

Hamburgische Immobilien Invest

Stärken und Chancen

- **Breite Aufstellung:** Mit der Kombination aus Immobilienhandel, Bestandshaltergeschäft und Maklertätigkeit verfügen die Hamburger über mehrere komplementäre Standbeine, mit denen jederzeit optimal auf die Marktlage reagiert werden kann. Über die Tochter CWI stehen zudem alternative Einkaufs- und vor allem Vertriebskanäle zur Verfügung.
- **Letztes Geschäftsjahr mit schwachem Handel:** Nachdem in den Vorjahren kräftige Umsatz- und Gewinnzuwächse verzeichnet wurden, kamen die Handelsaktivitäten in der zweiten Hälfte des letzten Geschäftsjahrs fast komplett zum Erliegen. Die Folge war ein Umsatz unter unseren Erwartungen und ein geringer Konzernfehlbetrag.
- **Rekordwerte bei Töchtern:** Demgegenüber konnten sowohl die 55-prozentige Beteiligung CWI als auch die 100-prozentige Maklertochter HIB neue Rekorde bei Wohnungsverkäufen resp. beim Vermittlungsvolumen ausweisen. Allein der Gewinnbeitrag von HIB belief sich auf 1,8 Mio. Euro.
- **Aktie drastisch unterbewertet:** Nach dem Kursverfall notiert die Aktie derzeit bei einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,44. Auch unser Bewertungsmodell signalisiert 300 Prozent Kurspotenzial.

Schwächen und Risiken

- **Anfälligkeit für steigende Zinsen:** Der Geschäftserfolg ist im hohen Maße zinsensibel.
- **Unsicherheit im Immobilienbestand:** Die in den Vorjahren vorgenommene marktnahe Bestandsbewertung birgt bei fallenden Marktpreisen ein Verlustrisiko.

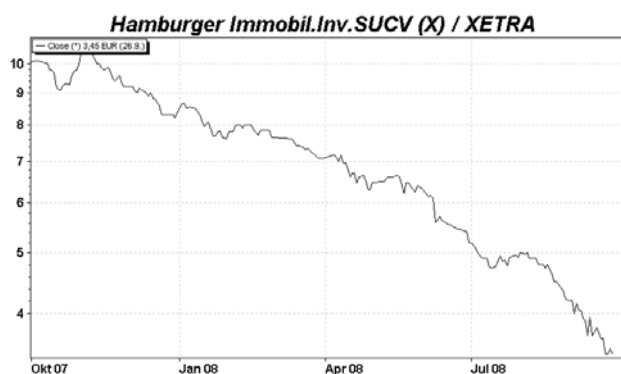
Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs 3,40 Euro

Stammdaten

ISIN, Börsenkürzel	DE000A0JTG7, H1I
Branche	Immobilien
Sitz der Gesellschaft	Hamburg
Internet	www.hamburgische-ag.de
Ausstehende Aktien	2,75 Mio. Stück
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	9,4 Mio. Euro
Free Float	ca. 20%

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	10,83 Euro / 3,40 Euro
Performance (12 Monate)	-66,7 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 4,7 Tsd. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 30.06.)	2007*	07/08	08/09(e)	09/10(e)
Umsatzerlöse (Mio. Euro)	19,8	26,7	37,2	44,6
EpS (EUR)**	0,62	-0,10	0,51	1,01
Dividende / Aktie (Euro)	-	-	-	-
KUV	-	0,35	0,25	0,21
KGV	5,5	-	6,7	3,4
Dividendenrendite	-	-	-	-

* Rumpfgeschäftsjahr über 6 Monate; **Basis 2,75 Mio. Aktien

Unternehmensprofil

Immobilien spezialist mit regionalen Wurzeln

Die Hamburgische Immobilien Invest SUCV AG (Hamburgische AG oder HAG) deckt mit ihrem Leistungsspektrum mehrere komplementäre Facetten des Immobilienmarktes ab. Sie ist sowohl als Bestandhalter von Wohnimmobilien als auch im Immobilienhandel tätig. Darüber hinaus wird ein bundesweites Maklergeschäft betrieben, in dessen Rahmen gehobene Objekte ab einem Wert von 1 Mio. Euro vermittelt werden. Das Unternehmen, das sich zu 80 Prozent im Besitz der ebenfalls börsennotierten Estavis AG befindet, wird seit Mai 2006 im Entry Standard der Frankfurter Börse gehandelt.

Immobilienhandel

Innerhalb des ausdifferenzierten Tätigkeitsspektrums stellt der Immobilienhandel aber klar das Kerngeschäft dar. Dabei werden überwiegend Mehrfamilienhäuser erworben, in Eigentumswohnungen aufgeteilt und anschließend veräußert. Die Wertschöpfung besteht hauptsächlich aus der Quadratmeter-Preisdifferenz zwischen ganzen Häusern und den Wohnungen. Daneben ist die Gesellschaft bemüht, bisher nicht oder nur unzureichend genutzte Flächen, wie z.B. Dachböden, durch entsprechende Umbauten zu veredeln und ebenfalls als Wohnraum zu vermarkten. Zum Fokus des Unternehmens gehören – neben einzelnen Häusern – aber auch Immobilienpakete im Wert von bis zu 50 Mio. Euro, wobei jedoch auch hier auf einen hohen Anteil – mindestens 80 Prozent – der wohnwirtschaftlich genutzten Flächen geachtet wird.

Durchhandeln von Immobilien

Eine weitere Aktivität in diesem Sektor stellt das Durchhandeln von Mehrfamilienhäusern und von Immobilienportfolios dar. Dabei werden die Objekte nicht in Einzelwohnungen zerlegt, sondern in der gleichen Form oder zu größeren Paketen zusammengeschnürt weiter gereicht. Gerade in den Vorjahren hat dieses Segment für einen großen Teil der Konzerneinnahmen gesorgt. Anders als beim Verkauf von Einzelwohnungen gibt es hierbei keinen systematisch zu nutzenden Preisunterschied, der Erfolg ist ausschließlich vom Handelsgeschick des Managements abhängig.

CWI Real Estate

Eine beträchtliche Stärkung hat das Handelsgeschäft durch die Ende 2006 erfolgte Mehrheitsübernahme der CWI Real Estate AG aus Bayreuth erfahren, die im letzten Geschäftsjahr sogar den Großteil der Konzern Erlöse erwirtschaftet hat. Die Bayern, selbst börsennotiert, sind ebenfalls im Handel mit Wohnungen tätig, legen dabei allerdings sowohl regional als auch inhaltlich andere Schwerpunkte als HAG. Während die Hamburger in der Regel kleinere Portfolios oder zumindest ganze Mehrfamilienhäuser erwerben und diese an die Mieter oder – bevorzugt unvermietet – an Kapitalanleger verkaufen, hat sich CWI im Einkauf auf vermietete Einzelwohnungen spezialisiert, bei denen seitens der Mieter kein Kaufinteresse vorliegt und auch kein Mieterwechsel absehbar ist. Solche Objekte sind für Unternehmen ohne Spezialvertrieb schwer zu vermarkten und bilden in

zahlreichen Portfolios die Restbestände. Um sie dennoch zu veräußern, werden sie entsprechend günstiger angeboten. CWI kauft solche Bestände oder auch Objekte aus Zwangsversteigerungen auf und platziert sie bei Kapitalanlegern, die an langfristigen Mieteinnahmen als Form der Alterssicherung interessiert sind. Dabei wird sowohl mit einem eigenen Vertrieb gearbeitet, als auch auf ein bundesweites Netzwerk von 15 unabhängigen Finanzdienstleistern zurückgegriffen, die die Wohnungen auf Provisionsbasis im Markt lancieren.

Makler- und Dienstleistungsgeschäft

Ergänzt wird der Immobilienhandel durch das bei der 100-prozentigen Tochter Hanseatische Immobilien Börse (HIB) angesiedelte Makler- und Dienstleistungsgeschäft. Dieses umfasst neben der reinen Vermittlung auch die Beratung beim Ein- und Verkauf von Immobilien, bei der Portfolioanalyse und bei der Eruierung von Vermarktungsalternativen. Diese Leistungen, bei denen der Schwerpunkt vor allem auf hochwertige und hochpreisige Objekte ab 1 Mio. Euro aufwärts gelegt wird, erbringt die HIB sowohl für externe Kunden als auch für den Handelsbereich des eigenen Konzerns. Die Einnahmen werden dabei überwiegend aus der Maklercourtage generiert, die sich auf bis zu sechs Prozent des Transaktionspreises belaufen kann. Insbesondere bei größeren Objekten erbringt das Maklergeschäft damit trotz seines geringen Umsatzanteils einen erheblichen Beitrag zum Konzerngewinn.

Bestandshaltergeschäft

Ebenfalls deutlich geringer ist das Bestandshaltergeschäft, das im letzten Geschäftsjahr mit 0,95 Mio. Euro knapp 4 Prozent zum Konzernumsatz beigetragen hat. Der größte Teil hiervon (0,76 Mio. Euro) wurde durch CWI erwirtschaftet, die über ihre beiden Töchter CWI Immobilien AG und Bau und Boden AG insgesamt 117 Wohnungen und 22 Gewerbeeinheiten unterhält, mit einem regionalen Schwerpunkt in Sachsen und Berlin. Der bilanzielle Wert der für Vermietungszwecke gehaltenen Objekte belief sich zum letzten Bilanzstichtag (30.06.) auf 12,8 Mio. Euro, wovon allein 9,5 Mio. auf CWI und ihre Ableger entfielen.

Markt und Strategie

Turbulente Marktbewegungen

Der deutsche Markt für Wohnimmobilien ist in den vergangenen Jahren kräftig in Bewegung geraten. Das verglichen mit vielen anderen Ländern moderate Preisniveau verbunden mit einem Privatisierungsdruck vor allen bei kommunalen Wohnungsbesitzern lockte zahlreiche Finanzinvestoren an, die auf hohe Renditen aus dem Ankauf und dem Weiterverkauf dieser Bestände spekulierten. Doch der Wettlauf dieser Aufkäufer um die verfügbaren Immobilienportfolios induzierte in kürzester Zeit einen spürbaren Preisanstieg zunächst bei großen und dann auch bei mittelgroßen Immobilienpaketen, in dessen Folge die erwarteten Überrenditen deutlich abnahmen. Die gleichzeitige Verschlechterung der

Finanzierungsmöglichkeiten sowie die eher zurückhaltende Wohnungsnachfrage, die ihrerseits durch den Wegfall der Eigenheimzulage weiter gedämpft wurde, sorgten für eine zusätzliche Verschlechterung des Geschäftsumfelds. Inzwischen wird in der Branche offen damit gerechnet, dass einige Anbieter, die ihre Immobilien zu teuer erworben bzw. die ihre Finanzierung zu aggressiv gestaltet haben, in eine Notlage geraten und zu Notverkäufen gezwungen sein könnten.

Wachsende Nachfrage nach Wohnraum

Trotz dieser aktuellen Turbulenzen, die solide finanzierten Gesellschaften aber sogar Gelegenheiten zum günstigen Einkauf erschließen könnten, wird die künftige Entwicklung des deutschen Wohnungsmarktes überwiegend positiv gesehen. Denn zum einen steigt die Anzahl der Haushalte trotz des prognostizierten Rückgangs der Gesamtbevölkerung weiter an – nach Schätzungen des Statistischen Bundesamtes soll der Zuwachs zwischen 2005 und 2020 deutschlandweit 3 Prozent betragen – und zum anderen verharrt der Wohnungsbau auf einem äußerst niedrigen Niveau, das von den Experten einhellig als zu niedrig eingeschätzt wird, um den Zu- und Ersatzbedarf zu decken. So beziffert das Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (BBR) für den Zeitraum bis 2010 den Bedarf an neuen Wohnungen auf rund 280.000 Einheiten pro Jahr, rund 50 Prozent über der letztjährigen Zahl der Neubaugenehmigungen (182.000 – der niedrigste Wert der Nachkriegszeit).

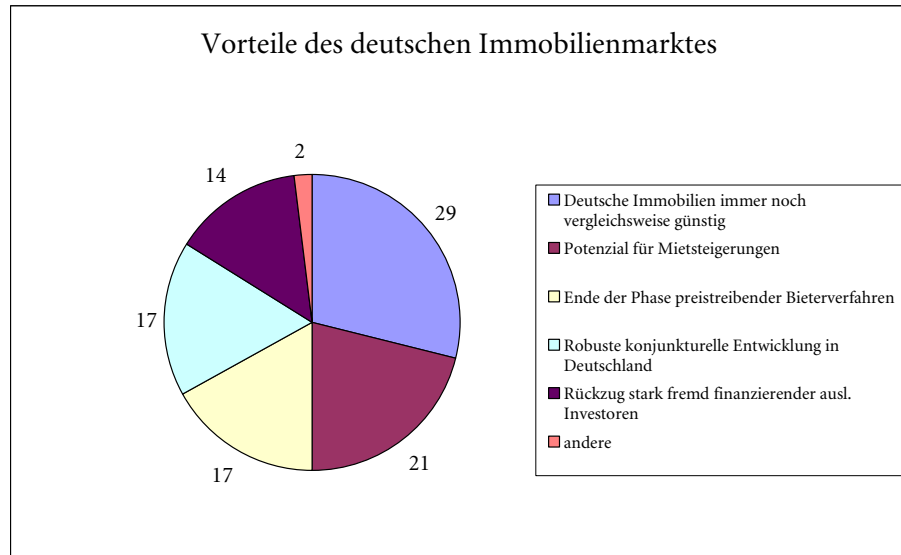
Ausgeprägte regionale Unterschiede

Allerdings wird sich diese Entwicklung in einzelnen Regionen recht ungleichmäßig vollziehen. Während die jetzt schon prosperierenden Metropolen und der Süden den stärksten Anstieg verzeichnen dürften, rechnen die Experten für wirtschaftlich und demographisch schwächere Landstriche allenfalls mit einer Stagnation. Diese Diskrepanz ist bereits heute an der Entwicklung der Mieten ablesbar. So sind nach dem jüngsten IVD-Wohn-Preisspiegel die Mieten für Altbauwohnungen in guten Wohnlagen in Großstädten im letzten Jahr um 2,6 Prozent gestiegen, während sie bundesweit nur um 0,7 Prozent zulegten. Aber auch im Gesamtbestand gibt es einen klaren Unterschied zwischen Groß- und Kleinstädten. Während in den ersteren (ab 100.000 Einwohnern) letztes Jahr im Durchschnitt Mietzuwächse von fast 2 Prozent erzielt wurden, lag der Anstieg in kleineren Orten nur halb so hoch. Für Metropolen wie Hamburg oder Leipzig wurden sogar 3,5 bis 4,5 Prozent gemeldet.

Positive Perspektiven

In Summe werden die Aussichten des deutschen Immobilienmarktes von den hiesigen Investoren überwiegend positiv eingeschätzt. So ergab eine Umfrage des IVD, dass der deutsche Markt von 58,3 Prozent der Befragten als „sehr attraktiv“ beurteilt wird, noch vor Osteuropa und Asien. Als Begründungen wurden besonders oft das im internationalen Vergleich noch moderate Preisniveau sowie das Mietsteigerungspotenzial genannt. Aber auch das durch die Finanzkrise bedingte Ende der preistreibenden Bietergefechte um Immobilienportfolios sowie der Rückzug von Finanzinvestoren werden positiv erwähnt (siehe Grafik). In

Summe wollen deswegen über 70 Prozent der Befragten ihre Investitionen in deutsche Immobilien zukünftig ausweiten, wobei über ein Drittel von ihnen sich sehr stark in Wohnimmobilien engagieren möchte.



Quelle: IVD

Breite Erfahrungs- und Kontaktbasis

Insgesamt aber sind sich die meisten Beobachter einig, dass das Geschäft anspruchsvoller wird und dass die Anforderungen an das Know-how der Handelnden steigen. Dies betrifft vor allem den Markt für Wohnimmobilien, wo die hohen Handelsmargen wohl endgültig der Vergangenheit angehören und wo nun weniger die Finanzkraft als eine fundierte Marktkennntnis und ein guter Zugang zu attraktiven Einkaufsgelegenheiten erfolgsentscheidend sein dürften. Gerade diese zentralen Faktoren stehen der HAG vor allem durch die Gründer und Vorstände Kai Nicolas Andritschke und Sebastian Siemers zur Verfügung. Beide sind nicht nur selbst seit mehr als zehn Jahren im Immobilienmarkt tätig, sondern stammen aus Familien, die schon seit Generationen ein ähnliches Geschäft betreiben. Dadurch kann die Gesellschaft auf ein enges Kontaktnetzwerk zurückgreifen, welches die Identifizierung und Realisierung lukrativer Investitionsgelegenheiten befördert. Um diesen Vorteil weiter auszubauen, wird die Kontaktpflege im Unternehmen mittels einer umfangreichen Datenbank systematisch betrieben.

Netzwerkeinbindung hilfreich

Dieses eigene Kontaktnetzwerk wird ergänzt durch die Einbindung in den Verbund des Mehrheitseigners Estavis. Das Berliner Unternehmen ist im Portfoliohandel mit Immobilien tätig und hat sich dabei auf die Zusammenstellung von größeren Portfolios aus Einzelimmobilien spezialisiert. Es fungiert somit als Dienstleister für größere Investoren, die nicht über die notwendige Marktnähe verfügen, um sich den gewünschten Immobilienbestand selbst kleinteilig zu-

sammenzustellen. Darüber hinaus hat HAG mit der Mehrheitsübernahme von CWI weiteres branchenspezifisches Know-how hinzugewonnen und den regionalen Fokus um die CWI-Schwerpunktmärkte Ost- und Süddeutschland erweitert. Über die CWI-Vertriebspartner steht dem Konzern sogar ein bundesweit tätiges Verkaufsteam zur Verfügung.

Synergetische Geschäftsfelder

Neben dem gegenseitigen Informationsaustausch bringt die Einbindung in die Estavis-Gruppe aber auch operativ handfeste Vorteile mit sich. So können Einzelobjekte oder kleinere Portfolios aus dem Bestand der HAG oder von CWI an die Konzernmutter weitergereicht werden, die diese – falls es der Markt zulässt – in einem Gesamtpaket mit entsprechendem Aufschlag veräußert. Andererseits besteht aber auch die Möglichkeit, dass die Tochtergesellschaften Objekte aus dem Estavis-Portfolio einzeln vertreiben. Je nach Marktlage besteht demnach die Möglichkeit, die Immobilien entweder einzeln oder in Paketen einzukaufen und im Markt zu platzieren. In allen Fällen können aber hohe Synergien beim Einkauf und Vertrieb realisiert werden. Ähnliche Vorteile entstehen auch durch die Kombination der Aktivitäten von HAG und CWI, da letztere insbesondere den schwierigeren Verkauf von langfristig vermieteten Objekten aus dem Bestand der HAG gegebenenfalls übernimmt.

Maklergeschäft als Renditetreiber

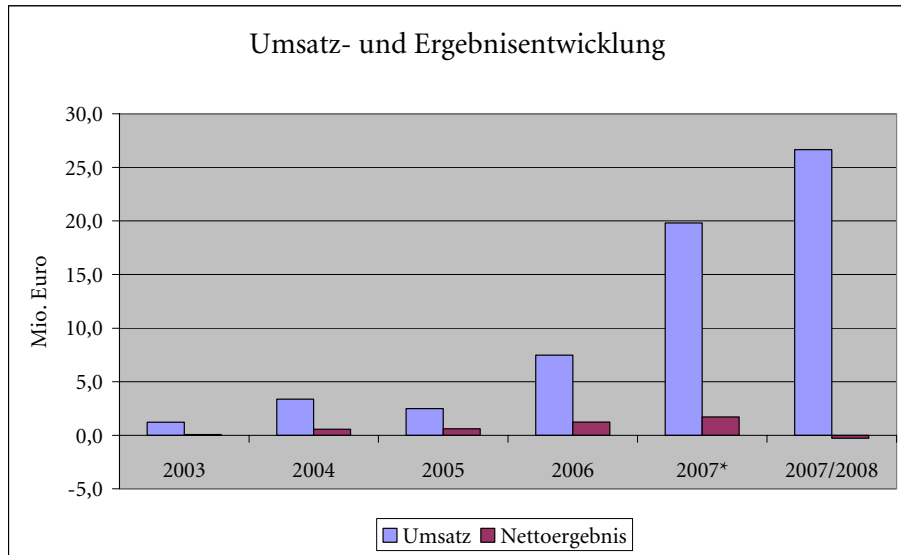
Einen lukrativen Bestandteil des vielgliedrigen Geschäftskonzepts stellt schließlich die Maklertätigkeit dar. Diese trägt, wie oben ausgeführt, nicht nur durch das margenträchtige externe Geschäft spürbar zum Ergebnis bei, sondern ermöglicht es dem Gesamtkonzern, auch im Rahmen des eigenen Handelsgeschäfts die ansonsten als Vorleistungskosten anfallende Maklerprovision renditesteigernd selbst zu vereinnahmen. Darüber hinaus ergeben sich im Maklergeschäft immer wieder Verbindungen zu lukrativen Investitionsmöglichkeiten, von denen sowohl das Handels- als auch das Bestandsgeschäft profitieren.

Geschäftsentwicklung

Langjährige Wachstumshistorie

Obwohl die HAG in ihrer heutigen Form erst seit Anfang 2006 besteht, blicken die einzelnen Konzernteile bereits auf eine langjährige Firmenhistorie zurück, in deren Verlauf die Umsätze und Gewinne deutlich gesteigert wurden. Einen bedeutsamen Entwicklungssprung vollzog die Gesellschaft im Verschmelzungs- und IPO-Jahr 2006, als die neue Aufstellung, der Mittelzufluss aus dem Börsengang und die CWI-Übernahme einen Erlössprung auf 7,5 Mio. Euro ermöglichten, bei einer Gewinnverdoppelung auf 1,2 Mio. Euro. Diese Dynamik konnte in dem im ersten Halbjahr 2007 – ein Rumpfgeschäftsjahr zur Angleichung an den Rechnungslegungsrhythmus des Großaktionärs Estavis – fortgesetzt werden, als der Sechsmonatsumsatz auf 19,8 Mio. Euro und damit deutlich über das Niveau der vorangegangenen zwölf Monate gesteigert wurde, allerdings vor allem be-

dingt durch die Konsolidierung von CWI. Auch der Periodenüberschuss des Rumpfgeschäftsjahres lag mit 1,7 Mio. Euro klar über dem Wert des Geschäftsjahres 2006.



Geschäftsentwicklung von HAG; 2003 bis 2005 auf Pro-forma-Basis; * Rumpfgeschäftsjahr; Quelle: Unternehmensangaben

Drastische Abschwächung im zweiten Halbjahr 2007/2008

Die obige Grafik verdeckt allerdings, dass der Hamburger Konzern im zweiten Halbjahr des Ende Juni abgeschlossenen Geschäftsjahres eine deutliche Abschwächung der Geschäftsaktivitäten zu verzeichnen hatte. Wurden noch zwischen Juli und Dezember 22,6 Mio. Euro umgesetzt und 1,3 Mio. Euro unter dem Strich verdient, brachte das zweite Semester lediglich einen Umsatz von 4,1 Mio. Euro und einen Halbjahresverlust von 1,6 Mio. Euro. Dieser resultierte allerdings hauptsächlich aus liquiditätsunwirksamen Bewertungskorrekturen bei den CWI-Immobilien, die zum Ende des Geschäftsjahres vorgenommen wurden und die das Konzernergebnis mit 1,4 Mio. Euro belasteten. Ursächlich für die enttäuschende Entwicklung war ansonsten vor allem die bereits Mitte des letzten Jahres beschlossene zurückhaltende Einkaufspolitik, mit der das Management auf die sich infolge der Finanzkrise verdüsternden Aussichten sowie auf die gestiegenen Einkaufspreise reagiert hatte. Dadurch fehlte gerade bei HAG selbst der Nachschub an verwertbaren Immobilien, so dass die Erlöse aus dem Handelsgeschäft im Einzelabschluss von 15,9 auf 2,2 Mio. Euro zurückgingen.

Rekordwerte bei CWI und HIB

Demgegenüber konnten die beiden Töchter CWI und die Hanseatische Immobilien Börse (HIB) dank eines starken ersten Halbjahrs auch für die gesamten zwölf Monate Rekordwerte vermelden. Insbesondere der Immobilienmakler HIB hat mit einem Vermittlungsvolumen von 78 Mio. Euro das beste Jahr der Firmengeschichte absolviert und dabei Provisionen von 1,8 Mio. Euro verein-

nahmt. Aber auch die 55-prozentige Tochter CWI konnte im abgelaufenen Jahr einen neuen Absatzrekord aufstellen und sich als einer der größten Verkäufer von Eigentumswohnungen in Deutschland etablieren. Insgesamt wurden bis Ende Juni 453 Wohnungen verkauft, inklusive der Überhänge aus dem Vorjahr (Nutzen- und Lastenwechsel) waren sogar 495 Einheiten umsatzwirksam (Vorjahr 281). In beiden Fällen wurde der Grundstein für diese bemerkenswerte Entwicklung aber schon im ersten Halbjahr gelegt, in dem beispielsweise HIB ein großes Immobilienportfolio mit einem Volumen von rund 58 Mio. Euro vermitteln konnte. Auch CWI hatte bereits vor dem Jahreswechsel 419 Wohnungen verkauft, 246 davon an einen Vertriebspartner, mit dem das gemeinsame Konzept „Immobilienrente“ zum professionellen Vermögensaufbau für die private Altersvorsorge vermarktet wird.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau für die Hamburgische AG ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 12,0 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 4,0 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für den Betafaktor wegen der geringen Korrelation der HAG-Aktie zum Gesamtmarkt wenig aussagekräftig. Zur Ableitung des systematischen Risikos orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren und sehen eine Erhöhung des Betafaktors nun als gerechtfertigt an. Zum einen schreitet der Aufbau des mit stetigen Einnahmen verbundenen Bestandshaltergeschäfts langsamer als von uns zunächst unterstellt voran, so dass die Einnahme- und Ertragssituation des Konzerns weiterhin von den Handels- und Makleraktivitäten dominiert wird, die durch die wechselnden Volumina einzelner Transaktionen eine relativ hohe Volatilität der Ergebnisse verursachen können. Und zum anderen haben wir deren Ausmaß bislang (in beide Richtungen) unterschätzt. Insgesamt sehen wir deswegen das systematische Risiko des Geschäftskonzepts nun mit einem Beta von 1,5 angemessen berücksichtigt, woraus sich ein Eigenkapitalkostensatz von 12,0 Prozent ergibt.

Schätzungen mit umfangreichen Änderungen

Vor dem Hintergrund des enttäuschenden zweiten Halbjahres sehen wir uns veranlasst, unsere Prognosen zu modifizieren. Insbesondere der marktbedingt nach wie vor stotternde Einkauf lässt vermuten, dass unsere bisherige Schätzung gerade für die Umsätze aus dem Handelsgeschäft deutlich zu hoch ist. Es ist zwar

durchaus möglich, dass HAG in dem gerade begonnenen Geschäftsjahr noch signifikante Zukäufe gelingen, die noch vor dem 30.06.2009 umsatzwirksam werden, doch dürfte sich das Ausmaß solcher Transaktionen in Relation zum bereits bestehenden Vorratsvermögen in Grenzen halten. Insofern orientieren wir uns für die Abschätzung des diesjährigen Umsatzpotenzials in etwa an den bereits vorhandenen Immobilien und gehen davon aus, dass diesjährige Zukäufe, für die wir eine spürbare Belebung unterstellen, größtenteils erst in den Folgejahren veräußert werden. Unter Zurechnung der übrigen Geschäftsbereiche rechnen wir deswegen für die laufende Geschäftsperiode mit einem Konzernumsatz von 37,2 Mio. Euro und einem Nettogewinn von 1,4 Mio. Euro.

Weitere Zuwächse ab 2009/2010

Demgegenüber belassen wir die prognostizierten Zuwachsraten für die Folgeperioden aufgrund des Potenzials aus der annahmegemäß anziehenden Einkaufsaktivität unverändert. Für das Bestandshaltergeschäft schätzen wir nur einen sehr langsamen Portfolioaufbau, der sich in moderat steigenden Erlös- und Gewinnbeiträgen zeigen sollte. Dass hingegen das Maklergeschäft die hervorragenden Ergebnisse aus 2007/08 deutlich übertreffen kann, halten wir für die nächsten Jahre eher für unwahrscheinlich, weswegen wir vorsichtshalber unter dieser Marke bleiben. Aus der Prognoseunsicherheit bezüglich des Maklergeschäfts und auch der Handelsaktivitäten resultiert unsere vereinfachte Annahme hinsichtlich der erzielbaren Margen, die wir in Form einer linearisierten Entwicklung abbilden. Die unterstellten Werte sind dabei lediglich Richtgrößen, die in überdurchschnittlichen Jahren deutlich über-, in schwächeren Perioden wie dem letzten Jahr aber auch spürbar unterschritten werden können. Zusammengefasst ergeben unsere Annahmen den folgenden modellhaften Geschäftsverlauf:

Geschäftsjahr (30.06.)	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16
Umsatz (Mio. EUR)	37,2	44,6	53,6	61,6	69,0	75,9	82,0	88,5
Umsatzwachstum		+ 20%	+ 20%	+ 15%	+ 12%	+ 10%	+ 8%	+ 8%
Nettorendite	3,8%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	5,8%	5,7%	5,4%
Gewinn (Mio. EUR)*	1,40	2,79	3,35	3,85	4,31	4,43	4,64	4,80
Gewinnwachstum		100%	20%	15%	12%	3%	5%	3%

*nach Minderheitsanteilen

Fairer Wert 13,82 Euro je Aktie

Auf dieser Grundlage resultiert aus unserem Modell ein Ertragswert von 38,0 Mio. Euro. Dabei haben wir eine sich ab 2017 anschließende „ewige“ Ertragswachstumsrate von 2 Prozent p.a. angenommen. Je Aktie entspricht das 13,82 Euro – rund 300 Prozent über dem aktuellen Börsenwert.

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Mit ihrem diversifizierten Konzept aus mehreren synergetischen Geschäftsbereichen hat sich die Hamburgische Immobilien Invest in den letzten Jahren zu einem wichtigen Player im deutschen Immobilienhandel entwickelt und dies auch in steigende Umsatz- und Gewinnzahlen umgemünzt. Bedingt durch die

internationale Finanzkrise und deren dämpfende Auswirkungen auf den deutschen Immobilienmarkt hat das Unternehmen aber in den letzten Monaten den bisherigen Expansionskurs bewusst verlassen und zur Schonung der Liquidität auf weitere Engagements weitgehend verzichtet. Angesichts der hohen und im Branchenvergleich überdurchschnittlichen Eigenkapitalausstattung – die auf der AG-Ebene sogar bei 67 Prozent der Bilanzsumme und beim 1,3-fachen der aktuellen Marktkapitalisierung liegt – dürften im laufenden Geschäftsjahr die bestehenden Finanzierungsspielräume aber wieder für erhöhte Handelsaktivitäten und eine Rückkehr auf den Wachstumspfad genutzt werden. Insofern halten wir den drastischen Kursverfall, in dessen Folge die Aktie nur noch bei weniger als der Hälfte des Konzerneigenkapitals notiert, für überzogen. Dies zeigt auch unser Bewertungsmodell, das trotz deutlicher Abwärtskorrekturen nach wie vor ein Kurspotenzial von über 300 Prozent signalisiert. Gerade, weil Immobilienwerte an der Börse derzeit gemieden werden, bieten sich hier aussichtsreiche antizyklische Investmentmöglichkeiten. Wir halten die HAG-Aktie für eine davon und bestätigen unser bisheriges „Kaufen“-Urteil.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
16.01.2008	8,19	Kaufen
24.10.2007	9,30	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.