweiten Jahreshälfte 2006 soll das derzeitige Volumen von EUR 700 Mio. um EUR 100 Mio. erhöht werden. Die Nachfrage nach professionellem Immobilien-AM wird in den kommenden Jahren deutlich steigen. Insbesondere, wenn Bestände von internationalen Investoren akquiriert werden ist ein regionales AM-Know-how erforderlich. Ähnlich wie die bisherigen Versuche von Vivacon, verdeutlicht auch die erfolgreiche Positionierung von CRE, dass der stetig wiederkehrende Erlösstrom im Vordergrund steht. Zum anderen besteht nicht die Notwendigkeit von hohen Investitionssummen.

### Positionierung eröffnet Chancen

**Neben den AM-Erlösen eröffnet sich der CRE-Gruppe damit der Zugriff auf ein bundesweites Netzwerk.** Die Zielmarke von EUR 2 Mrd. AuM halten wir für erreichbar, wenngleich der Wettbewerb auch in diesem Bereich steigen wird. Die Transaktionen, welche aus dem Netzwerk der Resolution entstehen können sorgen u. E. für eine deutliche Stärkung der gesamten CRE-Gruppe.

### WERTSCHÖPFUNGSKETTE REAL ESTATE ASSET MANAGEMENT (REAM)



Quelle: Colonia Real Estate

## Fonds Management-Tochter

CRE Fonds Management GmbH

**Ebenfalls im April wurde die CRE Fonds Management GmbH gegründet.** Damit baut CRE die Wertschöpfungskette um den Bereich Konzeption und Vertrieb strukturierter Investmentprodukte, v. a. Geschlossene Immobilienfonds aus. CRE hält 56% an dem Unternehmen, 44% verbleiben beim Management um den Geschäftsführer, ein ehemaliger Geschäftsführer der DB Real Estate GmbH. Zusätzlich wurde das Managementteam zum 1. August um weitere drei Personen auf insgesamt vier erweitert. Alle Mitarbeiter verfügen über eine langjährige Erfahrung im Bereich Geschlossene Immobilienfonds. Ziel ist es, bereits in 2006 einen ersten geschlossenen Fonds zu konzipieren und zu vertreiben.

Start erfolgt

**Erster Fonds in diesem Jahr.** Der Objekterwerb hat bereits begonnen. Der Care-Invest 1 wird Pflegeheim-Immobilien enthalten. Das erste Objekt ist ein neues Pflegeheim in Köln mit 80 Einzelzimmern, fünf weitere befinden sich in der exklusiven Ankaufsphase. Das Gesamtvolumen des Fonds bzw. das zu platzierende Eigenkapital wird bei etwa EUR 50 Mio. bzw. EUR 20 Mio. liegen. Dass CRE bereits in der Lage war, Objekte mit ausreichend hohem Renditepotenzial für den Fonds zu akquirieren spricht eindeutig für einen guten Anfang. Der derzeit stark wachsende Markt für Pflegeimmobilien-Fonds hat nach unseren Informationen bereits zu ersten Absagen größerer Fonds geführt, die keine marktgerechten Renditen mehr anbieten können, da die Renditen der Objekte sukzessive gesunken sind.

Positionierung eröffnet zusätzliche Chancen, bleibt jedoch abzuwarten

**Grundsätzlich halten wir den Bereich der Geschlossenen Immobilienfonds für ein attraktives Segment.** Auf Basis des u. E. relativ geringen Fondsvolumens für das erste Projekt halten wir eine Platzierung noch in 2006 für realistisch. Damit sollte die Positionierung in diesem Bereich beginnen. Auf Basis der Anzahl der Mitarbeiter ist von einem jährlichen Fondsvolumen von etwa EUR 100-150 Mio. auszugehen. Ob sich die Gesellschaft eher auf Geschlossene Fonds für Privatkunden oder auf strukturierte Immobilienprodukte für Institutionelle Kunden fokussiert bleibt abzuwarten. Insgesamt ergibt sich bei beiden Ausrichtungen eine Front up-Fee, die mit jedem Fonds neu verdient werden muss und eine laufende Management-Fee, die zu einem stetigen Erlösstrom heranwachsen kann. Für eine Bewertung der Aussichten der CRE-Tochter ist es u. E. derzeit zu früh. CRE hat sich mit der Aufstellung weiterer Zukunftschancen im Markt mit Geschlossenen Immobilienfonds eröffnet, der ein Volumen von etwa EUR 3 Mrd. (2005) hat, die es jedoch mit Leben zu füllen gilt. Ein zusätzlicher, positiver Aspekt ist die zukünftige Möglichkeit der CRE-Gruppe, eigene Bestände nach Aufbereitung in Fonds weiterzuplatzieren.

# Geschäftsentwicklung

## Ausblick 2006

Guidance sehr konservativ

**Letzte Prognose für das Nettoergebnis 2006 von mindestens EUR 25 Mio. entspricht nicht mehr den Gegebenheiten.** Wir halten diese Guidance für sehr konservativ und nicht mehr den aktuellen Aussichten entsprechend. Daher hat der Vorstand bereits angekündigt, nach Vollzug der nächsten Transaktionen, die in Q3 erfolgen sollen, eine neue Guidance geben zu wollen. Auf Basis unserer Annahmen, die bereits einen Teil der angekündigten Transaktionen unterstellen, erwarten wir ein Nettoergebnis von EUR 32,7 Mio. in 2006, nach EUR 6,8 Mio. im Vorjahr.

### UNTERNEHMENS-GUIDANCE VS. HVB-SCHÄTZUNGEN

EUR Mio.	2004	2005	2006e			2007 HVBe
			CRE bisher	HVBe	Delta	
Gesamtleistung	0,8	19,6	56,8	67,8	19%	88,9
EBIT	-0,5	12,9	33,0	53,6	63%	62,3
Konzernergebnis	-0,6	6,8	25,0	32,7	31%	30,8

Quellen: Colonia Real Estate, HVB Global Markets Research

## Konzernentwicklung

H1/2006

**Das Ergebnis in H1/2006 war vor allem von der Fair-Value-Zuschreibung der Immobilien nach IAS 40 geprägt.** Die Umsatzerlöse stiegen von EUR 1,2 Mio. im Vorjahr auf EUR 6,5 Mio. in H1/2006. Inklusiv des Bewertungsergebnisses von EUR 12,9 Mio. stieg die Gesamtleistung von EUR 1,3 Mio. auf EUR 19,6 Mio. Ähnlich wie in Q1 mit EUR 6 Mio. wurde auch in Q2 eine Hochschreibung der Immobilien um 6,9 Mio. vorgenommen. Damit basiert der Großteil des EBIT von EUR 14,6 Mio. auf der Neubewertung, die verdeutlicht, dass CRE die Wohnungsbestände sehr günstig erworben hat. Das Nettoergebnis konnte auf EUR 8,9 Mio. (Vorjahr: EUR -0,1 Mio.) ausgeweitet werden.

Annahmen

**CRE hat zum Halbjahresbericht eine Reihe von Plänen für das zweite Halbjahr präsentiert.** Zum einen wird mit dem Verkauf eines Wohnimmobilien-Portfolios mit 1.500 WE gerechnet. Wir haben für diese Transaktion einen Veräußerungserlös von EUR 60 Mio. mit einem Buchgewinn von EUR 9 Mio. unterstellt, d. h. deutlich über der bisherigen Bewertung. Darüber hinaus haben wir den Kauf eines Portfolios mit 2.000 WE über EUR 52 Mio. unterstellt. CRE plant für H2 Investitionen über insgesamt EUR 300 Mio., davon ein Einzelhandelsportfolio von EUR 200 Mio. Da wir nicht wissen, ob es sich um ein 100%-Investment handelt, haben wir im Segment Gewerbeimmobilien zunächst eine Investition von EUR 100 Mio. unter-

stellt. Ferner rechnen wir mit der Platzierung eines ersten Fonds mit einem Volumen von EUR 50 Mio. und der Steigerung des AuM-Volumens auf EUR 800 Mio. Für 2007 legen wir Investitionen in ein 4.000 WE-Portfolio (EUR 115 Mio.) und eine Investition von EUR 50 Mio. im Gewerbe-Segment zugrunde. Das AuM-Volumen sollte deutlich auf EUR 1,2 Mrd. und das Fondsvolumen auf EUR 100 Mio. anziehen.

Bei attraktiven Investments könnte eine Eigenkapitalaufstockung anstehen

**Insgesamt konservative Investitionsannahmen unterstellt, da Finanzierungsrahmen nicht klar ist.** Mit unseren Investitionsannahmen wird die EK-Quote von 36,6% in H1/2006 bis Ende 2007 auf 24,5% zurückgehen. Das Gearing wird dementsprechend von aktuell 100% auf 280% ansteigen, was sich dann in einem für Immobilienwerte üblichen Rahmen bewegen würde. Sollte das Investitionsvolumen entsprechend den Planungen der CRE höher ausfallen als von uns unterstellt bzw. die Beteiligungsquoten jeweils höher sein, so müsste das Unternehmen andere Finanzierungsformen finden. Neben möglichen Verkäufen aus dem Bestand, der Hereinnahme von Co-Investoren und Zwischenfinanzierungen, verfügt CRE derzeit über ein genehmigtes Kapital von EUR 7,9 Mio. und bedingtes Kapital für Wandel- bzw. Optionsanleihen. Wir erwarten, dass bei entsprechend attraktiven Portfoliobeständen der Weg über eine Eigenkapitalgenerierung führen wird. Sofern die Mietrendite entsprechend über oder auf dem Niveau der bisherigen Bestände liegt, sollte es dann nicht zu einer Verwässerung der bisherigen Aktionäre kommen.

Ergebnisprognosen

**Erhebliche Ergebnisausweitung in 2006 und 2007 – Folgejahre schwer prognostizierbar.** Für 2006 erwarten wir einen Ergebnisschub von EUR 6,8 Mio. auf EUR 32,7 Mio. und für 2007 ein Nettoergebnis von EUR 30,8 Mio. Der leichte Rückgang ist durch die geringere Investitionstätigkeit aufgrund der dann limitierten freien Mittel zu erklären. Damit sind geringere Fair-Value-Zuschreibungen verbunden. Zudem erwarten wir einen deutlichen Anstieg der Finanzierungskosten, nachdem in 2006 stark investiert wurde. Für die Folgejahre wird der Anteil der AM- und Fondserlöse für einen Ausgleich sorgen, so dass wir für den Konzern mit einem stetig steigenden EBIT rechnen. Neben den Finanzierungskosten wird auch der Anteil Dritter am Ergebnis ansteigen, der jeweils den 44%-Minderheitenanteil an Resolution und der Fondstochter enthält.

## Planungsmodell Wohnimmobilien

Bestand wird sukzessive ausgebaut

**Bis auf weiteres wird der Bereich der wichtigste Ergebnisträger bleiben.** In unserem Planungsmodell haben wir den bisherigen Bestand von 8.300 WE, den geplanten Verkauf von etwa 1.500 WE in 2006, den Zukauf von 2.000 WE in 2006 und von 4.000 bzw. 3.000 WE in 2007 bzw. 2008 unterstellt. Bezüglich der Ankaufs-/ Bewertung- und Verkaufsmultiplikatoren planen wir einen leichten Anstieg über die kommenden Jahre, wobei wir nach wie vor davon ausgehen, dass die Erstbewertung über den Anschaffungskosten und der Verkaufserlös nochmals höher liegen werden.

### PLANUNGSMODELL WOHNIMMOBILIEN

		2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Grasmus-Portfolio	EUR Mio.	6,9	4,0	4,1	4,1	4,2
Bremen-Portfolio	EUR Mio.	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Hamburg-Portfolio	EUR Mio.	2,2	5,5	6,0	6,6	7,0
Aachen/Ostdeutschland	EUR Mio.	1,3	2,2	2,3	2,4	2,5
Köln-Immobilien	EUR Mio.	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Brake-Portfolio	EUR Mio.	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Berlin-Portfolio	EUR Mio.	2,2	6,7	7,0	7,4	7,8
<b>Mieterlöse bisherige Objekte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,8</b>	<b>20,1</b>	<b>21,1</b>	<b>22,2</b>	<b>23,2</b>
Abgänge Mieterlöse bisherige Objekte	EUR Mio.	0	-1,6	-2,1	-2,2	-2,3
Verkaufsquote bisherige Quote	%	0	8	10	10	10
<b>Abgänge Mieterlöse kumuliert</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0</b>	<b>-1,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>-5,9</b>	<b>-8,3</b>
<b>Mieterlöse Neue Objekte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,4</b>	<b>9,1</b>	<b>17,1</b>	<b>22,8</b>	<b>26,6</b>
<b>Mieterlöse – Gesamt</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>15,2</b>	<b>27,6</b>	<b>34,5</b>	<b>39,0</b>	<b>41,6</b>
<i>y-o-y</i>	%	<i>205</i>	<i>82</i>	<i>25</i>	<i>13</i>	<i>6</i>
Operative Aufwendungen	EUR Mio.	-8,9	-15,2	-17,3	-17,6	-18,7
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,3</b>	<b>12,4</b>	<b>17,3</b>	<b>21,5</b>	<b>22,9</b>
EBIT-Marge	%	41	45	50	55	55
Verkaufserlöse bisherige Objekte	EUR Mio.	60,0	20,1	27,1	29,1	31,6
Daraus sonstiger betriebl. Ertrag	EUR Mio.	9,0	1,7	2,3	2,4	2,5
Verkaufserlöse neue Objekte	EUR Mio.	0	23,0	23,2	20,0	24,9
Daraus sonstiger betriebl. Ertrag	EUR Mio.	0	2,0	2,0	1,6	2,0
<b>Sonstiger betr. Ertrag – Gesamt</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>9,0</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>
Fair-Value-Zuschreibung bisherige Objekte	EUR Mio.	16,9	9,2			
Fair-Value-Zuschreibung neue Objekte	EUR Mio.	5,8	17,3	12,1	6,7	7,1
<b>Höherbewertung nach IAS 40</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>22,7</b>	<b>26,4</b>	<b>12,1</b>	<b>6,7</b>	<b>7,1</b>
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>46,9</b>	<b>57,8</b>	<b>50,8</b>	<b>49,7</b>	<b>53,2</b>
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>38,0</b>	<b>42,6</b>	<b>33,6</b>	<b>32,2</b>	<b>34,5</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>%</b>	<b>81</b>	<b>74</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>65</b>

Quelle: HVB Global Markets Research

## ANNAHMEN FÜR PLANUNGSMODELL

		2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Neue Objekte Ankaufspreise	EUR Mio.	51,8	115,2	93,0	66,5	71,2
WE a 60 m <sup>2</sup>	Einheiten	2.000	4.000	3.000	2.000	2.000
Ankaufspreis pro Wohnung	EUR	25.920	28.800	30.996	33.264	35.604
Gesamtfläche	m <sup>2</sup>	120.000	240.000	180.000	120.000	120.000
Monatsmiete pro m <sup>2</sup>	EUR	4,00	4,00	4,10	4,20	4,30
Miete p. a.	EUR Mio.	5,8	11,5	8,9	6,0	6,2
Objekte – Verkäufe	EUR Mio.	0	-23,0	-23,2	-20,0	-24,9
Neue Objekte – kumuliert	EUR Mio.	51,8	144,0	213,7	260,3	306,6
Ankaufs-Multiplikator	x	9,0	10,0	10,5	11,0	11,5
Bewertungs-Multiplikator	x	10,0	11,5	11,9	12,1	12,7
Verkaufs-Multiplikator	x	11,5	12,5	12,9	13,1	13,7
Mietrendite	%	11,1	10,0	9,5	9,1	8,7
Mieterlöse p. a.	EUR Mio.	5,8	11,5	8,9	6,0	6,2
Mieterlöse – gewichtet	EUR Mio.	1,4	5,8	4,4	3,0	3,1
Abgang Mieterlöse	EUR Mio.		-2,6	-2,3	-1,9	-2,3
Mieterlöse – kumuliert	EUR Mio.	1,4	9,0	16,8	22,4	26,2
Mietsteigerung p. a.	%	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6
<b>Mieterlöse inkl. Mietsteigerung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,4</b>	<b>9,1</b>	<b>17,1</b>	<b>22,8</b>	<b>26,6</b>

Quelle: HVB Global Markets Research

## Planungsmodell Gewerbeimmobilien und Hotels

Ausweitung wird von Finanzierungsmöglichkeiten abhängen

**Volumen der zukünftigen Investitionen schwer planbar.** Für den Bereich der Hotelimmobilien gehen wir von einer unveränderten Entwicklung in den kommenden Jahren aus. Für den Bereich Gewerbeimmobilien sind erhebliche Investitionen bereits für 2006 in Aussicht gestellt worden. Zukünftige Investitionen sind jedoch maßgeblich von der Beteiligungsquote, den Verkäufen aus dem eigenen Bestand und den Finanzierungsmöglichkeiten abhängig. Insofern haben wir zunächst Volumina für die kommenden Jahre unterstellt, die keine Kapitalerhöhung erfordern würde. Wir halten es jedoch für wahrscheinlich, dass CRE im Zuge von weiteren Transaktionen zusätzliches Eigenkapital generieren wird. Sofern die damit verbundene Transaktion eine höhere Rendite verspricht, wird es wahrscheinlich auch nicht zu einer Ergebnisverwässerung kommen.

## PLANUNGSMODELL GEWERBEIMMOBILIEN

		2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Mieterlöse Köln-Porz	EUR Mio.	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
<i>y-o-y</i>	%	424	2,0	2,0	2,0	1,5
Mieterlöse Neue Objekte	EUR Mio.	2,3	9,6	12,4	16,2	20,1
<i>y-o-y</i>	%			28	31	24
<b>Mieterlöse – Gesamt</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,6</b>	<b>11,0</b>	<b>13,8</b>	<b>17,6</b>	<b>21,5</b>
<i>y-o-y</i>	%	424	204	25	28	22
Operative Aufwendungen	EUR Mio.	-1,4	-4,4	-5,5	-7,0	-8,6
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,2</b>	<b>6,6</b>	<b>8,3</b>	<b>10,6</b>	<b>12,9</b>
EBIT-Marge	%	60	60	60	60	60
Verkaufserlöse	EUR Mio.	0	20,0	30,0	40,0	50,0
<b>Daraus sonstiger betriebl. Ertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>
<b>Höherbewertung nach IAS 40</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,0</b>	<b>5,0</b>	<b>7,5</b>	<b>10,0</b>	<b>10,0</b>
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,6</b>	<b>17,0</b>	<b>22,4</b>	<b>29,2</b>	<b>32,9</b>
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,2</b>	<b>12,6</b>	<b>16,9</b>	<b>22,2</b>	<b>24,3</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>%</b>	<b>89</b>	<b>74</b>	<b>75</b>	<b>76</b>	<b>74</b>

Quelle: HVB Global Markets Research

## ANNAHMEN FÜR PLANUNGSMODELL

		2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Neue Objekte Ankaufspreise	EUR Mio.	100,0	50,0	75,0	100,0	100,0
Objekte – Verkäufe	EUR Mio.	0	-20,0	-30,0	-40,0	-50,0
Neue Objekte – kumuliert	EUR Mio.	100,0	130,0	175,0	235,0	285,0
Ankaufs-Multiplikator	x	11,0	11,5	12,0	12,5	13,0
Fair-Value-Multiplikator	x	12,1	12,7	13,2	13,8	14,3
Verkaufs-Multiplikator	x		13,3	13,7	14,3	14,7
Mietrendite	%	9,1	8,7	8,3	8,0	7,7
Mieterlöse p. a.	EUR Mio.	9,1	4,3	6,3	8,0	7,7
Mieterlöse – zeitgewichtet	EUR Mio.	2,3	2,2	3,1	4,0	3,8
Abgang Mieterlöse	EUR Mio.		-1,8	-2,6	-3,3	-4,0
Mieterlöse – kumuliert	EUR Mio.	2,3	9,4	12,1	15,9	19,8
Mietsteigerung p. a.	%	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6
<b>Mieterlöse inkl. Mietsteigerung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,3</b>	<b>9,6</b>	<b>12,4</b>	<b>16,2</b>	<b>20,1</b>

Quelle: HVB Global Markets Research

## Planungsmodell Asset Management

Kontinuierliche  
Ergebnisbeiträge

Unser Planungsmodell für das AM sieht eine Steigerung des AuM von jetzt EUR 700 Mio. auf EUR 2 Mrd. in 2009 vor. Bei den Erlösen orientieren wir uns an den kommunizierten Konditionen, rechnen jedoch für die ersten Jahre keine zusätzlich mögliche Incentive-Fee für erfolgreiche Verkäufe ein. Insgesamt erwarten wir bereits für 2007 einen EBIT-Beitrag von etwa EUR 10 Mio.

### PLANUNGSMODELL ASSET MANAGEMENT

		2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
AuM (Periodenende)	EUR Mio.	800	1.200	1.800	2.000	2.180
AuM (Durchschnitt)	EUR Mio.		1.000	1.500	1.900	2.090
Zunahme AuM	EUR Mio.	100	400	600	200	180
Akquisitionsvolumen	EUR Mio.	50	200	300	100	90
Acquisition Fee	%	1,00	1,20	1,20	1,20	1,20
Acquisition Fee	EUR Mio.	0,5	2,4	3,6	1,2	1,1
Asset Management Fee	%		0,75	0,70	0,65	0,65
Asset Management Fee	EUR Mio.	3,0	7,5	10,5	12,4	13,6
Erwartetes Verkaufsvolumen	EUR Mio.			150	190	209
Davon Incentive Fee-relevant	%			20	20	20
Incentive Fee	%			10	10	10
Incentive Fee	EUR Mio.			3,0	3,8	4,2
<b>Gesamterlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,7</b>	<b>9,9</b>	<b>17,1</b>	<b>17,4</b>	<b>18,8</b>
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-1,9	-5,0	-8,4	-8,3	-8,9
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,9</b>	<b>5,0</b>	<b>8,7</b>	<b>9,0</b>	<b>10,0</b>
EBIT-Marge	%	50,0	50,0	51,0	52,0	53,0
Nettoergebnis vor Minderheitenanteile	EUR Mio.	1,3	3,5	6,2	6,3	7,0
Anteile Dritter	%	44,0	44,0	44,0	44,0	44,0
Nettoergebnis CRE	EUR Mio.	0,8	2,0	3,5	3,5	3,9

Quelle: HVB Global Markets Research

## Planungsmodell Fonds Management

Ergebnishöhe von  
Fonds-Vermarktung  
abhängig.

**Wir erwarten einen sukzessive steigenden Ergebnisbeitrag.** Der wesentliche Ergebnisbeitrag kommt zunächst aus der Auflegung der Fonds, erst sukzessive kumulieren sich die Management-Gebühren.

### PLANUNGSMODELL FONDS

		2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Fondsvolumen	EUR Mio.	50	100	150	200	250
Eigenkapital	EUR Mio.	20	40	60	80	100
Auflegungsgebühr (7%)	EUR Mio.	1,4	2,0	3,0	4,0	5,0
Management-Gebühr (0,3%)	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Kumulierte Mgmt.-Gebühr	EUR Mio.	0,1	0,2	0,4	0,6	0,9
<b>Erlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,9</b>
Aufwendungen	EUR Mio.	-0,8	-1,2	-1,8	-2,4	-3,1
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>
EBIT-Marge	%	45	45	46	47	48
Nettoergebnis vor Minderheitenanteile	EUR Mio.	0,5	0,7	1,1	1,5	2,0
Nettoergebnis CRE	EUR Mio.	0,3	0,4	0,6	0,8	1,1

Quelle: HVB Global Markets Research

## Segmentergebnisse

		2005	2006e	2007e	2008e
<b>Konzern</b>					
<b>Gesamtleistung</b>	EUR Mio.	19,6	67,8	88,9	95,8
Wachstum Gesamtleistung	%	n/a	249,4	31,4	7,7
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	12,9	53,6	62,3	62,0
Rendite	%	66,7	79,2	70,0	64,7
<b>Wohnimmobilien</b>					
<b>Gesamtleistung</b>	EUR Mio.	16,7	46,9	57,8	50,8
Wachstum Gesamtleistung	%	n/a	180,9	23,2	-12,0
Anteil Gesamtleistung	%	86,2	69,3	65,0	53,1
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	n/a	38,0	42,6	33,6
Rendite	%	n/a	80,9	73,7	66,1
<b>Gewerbeimmobilien</b>					
<b>Gesamtleistung</b>	EUR Mio.	0,7	13,6	17,0	22,4
Wachstum Gesamtleistung	%	n/a	1.874,7	25,0	31,5
Anteil Gesamtleistung	%	3,6	20,1	19,1	23,4
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	n/a	12,2	12,6	16,9
Rendite	%	n/a	89,4	74,2	75,4
<b>Hotellimmobilien</b>					
<b>Gesamtleistung</b>	EUR Mio.	2,0	2,0	2,0	2,1
Wachstum Gesamtleistung	%	n/a	0,3	2,0	2,0
Anteil Gesamtleistung	%	10,3	3,0	2,3	2,2
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	n/a	1,0	1,1	1,2
Rendite	%	n/a	50,0	55,0	60,0
<b>Asset Management</b>					
<b>Gesamtleistung</b>	EUR Mio.	0	3,7	9,9	17,1
Wachstum Gesamtleistung	%	n/a	n/a	165,5	72,7
Anteil Gesamtleistung	%	0	5,5	11,1	17,9
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	n/a	1,9	5,0	8,7
Rendite	%	n/a	50,0	50,0	51,0
<b>Fondsgeschäft</b>					
<b>Gesamtleistung</b>	EUR Mio.	0	1,5	2,2	3,4
Wachstum Gesamtleistung	%	n/a	n/a	49,3	54,1
Anteil Gesamtleistung	%	0	2,2	2,5	3,5
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	n/a	0,7	1,0	1,5
Rendite	%	n/a	45,2	45,0	46,0

## Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

		2004	2005	2006e	2007e	2008e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,7</b>	<b>7,7</b>	<b>26,0</b>	<b>52,7</b>	<b>70,8</b>
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,1	3,5	9,1	4,8	5,4
Bewertungsergebnis (IAS 40)	EUR Mio.	0	8,4	32,7	31,4	19,6
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,8</b>	<b>19,6</b>	<b>67,8</b>	<b>88,9</b>	<b>95,8</b>
Materialaufwand	EUR Mio.	0	-2,8	-6,0	-10,7	-14,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>0</i>	<i>14,3</i>	<i>8,9</i>	<i>12,0</i>	<i>15,0</i>
Rohertrag	EUR Mio.	0,8	16,8	61,8	78,3	81,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-100,0</i>	<i>-85,7</i>	<i>-91,1</i>	<i>-88,0</i>	<i>-85,0</i>
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,4	-1,1	-2,4	-2,3	-2,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>54,0</i>	<i>5,6</i>	<i>3,6</i>	<i>2,6</i>	<i>2,5</i>
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-0,8	-2,7	-5,7	-13,6	-17,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>100,1</i>	<i>14,0</i>	<i>8,4</i>	<i>15,3</i>	<i>17,8</i>
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,4</b>	<b>12,9</b>	<b>53,7</b>	<b>62,3</b>	<b>62,0</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-54,0</i>	<i>66,1</i>	<i>79,1</i>	<i>70,1</i>	<i>64,8</i>
Abschreibungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>1,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,5</b>	<b>12,9</b>	<b>53,6</b>	<b>62,3</b>	<b>62,0</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-55,1</i>	<i>66,1</i>	<i>79,1</i>	<i>70,0</i>	<i>64,7</i>
Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Zinsergebnis	EUR Mio.	-0,4	-3,7	-6,9	-16,5	-22,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-49,7</i>	<i>-18,9</i>	<i>-10,2</i>	<i>-18,5</i>	<i>-23,4</i>
<b>Erg. d. gew. Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,9</b>	<b>9,2</b>	<b>46,7</b>	<b>45,8</b>	<b>39,6</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-104,8</i>	<i>47,2</i>	<i>68,8</i>	<i>51,5</i>	<i>41,4</i>
A. o. Ergebnis lt. Geschäftsbericht	EUR Mio.	0	0	0	0	0
<b>Ergebnis vor EE-Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,9</b>	<b>9,2</b>	<b>46,7</b>	<b>45,8</b>	<b>39,6</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-104,8</i>	<i>47,2</i>	<i>68,8</i>	<i>51,5</i>	<i>41,4</i>
EE-Steuern	EUR Mio.	0,2	-2,4	-13,1	-13,0	-11,5
<i>EE-Steuerquote</i>	%	<i>27,7</i>	<i>26,2</i>	<i>28,0</i>	<i>28,5</i>	<i>29,0</i>
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,6</b>	<b>6,8</b>	<b>33,6</b>	<b>32,7</b>	<b>28,1</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-75,7</i>	<i>34,8</i>	<i>49,6</i>	<i>36,8</i>	<i>29,4</i>
Bereinigungspositionen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Drittanteilen	EUR Mio.	-0,6	6,8	33,6	32,7	28,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-75,7</i>	<i>34,8</i>	<i>49,6</i>	<i>36,8</i>	<i>29,4</i>
Anteile Dritter	EUR Mio.	0	-0,1	-0,9	-2,0	-3,4
<b>Ergebnis nach Anteilen Dritter</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,6</b>	<b>6,8</b>	<b>32,7</b>	<b>30,8</b>	<b>24,8</b>
<b>EPS basic</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,59</b>	<b>2,09</b>	<b>1,96</b>	<b>1,58</b>

# Konzernbilanz

		2004	2005	2006e	2007e	2008e
<b>AKTIVA</b>						
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>28,4</b>	<b>122,3</b>	<b>400,9</b>	<b>534,4</b>	<b>641,5</b>
Sachanlagen	EUR Mio.	0	0,1	0,1	0	0
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Als Finanzanlagen gehaltene Immobilien	EUR Mio.	26,2	122,3	400,8	534,3	641,5
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>19,1</b>	<b>5,5</b>	<b>6,9</b>	<b>8,1</b>
Zur Veräußerung verfügb. finanz. Vermögenswerte	EUR Mio.	0	0,8	0,8	0,8	0,8
Laufende Ertragssteueransprüche	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Forderungen aus LL und sonst. Forderungen	EUR Mio.	0	0,9	0,9	1,0	1,1
Wertpapiere und flüssige Mittel	EUR Mio.	0	17,5	3,8	5,1	6,2
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>28,5</b>	<b>141,4</b>	<b>406,3</b>	<b>541,2</b>	<b>649,7</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,2</b>	<b>32,4</b>	<b>99,9</b>	<b>132,6</b>	<b>160,8</b>
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	13,1	3,6	15,7	15,7	15,7
Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0	21,6	43,4	43,4	43,4
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	-10,4	0,2	6,9	39,7	70,4
Bilanzgewinn	EUR Mio.	0	6,8	32,7	30,8	24,8
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,6	0,3	1,2	3,1	6,5
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,3</b>	<b>109,1</b>	<b>306,4</b>	<b>408,6</b>	<b>488,9</b>
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>24,2</b>	<b>89,6</b>	<b>200,0</b>	<b>357,0</b>	<b>428,0</b>
Verb. gg. Kreditinstituten	EUR Mio.	23,0	79,5	185,0	340,0	410,0
Letente Steuerverbindlichkeiten	EUR Mio.	1,2	10,1	15,0	17,0	18,0
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,0</b>	<b>19,4</b>	<b>106,4</b>	<b>51,6</b>	<b>60,9</b>
Verbindlichkeiten aus LL und sonst. Verb.	EUR Mio.	0,3	2,2	85,8	15,4	17,7
Laufende Ertragssteuerverbindl.	EUR Mio.	0	2,0	2,0	2,0	2,0
Verb. gg. Kreditinstituten	EUR Mio.	0,6	15,0	18,5	34,0	41,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>28,5</b>	<b>141,4</b>	<b>406,3</b>	<b>541,2</b>	<b>649,7</b>

Diese Analyse wurde erstellt von Herrn Andre Remke, CFA und erstmals am 23.08.2006 veröffentlicht  
 Für die Erstellung verantwortlich: Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, Am Tucherpark 16, 80538 München  
 Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

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

Unternehmen	Datum	Produkt	Anlageurteil	Kursziel
Colonia Real Estate	05.07.2006		Underperform	24,00
Colonia Real Estate	13.02.2006	CF	Underperform	96,00
Colonia Real Estate	03.11.2005	CU	Outperform	42,00

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

#### Sonstige wichtige Hinweise:

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

Gesellschaft	Key
Colonia Real Estate	2
DIC Asset	2, 3
Vivacon	2, 5

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

#### Bedeutende finanzielle Interessen:

Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG und mit ihr verbundene Unternehmen handeln regelmäßig Aktien der analysierten Gesellschaft. Analysen können sich auf ein oder mehrere Unternehmen und auf von diesen emittierte Finanzinstrumente beziehen. Die Entlohnung des Verfassers hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen die in dieser Studie geäußert werden, zusammen. Die analysierten Emittenten haben u. U. aktiv Informationen zu dieser Analyse geliefert. Zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten hat die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG die gesetzlich und aufsichtsrechtlich erforderlichen organisatorischen Einrichtungen geschaffen, deren Einhaltung durch ihre Compliance-Organisation überwacht wird.

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

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

Eine Übersicht über die absolute und relative Verteilung der Anlageurteile finden Sie unter dem Link [www.hvb.de](http://www.hvb.de) unter der Rubrik „Rechtliche Hinweise“ im Internet.

Unsere Anlageurteile sind prinzipiell relative Urteile bezogen auf einen Index als Benchmark. Die Abstufung erfolgt über die Stufen **Buy, Outperform, Neutral, Underperform, Sell**. Out-/Underperform soll die Prognose einer Out- bzw. Underperformance der Aktie zur Benchmark um mehr als 5% reflektieren. Bei Buy und Sell wird analog eine Out- bzw. Underperformance um mehr als 10% erwartet, wobei hier auch eine absolute Komponente (Erwartung eines absoluten Wertzuwachses bzw. Kursverlustes) enthalten ist. Die Benchmark für die in dieser Publikation enthaltenen Titel ist der Euro STOXX 50.

#### Emittentenebene:

**Marketweight:** Wir empfehlen eine Portfolio-Gewichtung, die der Gewichtung des Namens im Referenzindex entspricht (der iBoxx Index für high-grade Namen und der ML EUR HY Index für sub-investment grade Namen)  
**Overweight:** Wir empfehlen eine höhere Portfolio-Gewichtung als die Gewichtung des Namens im Referenzindex (der iBoxx Index für high-grade Namen und der ML EUR HY Index für sub-investment grade Namen)  
**Underweight:** Wir empfehlen eine geringere Portfolio-Gewichtung als die Gewichtung des Namens im Referenzindex (der iBoxx Index für high-grade Namen und der ML EUR HY Index für sub-investment grade Namen)

#### Instrumentenebene:

**Core hold:** Wir empfehlen das Instrument zu halten.  
**Sell:** Wir empfehlen das Instrument zu verkaufen.  
**Buy:** Wir empfehlen das Instrument zu kaufen.

#### Hinweis Bewertungsgrundlagen Aktien:

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

**Hinweis Bewertungsgrundlagen verzinsliche Wertpapiere:**

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

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

**Hinweis für Leser mit Wohnsitz in Großbritannien:**

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

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

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

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

**Hinweis für Leser mit Wohnsitz in den USA:**

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

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

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

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

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

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