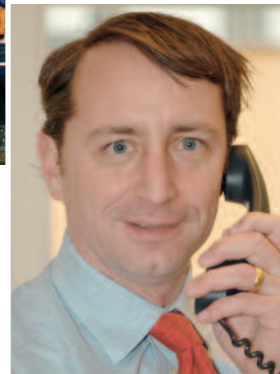


Sjælsø

DÄNISCHER PROJEKTENTWICKLER BIETET ERHEBLICHES KURSPOTENZIAL

PETER THILO HASLER, VISCARDI AG

Sjælsø ist der führende Immobilienentwickler Dänemarks. Das 1977 gegründete Unternehmen ist auf die Entwicklung von Wohn-, Einzelhandels- und Gewerbeimmobilien spezialisiert und hat bislang Projekte in einem Gesamtvolumen von mehr als 20 Mrd. DKK (rund 2,7 Mrd. Euro) realisiert. Die Kernkompetenzen des Unternehmens umfassen den Erwerb von Grundstücken, die Projektfinanzierung, die Entwicklung und Vermarktung von Immobilienideen, die Vermietung der Immobilien und ihren anschließenden Verkauf an institutionelle und private Investoren.



Peter Thilo Hasler, Director Research, VISCARDI AG

Dabei entwickelt Sjælsø vom kleinteiligen Neubau oder Renovierungsprojekt bis hin zur schlüsselfertigen Stadtentwicklung. Architektur-, Bau- und Ingenieurstätigkeiten werden outgesourct, so dass das schlank aufgestellte Unternehmen ein hohes operatives Leverage auszeichnet. Der regionale Schwerpunkt liegt auf Dänemark; darüber hinaus ist Sjælsø in den übrigen skandinavischen Ländern sowie in Polen tätig. Während Einzelhandels- und Gewerbeimmobilien schwerpunktmäßig an Geschäftskunden übergeben werden, sind die Zielkunden im Wohnimmobilienbereich Eigennutzer und institutionelle Investoren wie Pensionsfonds. Zentrales Element der Unternehmensstrategie ist von jeher das Landbanking, also der Erwerb und das Halten von Grundstücken zur weiteren Entwicklung. Diese Grundstücke liegen in strategisch zentralen A-Lagen, überwiegend in Kopenhagen. Der gesamte Buchwert des Landbanking beläuft sich aktuell auf ca. 2 Mrd. DKK, die gesamte Entwicklungspipeline hat einen Gesamtwert von 16 Mrd. DKK.

Der dänische Immobilienmarkt

Am Immobilienmarkt Dänemarks, das als erstes Land der Welt 2007 in die Rezession schlitterte, sind die letzten beiden Jahre nicht spurlos vorübergegangen: Liquidität und Nachfrage nach Immobilien sind in allen relevanten Märkten völlig weggebrochen, die Preise kamen stärker unter Druck als die Baukosten, die Renditeanforderungen der Investoren haben sich um 100 Basispunkte erhöht und die Refinanzierung von Projekten war – wenn überhaupt – nur noch zu deutlich schlechteren Konditionen möglich.

Kein Wunder also, dass die Erlöse im vergangenen Jahr auf 1,1 Mrd. DKK einbrachen – nach 5,7 Mrd. DKK im Vorjahr. Das Betriebsergebnis belief sich auf -712 Mio. DKK, nach einem operativen Gewinn von 192 Mio. DKK im Jahr 2008. Ohne eine Kapitalerhöhung im vergangenen Dezember wäre das Überleben schwierig gewesen – was sich auch entsprechend im Aktienkurs widerspiegelt. Inzwischen hat das erfahrene Management seine Hausaufgaben gemacht: Die wesentlichen Liquiditätskennziffern wurden deutlich verbes-

sert, und da auch die operativen Kosten nachhaltig reduziert werden konnten, wird für das laufende Geschäftsjahr bereits eine signifikante Verbesserung der Ertragslage prognostiziert. Die Management-Guidance sieht einen Verlust auf EBITDA-Höhe von weniger als 250 Mio. DKK vor. Für 2011 rechnen wir bereits mit einer Rückkehr in die Gewinnzone, für 2012 erwarten wir ein EBIT von 153 Mio. DKK, was einem Ergebnis je Aktie von 1,85 DKK entspricht. Auf dem gegenwärtigen Kursniveau ist die Sjælsø-Aktie mit einem KGV 2012 von 5 bewertet.

Fazit:

Wir bewerten Sjælsø anhand des Net Asset Values und eines proprietären Wertschöpfungsmodells. In den vergangenen zehn Jahren wurde die Sjælsø-Aktie mit einem Aufschlag von durchschnittlich knapp 150% zum NAV bewertet. Im aktuellen Abschlag von mehr als 63% wird u.E. ein weiter anhaltender Verfall der Immobilienpreise eingepreist, den wir so nicht erwarten. Unter Berücksichtigung eines 25%igen Bewertungsdiscounts ergibt sich aus dem NAV-Modell ein Kursziel von 22,50 DKK. Deutlich höhere Kursziele halten wir mittelfristig für möglich, wenn der bestehende Stock Overhang beseitigt worden ist. In Verbindung mit einem anziehenden Immobilienmarktumfeld ergibt sich dann aus unserem Wertschöpfungsmodell ein mittelfristiges Kursziel von bis zu 38,00 DKK je Aktie.

Sjælsø – Kennzahlen

	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	5.706	1.111	1.049	1.307
EBIT	192	-712	-132	50
EBT	205	-703	-151	36
Netto-Ergebnis	151	-537	-151	36
EPS	5,89	-7,06	-1,98	0,48
CFPS	-11,13	-4,15	-4,41	2,06

Angaben in Mio. DKK bzw. DKK