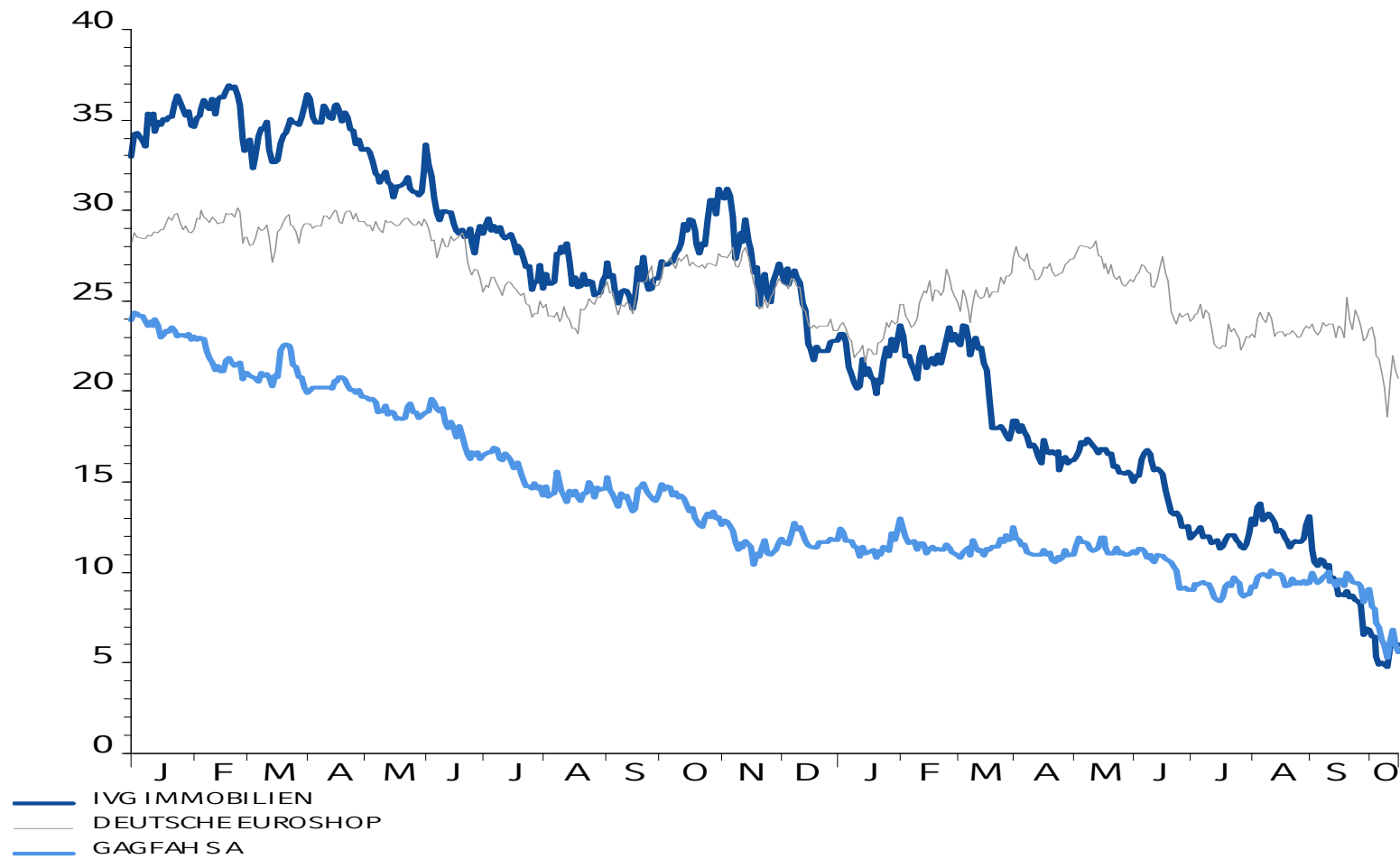


Dr. Georg Kanders Immobilienaktien nach Subprime?

Frankfurt, Oktober 2008

Massive Kurseinbrüche bei Immobilienaktien

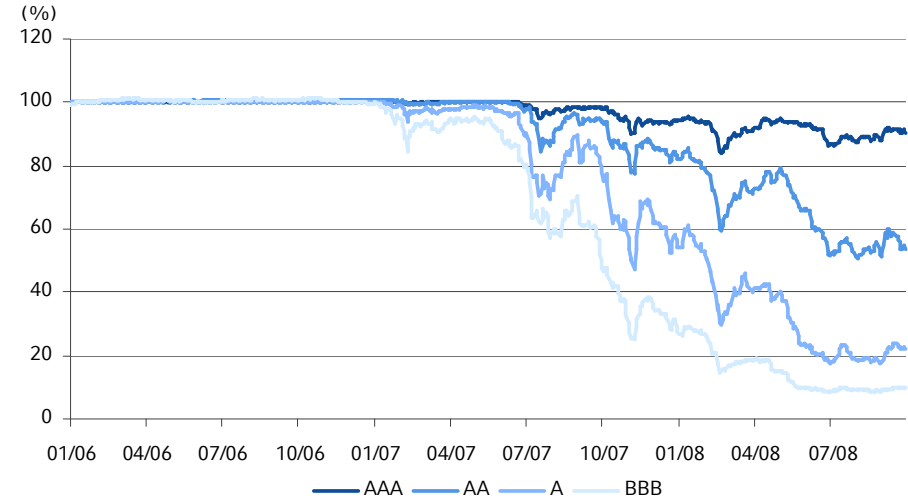


Subprime-der perfekte Sturm

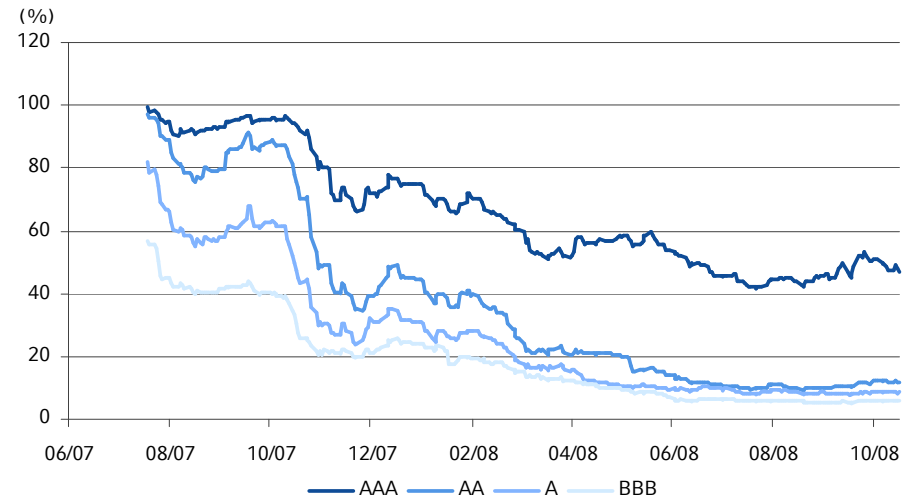
- Gigantische Abschreibungen in den US-RMBS Portfolien, zunächst nur echte Subprime-Kredite betroffen sowie CDO von Vehikeln die sich auf Portfolien mit Subprime Papieren bezogen. Ausweitung auf andere Marktbereiche: Leveraged Buyout loans, Alt-A, CMBS nicht nur in den USA, sogar Student loans
- Auslöser der Krise Rückgänge des Preisniveaus bei Wohnimmobilien in den USA
- Zusätzliche Problematik (anfänglich niedrige variable Verzinsung, Erwartung stetig steigender Immobilienpreise und damit der Verzicht auf Prüfung der Leistungsfähigkeit der Schuldner)
- Aber auch erhebliche Agencyproblematik: Interesse der Hypothekenvermittler an möglichst viel Volumen, Interesse der Investment Banken war auch nur Erzielung von Gebühren beim Bündeln und Strukturieren
- Gütesiegel durch Ratingagenturen
- Probleme bei den Banken: SIVs, Leverage, Ausnutzung von Spreads, nicht fristenkongruente Refinanzierung
- Abschreibungen bei den Banken, Reduktion des Eigenkapitals
- Teilweise Notverkäufe und Preise dieser Notverkäufe dann Basis für die Bewertung: => Abwärtspirale

ABX-Indices seit Juli stabil

JAHRGANG H1 2006



JAHRGANG H2 2007



Quelle: Ecowin



Nach Subprime: Schlimmer geht immer: LEHMAN

- Niedrigste Preise für ABX-Indices im Juli
- Auch die Abschreibungen für das US-Wohnimmobilienexposure (Wertpapiere) dürften den Höhepunkt in Q2 (teilweise Q3 durch andere Berichtsperioden bei einigen US-Brokern u.a. Lehman überschritten haben
- Übergreif auf weitere bislang wenig betroffenen Wertpapiere (Student loans, nicht-staatliche Anleihen (insbesondere Banken), Hochschießen der Credit Spreads
- Extreme Verschärfung der Krise durch den Konkurs von Lehman
- Vertrauen auf den Interbankenmärkten brach vollkommen zusammen, Notenbankmaßnahmen griffen nicht mehr, da Banken Liquidität horteten
- Infolge der Lehmanpleite: Verstaatlichung und Zerschlagung von Fortis sowie Liquiditätsprobleme bei der Hypo Real Estate
- Statt subprime dann Bankenkrise

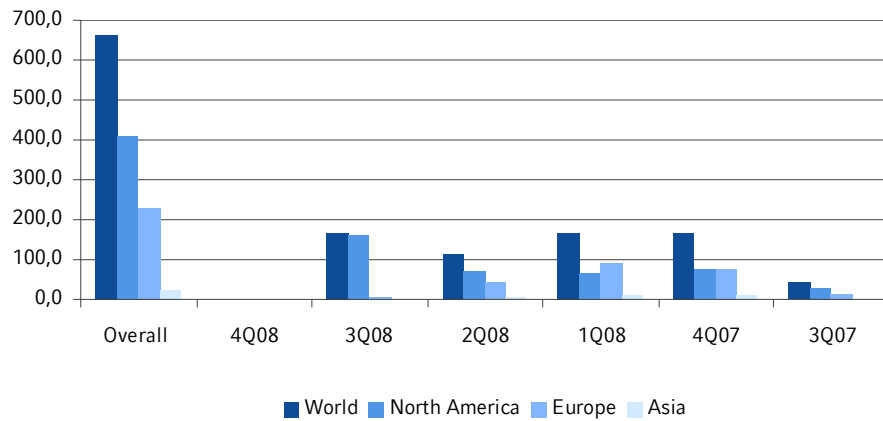
Konzertierte Rettungsaktionen der Regierungen

- Milliardenpakete der großen Industrieländer
- Wesentliche Elemente: Eigenkapitalhilfen, Garantien für den Interbankenmarkt, Ankäufe von faulen Wertpapieren und Forderungen
- I.a. sind mit der Inanspruchnahme sind wesentliche Einschränkungen verbunden: Vergütung des Managements, Boni allgemein, Geschäftspolitik, Dividendenbeschränkungen, Mindestkapitalausstattung
- Allerdings unterschiedliche Ansätze: Konjunkturprogrammähnlich in den USA (5% für Vorzugsaktien!)
- Angemessene Vergütung für Garantien (mind. 2% in Deutschland, keine karitative Veranstaltung!)
- Pakete stabilisieren Märkte also insofern als dass das Systemrisiko erheblich reduziert wird und Konkurse großer Banken damit weitestgehend ausgeschlossen werden
- Allerdings: keine positiven Impulse für die Kreditvergabe
- Mit 200bp Aufwand für Garantien lassen sich keine Kredite mit den bislang üblichen Margen vergeben
- Wegen der Einschränkungen könnten auch einige Banken bemüht sein, eine Teilnahme am Rettungspaket zu vermeiden und daher versuchen über Schrumpfung und Verzicht auf Dividenden hinreichend gut Kapitalkennziffern zu erreichen

Wertverluste und Kapitalzuführungen bei Banken

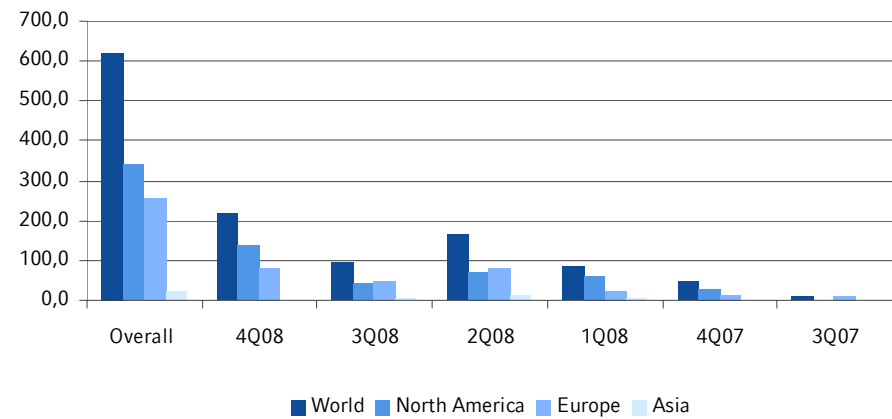
LOSSES AND WRITEDOWNS

(bil. US\$)

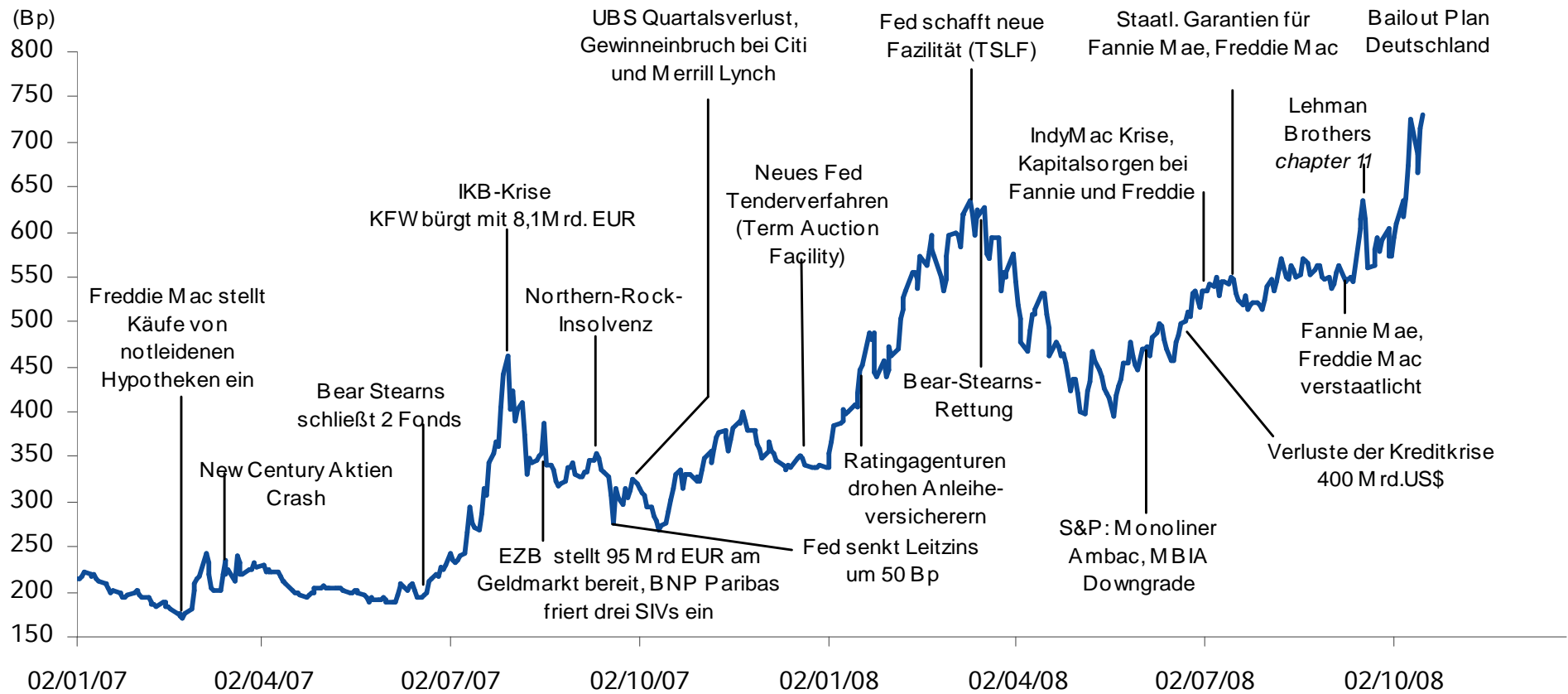


CAPITAL INFUSION

(bil. US\$)



Finanzkrise via ITRAXX



Quelle: Ecowin

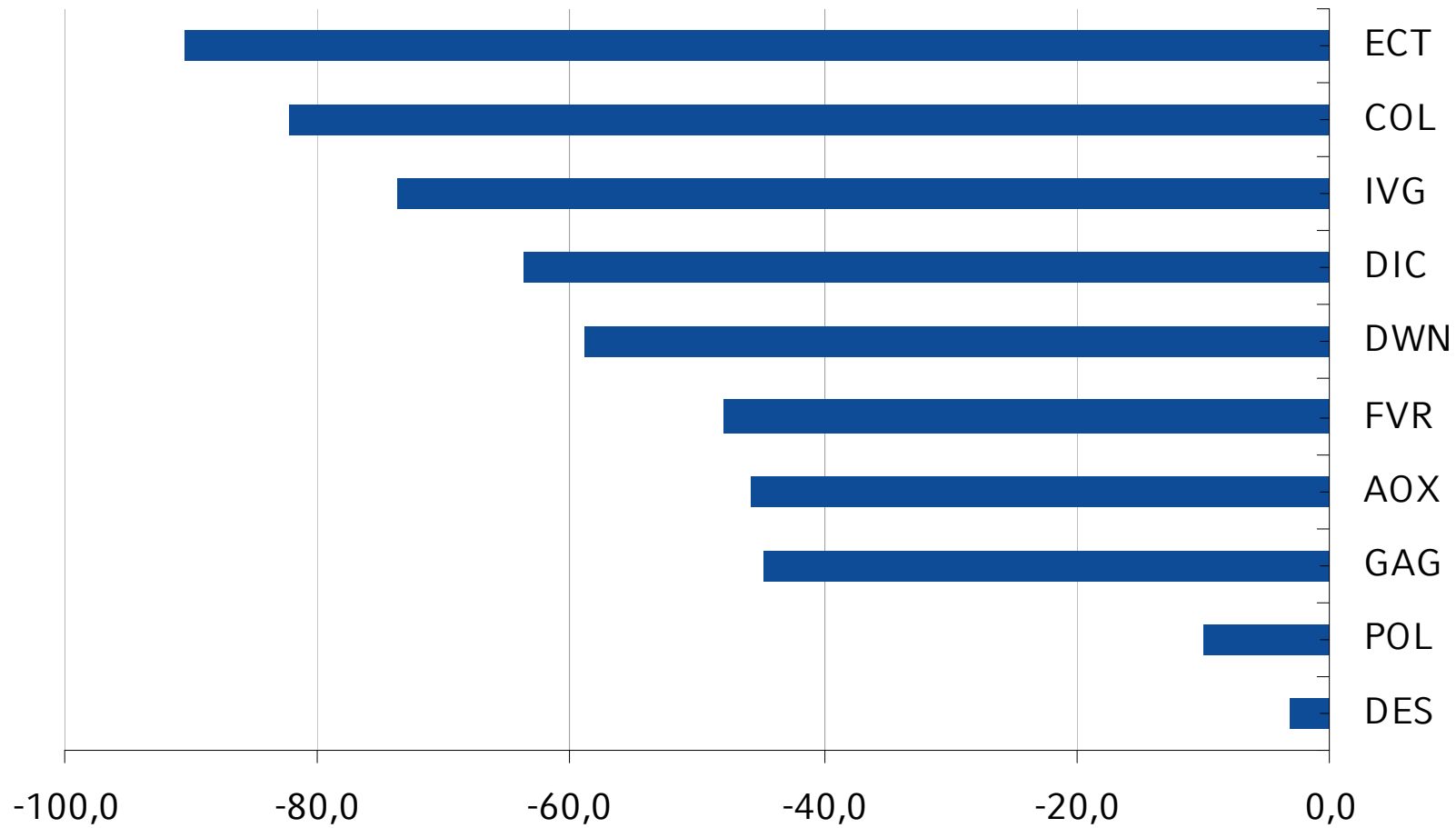
Rückkopplung auf die Immobilienunternehmen

- Knappe Resource Eigenkapital und Wegfall der Verbriefung führt zu deutlichen Einschränkungen in der Kreditvergabe
- Keine Großfinanzierungen mehr, da Syndizierungen schwierig geworden sind und Banken sich angesichts von Schwankungen an den Kapitalmärkten auch nur für sehr kurze Zeit verpflichten
- Höhere Eigenkapitalanforderungen auch bei kleineren Investments
- Höhere Margen auf höhere Refinanzierungskosten der Banken
- Ausfall wichtiger Player in der Immobilienfinanzierung: Hypo Real Estate, Schrumpfungskurs bei der EuroHypo
- Renditeerfordernis des Immobilieninvestments steigt, was entsprechend niedrigere Preise mit sich bringt
- Kaum noch Transaktionen am Immobilienmarkt, Hoffnung auf Belebung in H2 dürfte sich mit Verschärfung der Krise zerschlagen haben

„Sentiment“

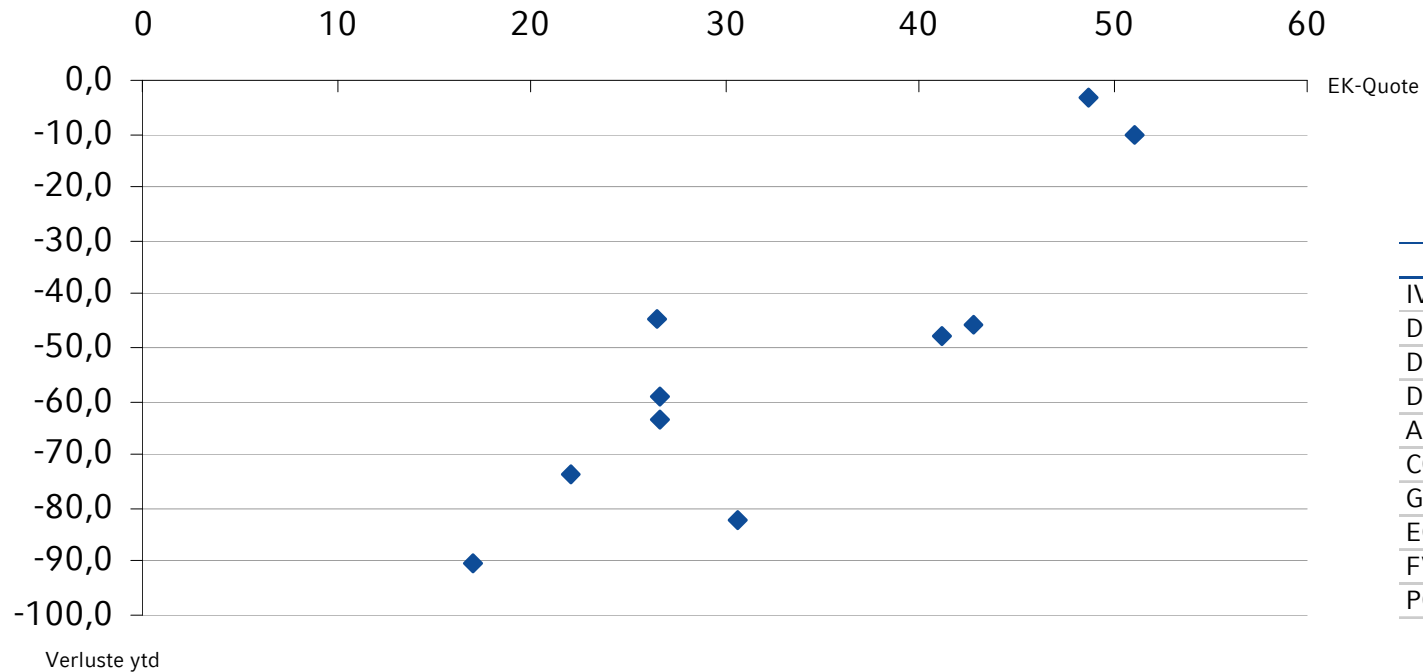
- Immobiliensektor bei Generalisten als Ursache der “subprime Krise” genauso out wie Banken und Versicherungen
- Keine Berücksichtigung des weniger stark schwankenden deutschen Immobilienmarktes
- Fehlen Immobilienaffiner Anleger in Deutschland (Kurse werden in den angelsächsischen Ländern bestimmt)
Deutsche Immobilienaktienfonds haben nur vergleichsweise geringe Volumina.
- Wenn dann Mittelabflüsse verzeichnet werden, trifft es weniger die Kerninvestments als Aktien bei denen man sich ohnehin weniger zu Hause fühlt
- In der globalen Asset Allocation spielen Deutsche Immobilienaktien zudem keine Rolle, der Sektor wird bereits auf globaler Ebene untergewichtet und die bessere Situation am deutschen Immobilienmarkt wird erst gar nicht diskutiert
- Mehr substantielle Befürchtungen: Erwartete Rückgänge bei den Immobilienwerten
- Sehr starke Betonung des Leveragefaktors
- Gewinnwarnungen

Kursverluste seit Jahresbeginn



Stand: 15.10.08 Quelle: Bloomberg

Kursverluste und Eigenkapitalquote



| EK-Quote Verluste ytd | | |
|-----------------------|------|-------|
| IVG | 22,1 | -73,7 |
| DES | 48,8 | -3,2 |
| DWN | 26,6 | -58,9 |
| DIC | 26,6 | -63,7 |
| AOX | 42,8 | -45,9 |
| COL | 30,6 | -82,2 |
| GAG | 26,5 | -44,7 |
| ECT | 17 | -90,6 |
| FVR | 41,2 | -48,0 |
| POL | 51,1 | -10,1 |

Stand: 15.10.08 Quelle: Bloomberg, Unternehmen

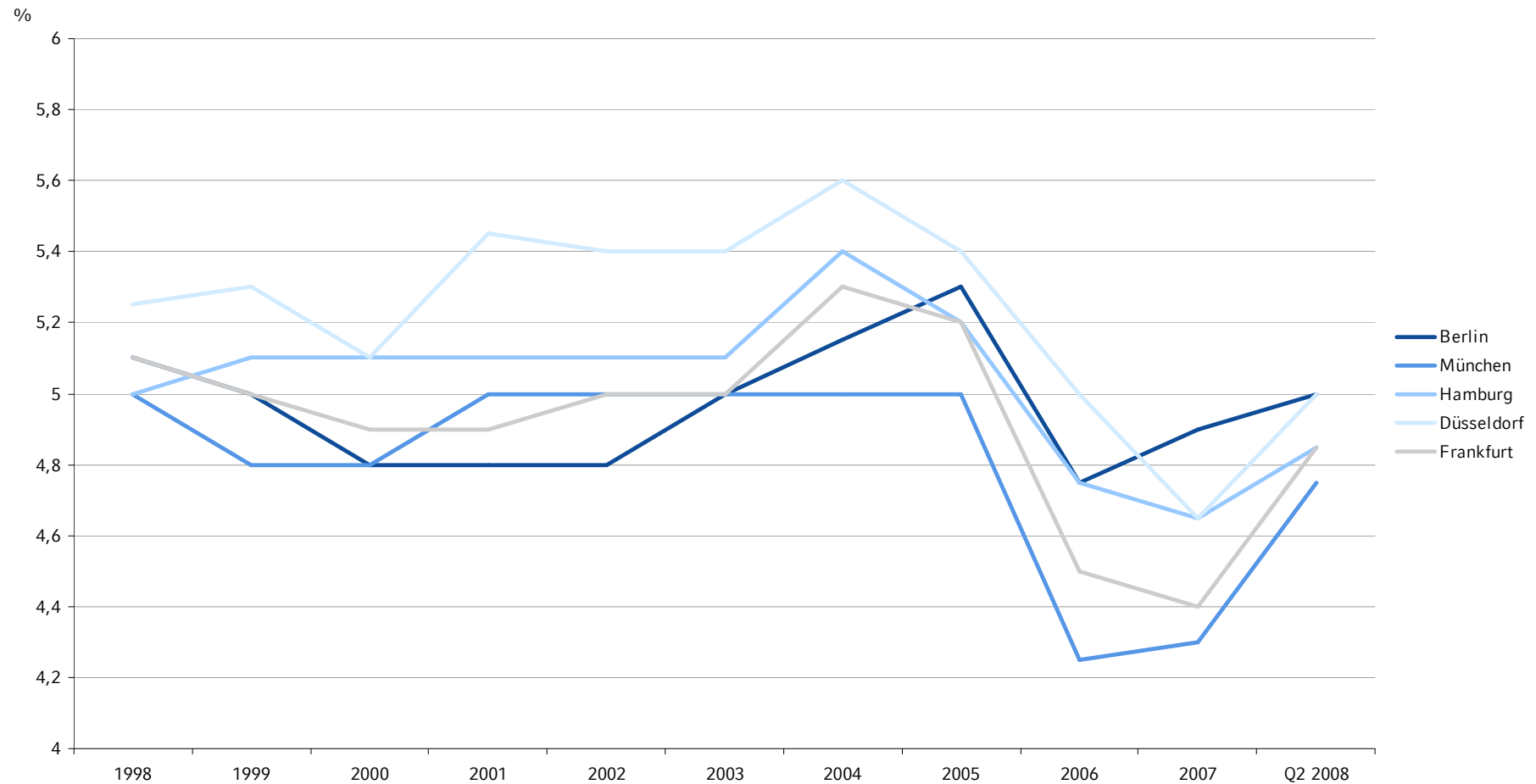
Was ist in den Kursen drin

- Investoren preisen befürchteten niedrigere Immobilienpreise und damit implizit zurückgehende Net Asset Values ein
- Entscheidender Faktor: Verschuldungsgrad
- Investoren achten stark auf Finanzierungsbedürfnisse
- Positiver Cash Flow wird zur Pflicht

Verschlechterte Perspektiven für den Büroimmobilienmarkt

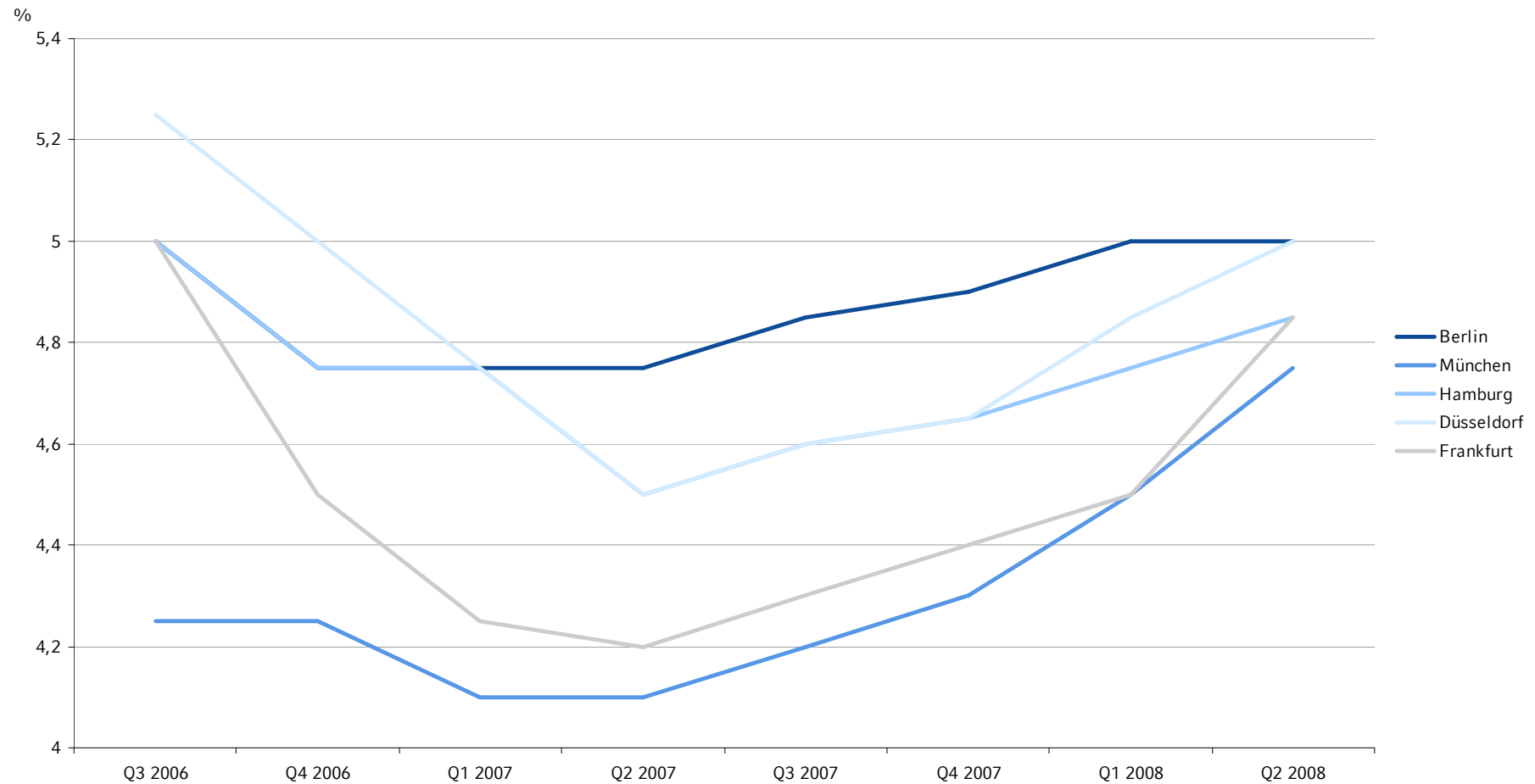
- Weiterer Anstieg der Anfangsrenditen erscheint sicher
- Konjunkturerwartungen für Deutschland in Richtung Rezession reduziert (Prognose WestLB 2009 -0,3%, Juli 2008 1.0%)
- Mit verschlechterten Konjunkturperspektiven dürfte allerdings der noch zu beobachtende Trend zu höheren Mieten bei Neuvermietungen gebrochen werden
- Trendumkehr auch beim Leerstand zu erwarten
- Sparmaßnahmen bei den Unternehmen sowie wieder steigende Anzahl von Konkursen
- Portfolioeffekt beachten: rückläufige Neuvertragsmieten wirken sich nur auf einen Teil des Portfolios aus

Spitzenrenditen wieder näher am Normalniveau



Quelle: Jones Lang LaSalle

Spitzenrenditen in Deutschland: Tiefpunkt in Q2 2007

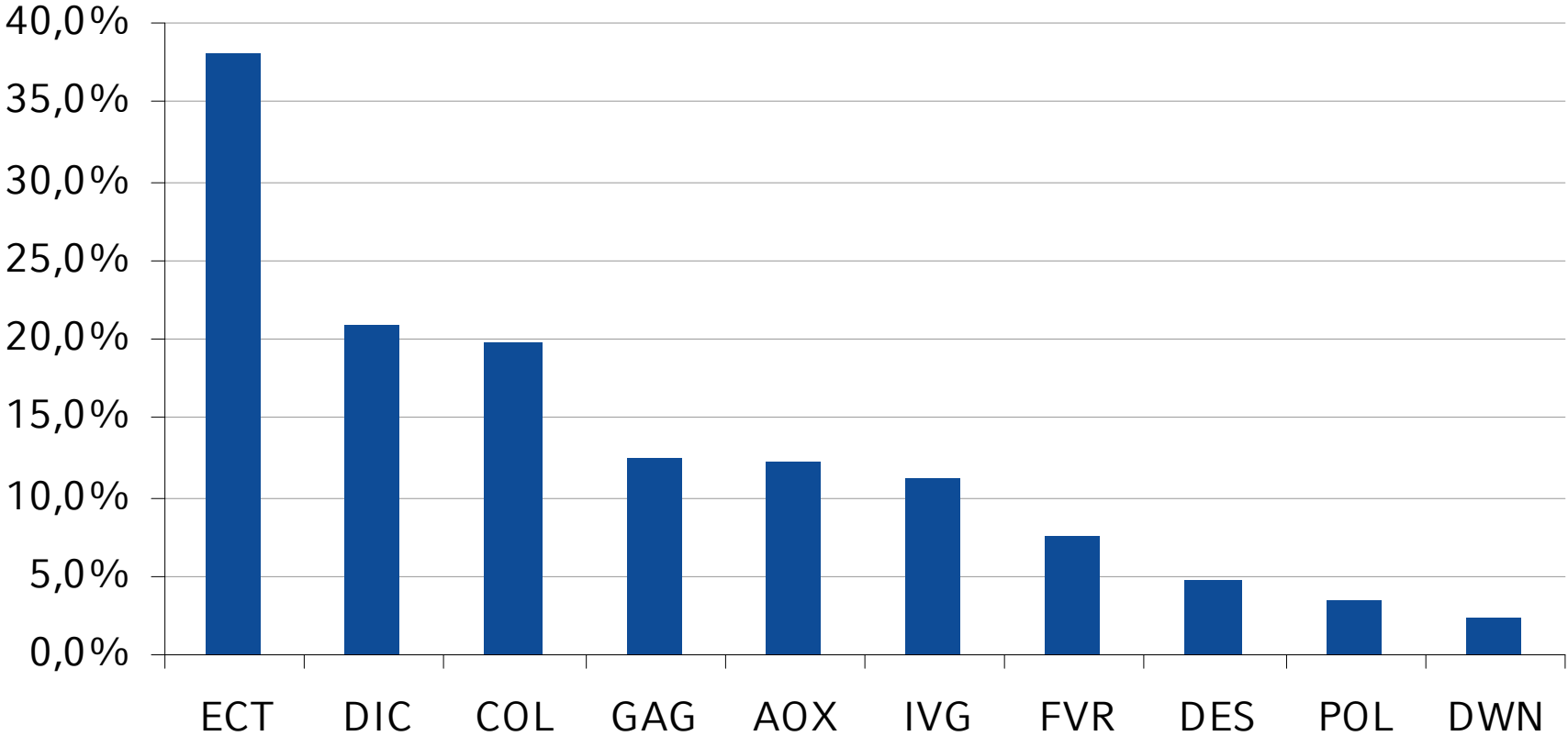


Quelle: Jones Lang LaSalle

Was spricht gegen deutsche Immobilienaktien

- Newsflow: Fair Value Accounting strikes back => Abwertungen dürften in den nächsten Quartalen zur Tageordnung gehören
- Newsflow: kaum noch Verkaufsgewinne, Enttäuschungen der Gewinn- und Dividendenerwartungen
- Finanzierungskosten: Banken verlangen höhere Margen und höheren Eigenkapitaleinsatz
- Pfandbriefmarkt funktioniert derzeit nicht
- Höhere Anfangsrenditen drücken Immobilienpreise
- Verdüsterte Konjunkturaussichten dürften sich negativ auch auf Mieten auswirken
- Trendumkehr auch beim Leerstand zu erwarten
- Kein Eigenkapital, kein Wachstum
- Ungelöste Pre-REIT Problematik

Aktuelle Dividendenrenditen 2008E



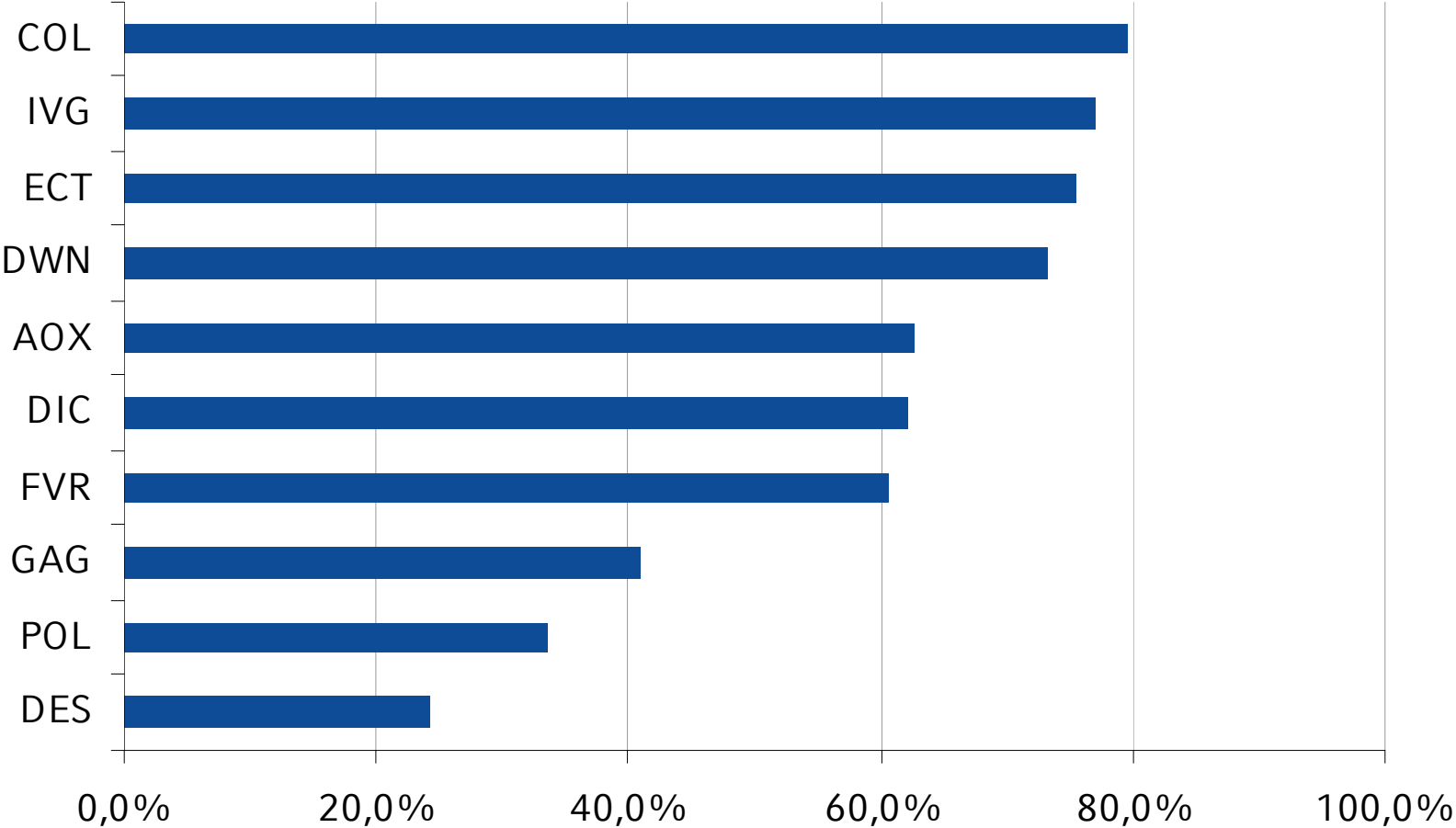
Quelle: JCF, WestLB Research

Was spricht für deutsche Immobilienaktien

- Positiver Einfluß auf die Finanzierungskosten durch niedrigere Zinsen in Zeiten wirtschaftlicher Abschwächung
- Hoffnung, dass Rettungspakete der Banken wirken und sich dies letztlich (für die Immobilienunternehmen) positiv auf die Margen auswirkt
- Keine Exzesse im deutschen Immobilienmarkt und daher auch keine Preiseinbrüche zu erwarten
- Noch steigende Mieten und reduzierte Leerstände in H1 2008
- Portfolioeffekt und Indexierung dürfte zu erwartende negative Entwicklung bei den Mieten aus neuen Mietverträgen deutlich abmildern
- Höheres Kostenbewusstsein setzt sich durch

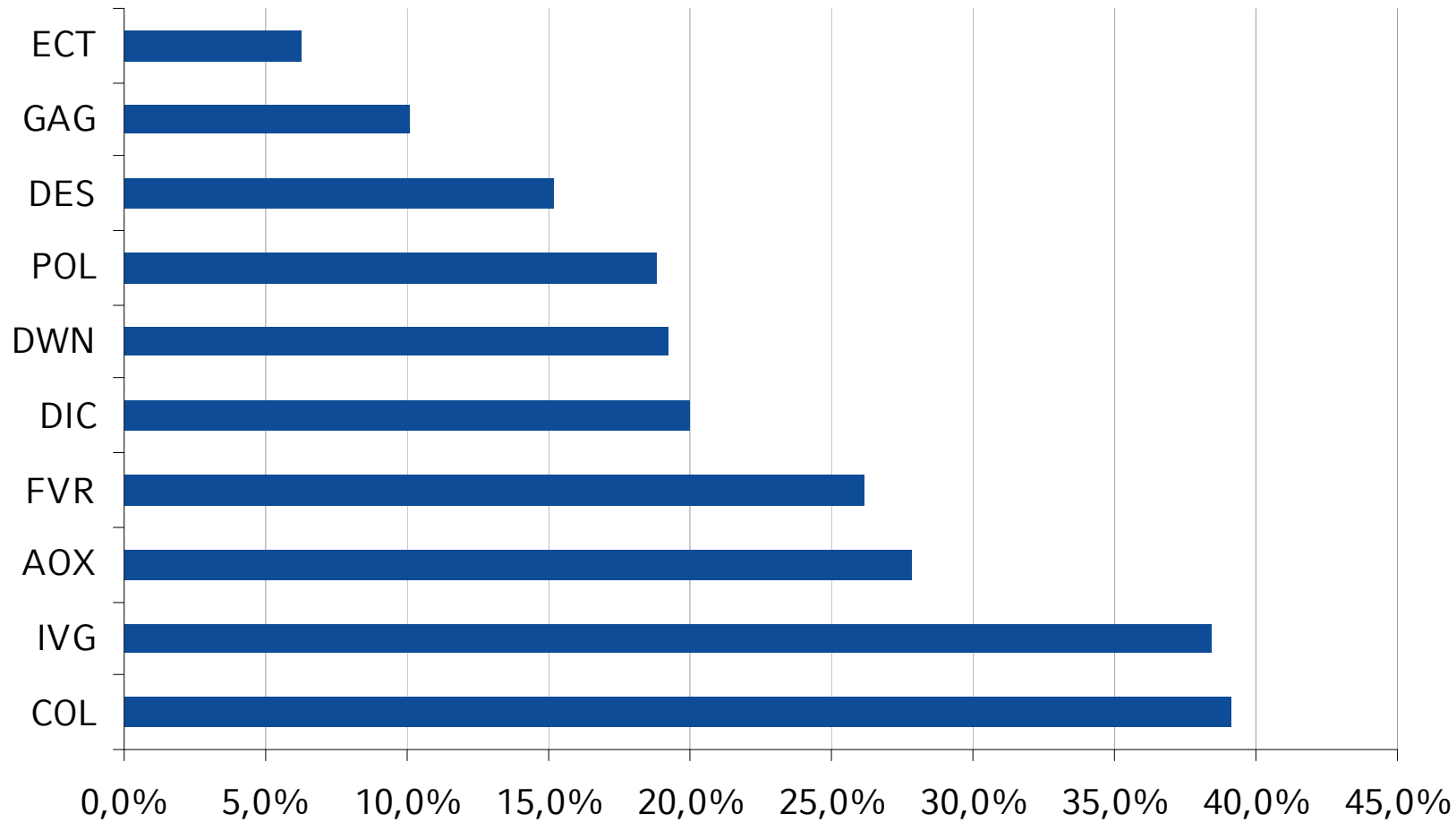
- Bewertung: Hohe Abschläge zum erwarteten NAV
- Hohe Dividendenrenditen
- Erhebliche Immobilienpreisrückgänge in den Kursen enthalten
- Günstigerer Erwerb der Immobilien durch Firmenübernahme (Finanzierung?)

Abschlag zum NAV



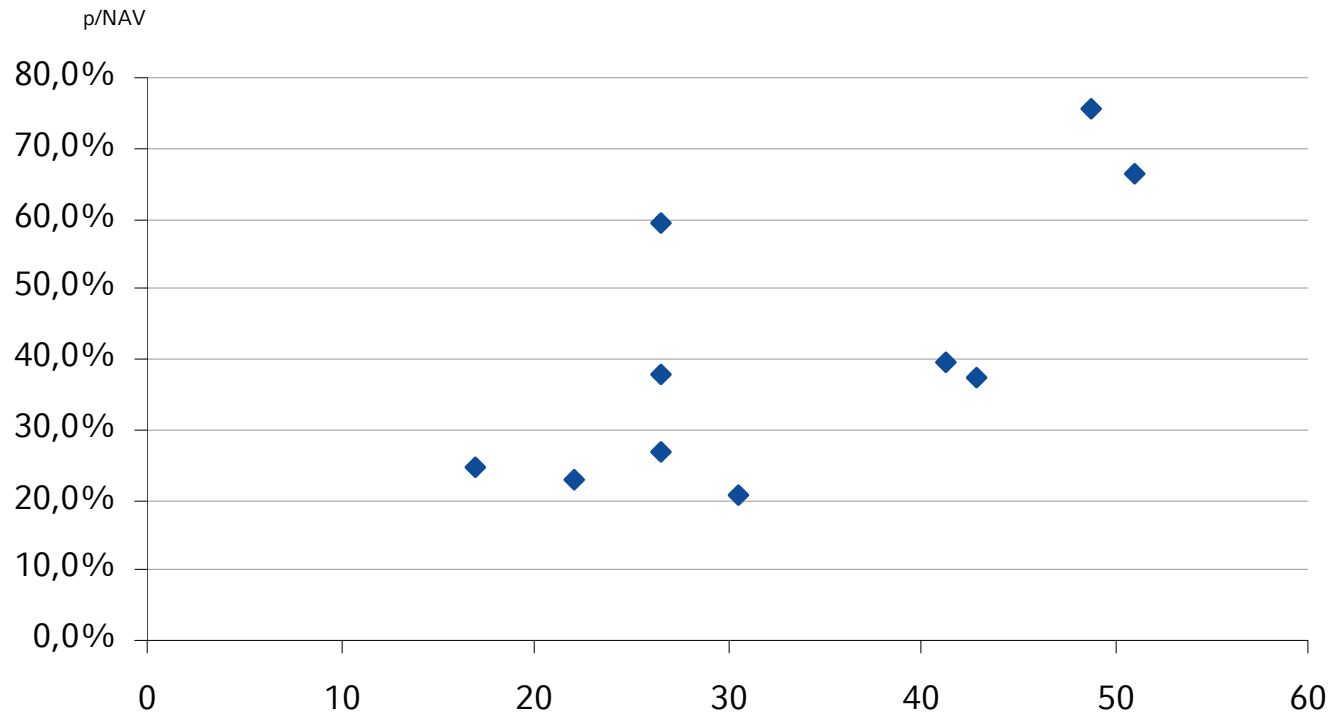
Basis 2009E, Quelle: JCF, WestLB Research

Im Kurs antizipierte Wertverluste



Stand 15.10.2008 Quelle: Unternehmen, JCF, WestLB Research

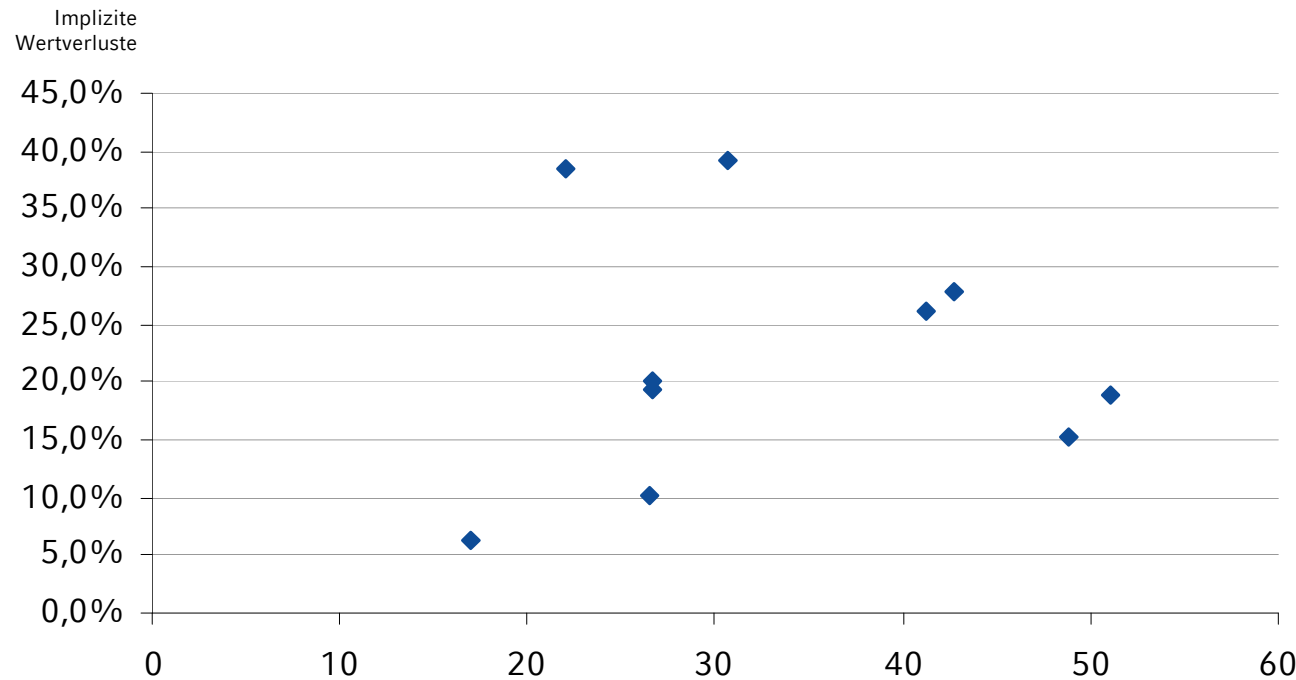
Hohe Abschläge auf den NAV bei niedriger EK-Quote



| | EK-Quote | p/NAV |
|-----|----------|-------|
| IVG | 22,1 | 22,9% |
| DES | 48,8 | 75,7% |
| DWN | 26,6 | 26,8% |
| DIC | 26,6 | 37,8% |
| AOX | 42,8 | 37,5% |
| COL | 30,6 | 20,5% |
| GAG | 26,5 | 59,2% |
| ECT | 17 | 24,5% |
| FVR | 41,2 | 39,5% |
| POL | 51,1 | 66,4% |

Stand 15.10.2008 Quelle: JCF, WestLB Research

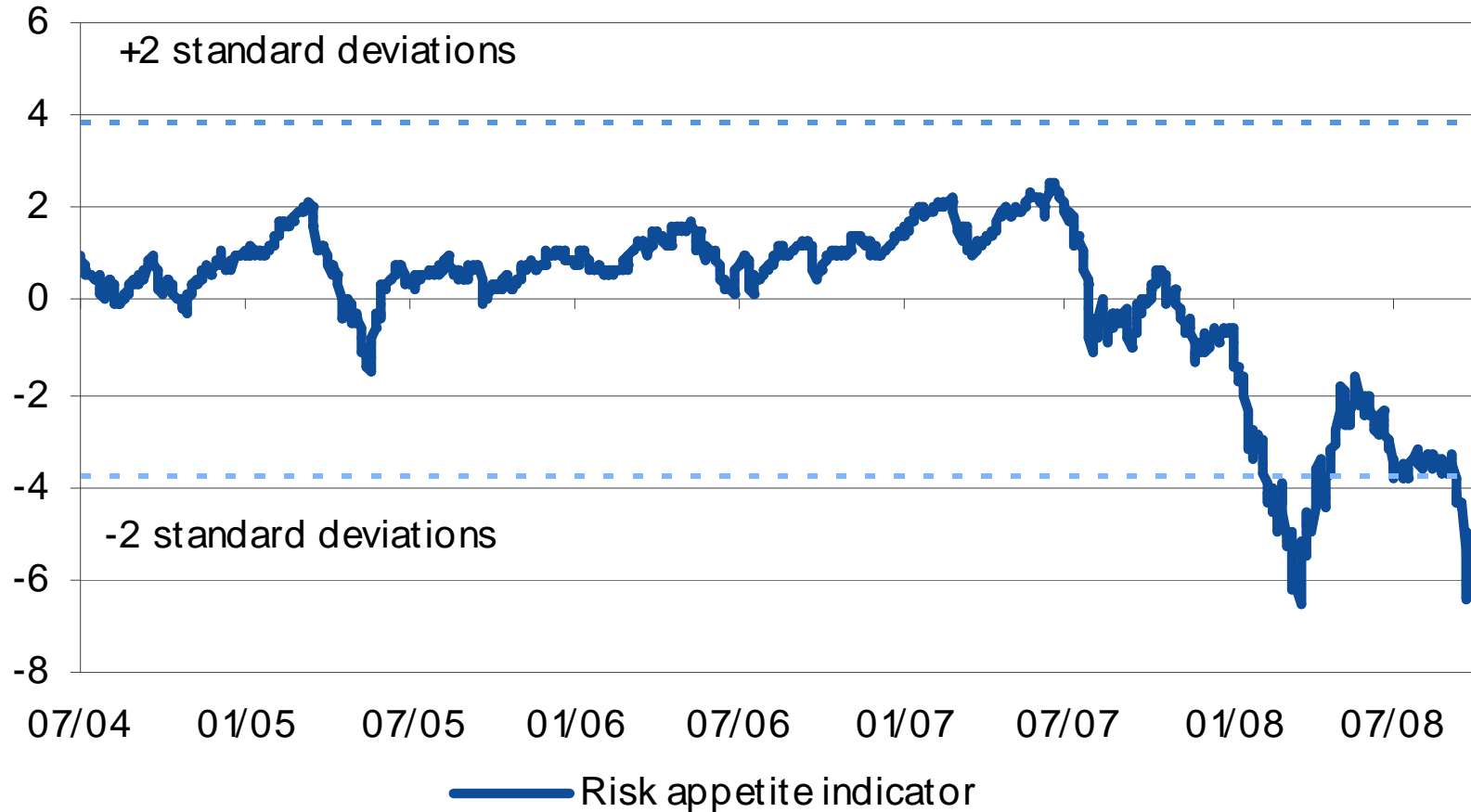
Offensichtlich keine Beziehung zwischen implizit eingepreisten Wertverlusten und Ek-Quote



| | EK-Quote | implizite Wertverluste |
|-----|----------|------------------------|
| IVG | 22,1 | 38,4% |
| DES | 48,8 | 15,2% |
| DWN | 26,6 | 19,3% |
| DIC | 26,6 | 20,0% |
| AOX | 42,8 | 27,8% |
| COL | 30,6 | 39,1% |
| GAG | 26,5 | 10,1% |
| ECT | 17 | 6,3% |
| FVR | 41,2 | 26,2% |
| POL | 51,1 | 18,9% |

Stand 15.10.2008 Quelle: WestLB Research

Zur Zeit extreme Risikoaversion



Quelle: WestLB Research

Disclaimer

Wichtiger Hinweis

WestLB AG
London Branch
Woolgate Exchange
25 Basinghall Street
London EC2V 5HA
United Kingdom
T: +44 (0)20 7020 2000
F: +44 (0)20 7020 4209

WestLB AG
Herzogstraße 15
D-40217 Düsseldorf
Germany
T: +49 (0)211 826 71841
F: +49 (0)211 826 6154

Aufsichtsbehörde: Die WestLB AG verfügt über die erforderliche Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und unterliegt deren Aufsicht. Ihre Geschäftsaktivitäten im Vereinigten Königreich unterliegen derjenigen der Financial Services Authority.

Die von den Aufsichtsbehörden geforderte Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der WestLB AG, ihrer Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen („WestLB“) kann schriftlich vom Bereich Compliance unter einer der genannten Adressen angefordert oder im Internet unter http://www.westlb.de/disclosures_eq_de eingesehen werden.

WestLB Equity Research: Verteilung der Ratings per 02. Oktober 2008

| Coverage Universum | Absolut | Relativ (%) | Investment Banking-Beziehungen* | Absolut | Relativ (%) |
|----------------------|---------|-------------|---------------------------------|---------|-------------|
| Kaufen/Akkumulieren | 143 | 62 | Kaufen/Akkumulieren | 37 | 70 |
| Halten | 64 | 28 | Halten | 12 | 23 |
| Verkaufen/Reduzieren | 22 | 10 | Verkaufen/Reduzieren | 4 | 8 |

Diese Finanzanalyse wurde von der WestLB AG, einem mit der WestLB Securities Inc. („WSI“) verbundenen Unternehmen, oder einer sonstigen Person erstellt, welche nicht als Broker/Dealer in den USA registriert und zugelassen sein muss. Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen unterliegt nicht notwendigerweise den US Regelungen in Bezug auf die Erstellung von Research und der Unabhängigkeit von Research-Analysten. U.S.-Personen, die Geschäfte in einem der in dieser Publikation behandelten Finanzinstrumenten tätigen möchten, sollten sich schriftlich oder telefonisch an WSI, 1211 Avenue of the Americas, New York, NY 10036, Telefon (212) 403-3900, Fax (212) 403-3939 wenden.

Die auf der Titelseite dieser Publikation namentlich aufgeführten Research-Analysten geben die Versicherung ab, dass a) alle die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen ihre persönliche Einschätzung hinsichtlich der genannten Finanzinstrumente und Emittenten darstellen und b) ihre Vergütung weder direkt noch indirekt, auch nicht in Teilen, in irgendeinem Zusammenhang mit ihren Empfehlungen oder Einschätzungen stand oder steht.

Die Vergütung der Research-Analysten der WestLB ist nicht von bestimmten Investment-Banking-Transaktionen abhängig. Ein Teil der Vergütung ist an den von der WestLB erzielten Gesamtgewinn gebunden, der auch den Gewinn des Bereichs Investment-Banking umfasst.

Die von der WestLB herausgegebenen Anlageempfehlungen zu Finanzinstrumenten oder deren Emittenten, die sie im Rahmen ihrer Research-Aktivitäten beobachtet, werden laufend überprüft. Ein Datum für eine aktualisierte Ausgabe dieser Publikation kann daher nicht angegeben werden.

Mögliche Interessenkonflikte

Diese Publikation wurde in Übereinstimmung mit den internen Regeln der WestLB zum Umgang mit Interessenkonflikten im Research (die Research-Richtlinien) erstellt. Die Research-Richtlinien stehen im Internet unter http://www.westlb.de/research_policy_de zur Verfügung.

Erläuterung von Bewertungsparametern, Risikoeinschätzung und Empfehlungen

Sofern nichts anderes angegeben ist, werden die in dieser Publikation genannten Kursziele entweder mit Hilfe der Discounted Cash Flow-Methode, durch einen Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die der Analyst als vergleichbar erachtet, oder anhand einer Kombination von beiden ermittelt. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird vom Analysten unter Berücksichtigung der möglichen Entwicklung des Börsenklimas angepasst.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht immer ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Unternehmens. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen im Bereich Technologie, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, bei den Wechselkursen und in einigen Branchen auch der geltenden Vorschriften können sich ebenfalls auf die Bewertungen auswirken. Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten, wie z.B. American Depositary Receipts, können mit höheren Risiken verbunden sein bedingt durch die Auswirkung von Wechselkursen, Devisenkontrollen, Besteuerung sowie von politischen und sozialen Gegebenheiten. Die vorliegende Erläuterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

In ihrer Einstufung der Aktien beurteilen die Research-Analysten die von ihnen erwartete Wertentwicklung in den der Abgabe ihrer Einschätzung folgenden 12 Monaten. Dabei fließt das, wie zuvor beschrieben, festgelegte Kursziel und ganz allgemein ihre Sicht der künftigen Markt- und Konjunkturentwicklung in die Bewertung ein.

Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung „Kaufen“, dass der erwartete Gewinn der Aktie mehr als 20% beträgt. „Akkumulieren“ bedeutet einen prognostizierten Gewinn zwischen 10% und 20%. „Halten“ bedeutet einen erwarteten Gewinn zwischen 0% bis 10%. „Reduzieren“ bedeutet einen prognostizierten Verlust zwischen 0% bis minus 10% und „Verkaufen“ bedeutet einen erwarteten Verlust von mehr als minus 10%.

Vertrieb und Verwendung dieser Publikation

Diese Publikation wurde von einer Research-Abteilung der WestLB AG erstellt. Im Vereinigten Königreich erfolgt die Verteilung durch die WestLB AG London Branch. Dort steht diese Publikation gemäß den Bestimmungen der Financial Services Authority nur Geeigneten Gegenparteien und Professionellen Kunden, nicht jedoch Privatkunden zur Verfügung. Personen, die nicht über professionelle Kenntnisse im Anlagebereich verfügen, sollten sie nicht verwenden.

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken. Die Angaben stammen aus Quellen, die von der WestLB AG als zuverlässig erachtet werden. Es wird jedoch keine Garantie oder Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck übernommen. Alle Meinungsäußerungen, Schätzungen oder Prognosen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung eines Finanz-instruments. Es besteht keine Gewähr, dass ein in dieser Publikation genanntes Portfolio oder eine Anlage eine positive Anlagerendite erzielt. Die Aussagen in dieser Publikation sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder irgendeiner anderen Handlung zu verstehen und sind nicht Grundlage oder Bestandteil eines Vertrages.

Weitere Informationen sind von Ihrem Ansprechpartner bei der WestLB AG erhältlich. Diese Publikation darf nicht, auch nicht in Kopie oder auszugsweise, ohne die vorherige schriftliche Erlaubnis der WestLB AG an unberechtigte Empfänger verteilt oder übermittelt werden. Die Art der Verteilung dieses Dokuments kann in einigen Ländern, so u.a. in den USA, gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich entsprechend zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Die WestLB AG Düsseldorf ist Mitglied der London Stock Exchange. Die WestLB AG London Branch ist Mitglied der International Capital Market Association.

Copyright: 2008 WestLB AG. Alle Rechte vorbehalten.