

# Deutsche EuroShop AG

## Geschäftszahlen 2004 nach IFRS

Halten

Vorher: Verkaufen

Immobilien

Branche

Deutschland

Investitionsfokus

41,90 EUR

aktueller Kurs

niedrig

Anlagerisiko

40,00 EUR

Kursziel

Bitte Disclaimer auf letzter Seite beachten.



Quelle: Bloomberg

### Bewertung je Aktie in EUR

NAV 2004	43,96
Fair Value	40,00
52-Wochen-Hoch	42,58
52-Wochen-Tief	32,10

### Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
EPRA	-1,7	-8,5	-10,4
MDAX	-1,0	14,3	26,1

### Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	654,7
Anzahl Aktien (Mio.)	15,625
Umsatz p.a. (Mio. EUR)	387,6
Volatilität in % p.a. (2004)	13,6
Bloomberg	DEQ GR
ISIN:	DE0007480204

### Anteileigner

Familie Otto:	21,23%
Streubesitz:	78,77%

### Analyst

Steffen Wollnik  
+49 40 33 33 11928  
steffen.wollnik@hsh-nordbank.com

## Zusammenfassung

Die Deutsche EuroShop hat kürzlich die Geschäftszahlen für 2004 veröffentlicht, wobei der Jahresabschluss erstmals nach IFRS erstellt wurde. Insgesamt liegen die Zahlen im Rahmen unserer Erwartungen. Der Umsatz erhöhte sich um 6,1% auf 61,4 Mio. EUR. Während die neu eröffneten Shoppingcenter im ungarischen Pécs und in Hamburg-Harburg zur Umsatzverbesserung beitrugen, haben der Verkauf des Shoppingcenters in Udine und ein zwischenzeitlicher Mietausfall in Wuppertal den Umsatz negativ beeinflusst. Die Beteiligungserträge haben sich dank des in Breslau erworbenen Shoppingcenters um 1,3 Mio. EUR auf 4,8 Mio. EUR erhöht.

Das Ergebnis vor Steuern beträgt für das abgelaufene Geschäftsjahr rund 38,2 Mio. EUR (+37%). Nach Abzug von Steuern und der Anteile Dritter beläuft sich der Konzernjahresüberschuss auf 27,7 Mio. EUR (+46%). Die entspricht einem Ergebnis je Aktie von 1,78 EUR nach 1,22 EUR im Vorjahr.

Die Umstellung auf IFRS hat dazu geführt, dass neben den bisher voll konsolidierten Tochtergesellschaften zusätzlich die bisherigen Beteiligungen mit einer Beteiligungsquote von 40% bis 50% quotall zu konsolidieren sind. Dies hat einen höheren Umsatz, höhere Aufwendungen und ein niedrigeres Beteiligungsergebnis zur Folge. Gleichzeitig hat sich dadurch die Bilanz um etwa 110 Mio. EUR verlängert. Zudem wurden stille Reserven in Höhe von rund 150 Mio. EUR aufgedeckt.

Das Ergebnis unserer Economic Value Added-Analyse für die Deutsche EuroShop ergibt einen fairen Unternehmenswert von 625 Mio. EUR, was einem Betrag von 40,00 EUR je Aktie entspricht. Die Erhöhung unseres Kursziels ergibt sich aus veränderten Steuerannahmen infolge der deutschen REIT-Diskussion. Zudem haben wir unser Ratingsystem verändert und neben den bisher möglichen Einstufungen „Kaufen“ und „Verkaufen“ die Ratingklasse „Halten“ eingeführt. Unser Rating für die Deutsche EuroShop ist nun Halten.

Kennzahlen in Tsd. EUR	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatzerlöse	57.879	61.421	71.840	80.417	87.048	87.829	88.617
EBIT	48.502	62.513	54.386	63.285	70.642	73.350	75.069
Zinsergebnis	-21.684	-25.312	-26.636	-29.992	-30.753	-31.445	-32.104
Ergebnis vor Steuern	26.818	37.201	27.751	33.294	39.889	41.905	42.965
Jahresüberschuss	19.019	27.736	22.929	27.627	33.220	34.899	35.781
Ergebnis je Aktie	1,22	1,78	1,47	1,77	2,13	2,23	2,29
Dividende je Aktie	1,92	1,92	1,92	1,92	2,13	2,23	2,29

Quelle: Deutsche EuroShop, HSH Nordbank

### Ergebnisse des Geschäftsjahres 2004 nach IFRS

Die Deutsche EuroShop hat kürzlich die Geschäftszahlen für 2004 veröffentlicht, wobei der Jahresabschluss erstmals nach IFRS erstellt wurde. Insgesamt liegen die Zahlen im Rahmen unserer Erwartungen. Insbesondere beim Umsatz und den Beteiligungserträgen wurden unsere Erwartungen erfüllt. Der Umsatz erhöhte sich um 6,1% auf 61,4 Mio. EUR. Während die neu eröffneten Shoppingcenter im ungarischen Pécs und in Hamburg-Harburg zur Umsatzverbesserung beitrugen, haben der Verkauf des Shoppingcenters in Udine und ein zwischenzeitlicher Mietausfall in Wuppertal den Umsatz negativ beeinflusst. Die Beteiligungserträge haben sich dank des in Breslau erworbenen Shoppingcenters um 1,3 Mio. EUR auf 4,8 Mio. EUR erhöht.

Bei den sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen stimmen unsere Schätzungen zwar nicht mit den Zahlen der Deutschen Euroshop überein, unterm Strich gleichen sich diese Abweichungen jedoch aus. Deren Ursachen sind u.a. unerwartete Währungsgewinne auf der Ertragsseite und hohe Investitionskosten der im Bau befindlichen Shoppingcenter auf der Aufwandsseite. Insgesamt sind die sonstigen betrieblichen Erträge um 8,3 Mio. EUR auf 9,3 Mio. EUR gewachsen. Den größten Anteil daran hat der Veräußerungsgewinn aus dem Shoppingcenter in Udine von 4,8 Mio. EUR. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen wurde ein Anstieg um 1,7 Mio. EUR auf 19,3 Mio. EUR verzeichnet. Davon entfallen 7,8 Mio. EUR auf aufwandswirksame Investitionskosten für Neubauprojekte.

Das Zinsergebnis verschlechterte sich im Rahmen unserer Erwartungen um 3,3 Mio. EUR auf 25,3 Mio. EUR. Ursachen sind zum einen erhöhte Investitionskosten, zum anderen Zinsaufwendungen infolge des veränderten Konsolidierungskreises nach der Umstellung auf IFRS. Aus den Marktwertveränderungen der Immobilien wurde ein Ertrag 8 Mio. EUR erzielt.

Das Ergebnis vor Steuern beträgt damit für das abgelaufene Geschäftsjahr rund 38,2 Mio. EUR (+37%). Nach Abzug von Steuern und der Anteile Dritter beläuft sich der Konzernjahresüberschuss auf 27,7 Mio. EUR (+46%). Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie von 1,78 EUR nach 1,22 EUR im Vorjahr.

### Unternehmensstrategie

Die Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Immobilienaktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Das Portfolio umfasst mittlerweile 14 Beteiligungen, davon 9 in Deutschland und jeweils eins in Italien, Frankreich, Ungarn, Polen und Österreich. Die Mietverträge sind langfristig konzipiert und indexiert. Das Centermanagement wird an externe Dienstleistungsunternehmen ausgelagert. Zuletzt hat sich die Deutsche EuroShop mit 50 % an den noch nicht fertig gestellten City-Arkaden in Klagenfurt beteiligt. Dieses soll im Frühjahr 2006 eröffnet werden. Die Liquiditätsreserve des Unternehmens beträgt aktuell 30 bis 35 Mio. EUR. Inklusi-

ve Fremdmittel beläuft sich das Akquisitionsvolumen für das Jahr 2005 auf 100 bis 150 Mio. EUR.

Für ein längerfristiges Wachstum steht zudem nach wie vor eine Kapitalerhöhung im Raum. Die Deutsche EuroShop betreibt keine Buy-and-Sell-Strategie. Der Verkauf des Shoppingcenters in Udine sollte daher die Ausnahme bleiben, d.h. zusätzliche Liquidität durch weitere Verkäufe ist nicht zu erwarten. Gleichwohl hat der Vorstand weitere Portfoliooptimierungen angekündigt, diese jedoch nicht näher konkretisiert. Möglich wäre, die Beteiligungsquote bei einem oder mehreren Objekten anzuheben.

Weitere Unternehmensziele sind eine langfristige Wertsteigerung des Portfolios sowie die Erwirtschaftung eines hohen Cash Flow, der als Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet wird. Pro Jahr ist eine Dividende von mindestens 30 Mio. EUR geplant. Diese ist noch einige Jahre steuerfrei, da sie steuerlich eine Eigenkapitalrückzahlung darstellt.

### **Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS**

Seit dem 1. Januar 2005 sind börsennotierte Gesellschaften dazu verpflichtet, die Rechnungslegungsvorschriften nach IAS/IFRS anzuwenden. Dadurch ergeben sich diverse Veränderungen in der Gewinn- und Verlustrechnung sowie in der Bilanz. Die wesentlichen Auswirkungen werden im Folgenden dargestellt.

### **Veränderter Konsolidierungskreis**

Die Umstellung auf IFRS hat dazu geführt, dass neben den bisher voll konsolidierten Tochtergesellschaften zusätzlich die bisherigen Beteiligungen mit einer Beteiligungsquote von 40% bis 50% quotal zu konsolidieren sind. Dies hat einen höheren Umsatz, höhere Aufwendungen und ein niedrigeres Beteiligungsergebnis zur Folge. Gleichzeitig hat sich dadurch die Bilanz um etwa 110 Mio. EUR verlängert.

## Portfolio der Deutschen EuroShop

Standorte	Mietfläche (m <sup>2</sup> )	Beteiligung
<b>Vollkonsolidierte Unternehmen</b>		
CC Tuscia, Viterbo (Italien)	15.200	100,0%
Etrembières, Annemasse (Frankreich)	16.600	92,8%
Rhein-Neckar-Zentrum, Viernheim	64.000	92,8%
City-Galerie, Wolfsburg	30.000	89,0%
Allee-Center, Hamm	34.800	87,7%
City-Arkaden, Wuppertal	28.100	72,0%
Forum, Wetzlar	34.300	65,0%
<b>Quotenkonsolidierte Unternehmen</b>		
Pécs Árkád, Pécs (Ungarn)	34.200	50,0%
City-Arkaden, Klagenfurt (Österreich)	30.000	50,0%
Altmarkt-Galerie, Dresden	43.800	50,0%
Phoenix-Center, Hamburg	39.000	50,0%
City-Point, Kassel	29.400	40,0%
<b>Beteiligungsunternehmen</b>		
Main-Taunus-Zentrum, Sulzbach	102.900	37,4%
Galeria Dominikanska, Breslau (Polen)	32.600	33,3%

Quelle: Deutsche EuroShop

## Fair Value-Bewertung

Die Immobilien der Deutsche EuroShop werden mit dem Marktwert (Fair Value) bilanziert, wobei jährliche Änderungen erfolgswirksam ausgewiesen werden. Damit entfallen planmäßige Abschreibungen. Zudem wurden stille Reserven in Höhe von rund 150 Mio. EUR aufgedeckt. Inklusive der 110 Mio. EUR, die sich aus der Veränderung des Konsolidierungskreises ergeben haben, hat sich die Bilanzsumme der Deutschen EuroShop um etwa 260 Mio. EUR erhöht.

## Deutsche EuroShop als REIT?

Die Ausschüttungspolitik der Deutschen EuroShop entspricht bereits den voraussichtlichen Anforderungen an einen REIT. Zudem zahlt die Deutsche EuroShop aufgrund von Verlustvorträgen bereits jetzt kaum Steuern, wobei dieser Zustand noch einige Jahre anhalten wird. Die Struktur des Hamburger Unternehmens kommt daher der eines REITs relativ nahe. Die Umwandlung in den REIT-Status könnte deshalb eine reine Formsache sein.

Allerdings bietet die Deutsche EuroShop ihren Aktionären den Vorteil steuerfreier Dividenden, der bei einer Umwandlung entfallen und damit das Papier für Investoren unattraktiver machen könnte. Ein weiterer Nachteil einer Umwandlung könnte eine einmalige Besteuerung der stillen Reserven sein. Darüber besteht jedoch keine Gewissheit, da der Gesetzentwurf erst in einigen Wochen vorliegt. Ebenso unsicher ist die Höhe des relevanten Steuersatzes. Sollte dieser verringert werden – diskutiert wird eine Halbierung – könnte ein Teil der in der Vergangenheit gebildeten Rückstellungen für latente Steuern aufgelöst werden und damit den Aktionären zu Gute kommen. Da diese latenten Steuern aller Voraussicht auch in Zukunft nicht mehr zu berücksichtigen sind, weil der Verkauf der Immobilien wahrscheinlich nicht mehr mit Steuern belastet wird, dürfte eine Umwandlung in einen REIT den NAV auch mittelfristig positiv beeinflussen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Deutsche EuroShop aufgrund der für Aktionäre steuerfreien Dividende zurzeit „besser“ ist als ein REIT. In wie weit eine Nicht-Umwandlung mittelfristig zum Nachteil wird, bleibt abzuwarten und hängt wesentlich von der Ausgestaltung des Gesetzentwurfes ab.

### **Der Deutsche Einzelhandel in der Krise**

Im Jahr 2004 hatte der deutsche Einzelhandel erneut mit Konsumzurückhaltung, bedingt durch unsichere wirtschaftliche Perspektiven und anhaltender Arbeitslosigkeit, zu kämpfen. Daran hat auch die Lockerung der Ladenöffnungszeiten und die Aufhebung des Rabattgesetzes nicht viel geändert. So konnte der deutsche Einzelhandel auch im Jahr 2004 keine Trendwende einläuten. Mit einem Einzelhandelsumsatz von ca. 371 Mrd. EUR wurde lediglich annähernd das Vorjahresergebnis erreicht.

Auch wenn wir für 2005 mit einer leichten Erholung der Einzelhandelsumsätzen rechnen, so steht dies doch in keinem Verhältnis zu der anhaltend starken Flächenexpansion, die maßgeblich vom Bau neuer Shoppingcenter getragen wird. Hier erfreuen sich vor allem innerstädtische Center mit einer Größe über 10.000 qm hoher Beliebtheit.

Viele Filialisten wachsen trotz –oder wegen – der allgemeinen Krise. Konzentration, Preiswertkonzepte und Internationalisierung setzen sich ebenso wie der anhaltende Flächenzuwachs fort. Gut positionierte und profilierte Anbieter schaffen nach wie vor in nennenswertem Umfang Firmenkonzunkturen und setzten Trends.

Die Nachfrage nach 1a-Lagen ist nach wie vor gut. Unter mangelnder Nachfrage leiden die Nebenlagen und Stadtteilzentren. Vom Mietpreyrückgang 2004 waren diese vor allem in westdeutschen Städten betroffen. Im Osten konnten sich die Mieten auf niedrigem Niveau stabilisieren. Für 2005 erwarten wir keine großen Änderungen am deutschen Einzelhandelsmarkt. Dies sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Mieten nur in den 1a-Lagen stabil bleiben, die Mieten in Nebenlagen und Stadtteil-

zentren werden weiter unter Druck stehen. Viele Standorte die früher 1a-Lage waren, sind heute faktisch nur noch 1b.

Von einem selbst tragenden Aufschwung ist Deutschland angesichts eines wohl sehr verhalten aufwärtsgerichteten privaten Verbrauchs noch weit entfernt. Und bevor ein wachsendes Verbrauchervertrauen auch zu steigendem Konsum führt, ist mittelfristig eine Trendwende im Einzelhandel nicht in Sicht.

Mit wenigen Ausnahmen befinden sich die meisten Shoppingcenter der Deutschen EuroShop in zentralen Innenstadtlagen. Ein Vermietungsgrad von annähernd 100% in allen Shoppingcentern belegen die obige Aussage, dass gute Standorte nach wie vor gefragt sind. Aufgrund der langfristig geschlossenen Mietverträge dürfte die Deutsche EuroShop ohnehin von weiteren Mietpreistrückgängen verschont bleiben. Abschlüsse zu niedrigeren Mieten sind allerdings bei den neu eröffneten Centern zu vermuten. Nach Angaben des Managements ist der Geschäftsverlauf der neuen Center jedoch sehr gut, so dass hier höhere Umsatzmieten wahrscheinlich sind. Bei unserer Planrechnung gehen wir von einem langfristig Mietwachstum von durchschnittlich 1,0% aus.

## SWOT-Analyse

### Strengths

- Die Deutsche EuroShop konzentriert sich ausschließlich auf das Geschäft mit Shoppingcentern. Diese Fokussierung schafft nicht nur Transparenz für den Kapitalmarkt, sondern verhindert auch Effizienzverluste innerhalb des Konzerns.
- Die Shoppingcenter sind überwiegend an gefragten Standorten gelegen und weisen einen hochwertigen Zustand auf. Der Vermietungsgrad ist dementsprechend hoch.
- Die Mietverträge sind langfristig konzipiert und indexiert. Dadurch sind auf absehbare Zeit sichere Mieteinnahmen garantiert.
- Die Dividende der Deutschen EuroShop ist für die Aktionäre steuerfrei.

### Weaknesses

- Es besteht eine große Abhängigkeit von der ECE. Teile der Wertschöpfungskette liegen nicht im Einflussbereich der Deutschen EuroShop. Darüber hinaus gehört die ECE der Familie Otto, die wiederum einen Anteil von 21% an der Deutschen EuroShop hält.
- Abhängigkeit von der Entwicklung des krisengeschüttelten Einzelhandels.

- Aufgrund der hohen Ausschüttungsquote ist weiteres Wachstum nur begrenzt aus eigener Kraft möglich.

### Opportunities

- Ein Teil der Miete ist an den Umsatz des Mieters geknüpft. Dadurch kann die Deutsche EuroShop an einer konjunkturellen Erholung partizipieren.
- Das Centermanagement wird von Unternehmen mit langjähriger Erfahrung betrieben. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit einer langfristigen Wertsteigerung der Objekte.

### Threats

- Falls sich die Krise im Einzelhandel fortsetzt, könnten Mietausfälle die Folge sein.
- Sollte die aktuelle Attraktivität eines Shoppingcenters nicht dauerhaft sein, wären Wertverluste die Folge.

### Planungsrechnung

Wir haben unsere GuV- und Bilanzplanung für die nächsten fünf Jahre entsprechend den Umstellungen der Bilanzierungsvorschriften modifiziert. Nach einem Umsatz von 61,4 Mio. EUR im Jahr 2004 erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr eine Steigerung auf knapp 72 Mio. EUR. Dieser Zuwachs geht im Wesentlichen auf die neuen Shoppingcenter in Wetzlar und Hamburg zurück. Aber auch in Pécs und Wuppertal sollten sich die Mieten erhöhen. Bis zum Jahr 2009 unterstellen wir ein Wachstum auf knapp 90 Mio. EUR. Dazu tragen zum einen die City-Arkaden in Klagenfurt bei, die im Frühjahr 2006 eröffnet werden sollen, zum anderen Mieterlöse aus noch zu tätigen Investitionen, wobei wir ein Akquisitionsvolumen von 125 Mio. EUR unterstellen. Das Beteiligungsergebnis wird sich in den kommenden Jahren bei 5 bis 5,5 Mio. EUR bewegen, wobei wir keine Veränderungen im Beteiligungsportfolio annehmen.

Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die u.a. die Grundstücksverwaltungs- und betriebskosten enthalten gehen wir von einer Quote von knapp 19% vom Umsatz aus. Zusätzlich ist mit aufwandswirksamen Investitionskosten für im Bau befindliche Shoppingcenter zu rechnen. Da die derzeit vakante Vorstandsposition wieder besetzt werden soll, rechnen wir weiterhin mit Personalkosten von 800.000 p.a. Zu- bzw. Abschreibungen aus der jährlichen Bewertung des Immobilienbestandes sind in unseren Modellrechnungen nicht enthalten. Hinsichtlich des Zinsergebnisses erwarten wir investitionsbedingt eine Verschlechterung auf etwa -30 Mio. EUR.



Auf Basis dieser Annahmen wird das Ergebnis vor Steuern von 27,7 Mio. EUR im Jahr 2005 auf 42,8 Mio. EUR im Jahr 2009 steigen. In unseren bisherigen Modellrechnungen haben wir einen langfristigen Steuersatz von 25% angenommen, da die aktuelle Steuerfreiheit des Unternehmens begrenzt ist. Aus der obigen REIT-Diskussion geht hervor, dass noch erhebliche Unklarheiten hinsichtlich der Vor- und Nachteile einer Umwandlung bestehen. Fest steht, dass – sollte sich die Deutsche EuroShop für den REIT-Status entscheiden – sie keine Steuern zahlen müssen. Diesen Umstand berücksichtigen wir in unseren Prognoserechnungen mit einem Steuersatz von 12,5%. Das Nachsteuerergebnis beläuft sich demnach auf 24,3 Mio. EUR im Jahr 2005. Bis 2009 prognostizieren wir einen Anstieg auf 37,5 Mio. EUR. Ab dem kommenden Jahr könnte die Dividende erhöht werden.

### **Bewertung – Economic Value Added-Analyse**

Auf der Grundlage der Planrechnung berechnen wir die Unternehmenswert anhand der Economic Value Added-Analyse (EVA®). Der faire Unternehmenswert für die Deutsche EuroShop beläuft sich auf 625 Mio. EUR, was einem Betrag von 40,00 EUR je Aktie entspricht. Die Erhöhung unseres Kursziels von bisher 35,70 EUR auf 40,00 EUR ergibt sich aus den veränderten Steuerannahmen infolge der deutschen REIT-Diskussion.

### **Rating**

Wir haben unser Ratingsystem verändert und neben den bisher möglichen Einstufungen „Kaufen“ und „Verkaufen“ die Ratingklasse „Halten“ eingeführt (siehe unten). Unser Rating für die Deutsche EuroShop ist nun Halten (vorher: Verkaufen).



## GuV

per 31.12. in Tsd. EUR	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>57.879</b>	<b>61.421</b>	<b>71.840</b>	<b>80.417</b>	<b>87.048</b>	<b>87.829</b>	<b>88.617</b>
Personalkosten	756	813	800	800	800	800	800
Sonst. Betriebl. Ertrag	1.043	9.343	0	0	0	0	0
Sonst. Betriebl. Aufwand	17.629	19.259	20.650	20.279	19.539	17.687	16.837
sonstige Steuern	1.057	982	1.078	1.206	1.306	1.317	1.329
Beteiligungsergebnis	3.485	4.799	5.074	5.154	5.238	5.326	5.418
Abschreibungen	-5.537	-8.004	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>48.502</b>	<b>62.513</b>	<b>54.386</b>	<b>63.285</b>	<b>70.642</b>	<b>73.350</b>	<b>75.069</b>
Zinserträge	4.887	2.649	3.193	2.559	2.490	2.491	2.525
Zinsaufwand	26.571	27.961	29.829	32.551	33.244	33.936	34.629
<b>Zinsergebnis</b>	<b>-21.684</b>	<b>-25.312</b>	<b>-26.636</b>	<b>-29.992</b>	<b>-30.753</b>	<b>-31.445</b>	<b>-32.104</b>
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>26.818</b>	<b>37.201</b>	<b>27.751</b>	<b>33.294</b>	<b>39.889</b>	<b>41.905</b>	<b>42.965</b>
EE-Steuer Aufwand	7.443	10.774	3.469	4.162	4.986	5.238	5.371
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>19.375</b>	<b>26.427</b>	<b>24.282</b>	<b>29.132</b>	<b>34.902</b>	<b>36.667</b>	<b>37.594</b>
Ergebnisanteile Dritter	-356	1.309	-1.353	-1.505	-1.683	-1.769	-1.813
Außerordentliches Ergebnis	0	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>19.019</b>	<b>27.736</b>	<b>22.929</b>	<b>27.627</b>	<b>33.220</b>	<b>34.899</b>	<b>35.781</b>
Ausschüttungsquote in %	158	108	100	100	100	100	100
<b>Ausschüttung</b>	<b>30.000</b>	<b>30.000</b>	<b>30.000</b>	<b>30.000</b>	<b>33.220</b>	<b>34.899</b>	<b>35.781</b>
Bereinigung	0	0	0	0	0	0	0
<b>Bereinigtes Ergebnis</b>	<b>19.019</b>	<b>27.736</b>	<b>22.929</b>	<b>27.627</b>	<b>33.220</b>	<b>34.899</b>	<b>35.781</b>
Anzahl der Aktien in Tsd.	15.625	15.625	15.625	15.625	15.625	15.625	15.625
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>1,22</b>	<b>1,78</b>	<b>1,47</b>	<b>1,77</b>	<b>2,13</b>	<b>2,23</b>	<b>2,29</b>
<b>Dividende je Aktie</b>	<b>1,92</b>	<b>1,92</b>	<b>1,92</b>	<b>1,92</b>	<b>2,13</b>	<b>2,23</b>	<b>2,29</b>

Quelle: HSH Nordbank AG

**Bilanz**

per 31.12. in Tsd. EUR	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
<b>Anlagevermögen</b>							
Sachanlagevermögen	995.119	1.101.570	1.226.570	1.226.570	1.226.570	1.226.570	1.226.570
Imm. Vermögen	5	12	12	12	12	12	12
Finanzanlagevermögen	100.320	101.669	101.669	101.669	101.669	101.669	101.669
	<b>1.095.444</b>	<b>1.203.251</b>	<b>1.328.251</b>	<b>1.328.251</b>	<b>1.328.251</b>	<b>1.328.251</b>	<b>1.328.251</b>
<b>Umlaufvermögen</b>							
Vorräte	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus L&L	2.066	1.985	2.155	2.412	2.611	2.635	2.659
Sonst. Forderungen und Vermögensgegenstände	40.958	14.697	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
Liquide Mittel u. Wertpapiere	101.988	150.275	105.179	99.568	99.670	99.640	102.360
	<b>145.012</b>	<b>166.957</b>	<b>122.334</b>	<b>116.981</b>	<b>117.281</b>	<b>117.275</b>	<b>120.018</b>
RAP	0	0	0	0	0	0	0
aktive latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0
	<b>1.240.456</b>	<b>1.370.208</b>	<b>1.450.585</b>	<b>1.445.232</b>	<b>1.445.532</b>	<b>1.445.526</b>	<b>1.448.269</b>
<b>Eigenkapital</b>							
Gezeichnetes Kapital	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
Kapitalrücklage	507.365	496.363	496.363	496.363	496.363	496.363	496.363
Gewinnrücklage und Bilanzgewinn	111.588	118.778	111.707	109.333	112.553	114.232	115.114
Eigenkapitalanteile Dritter	56.348	49.271	50.624	52.129	53.812	55.580	57.394
	<b>695.301</b>	<b>684.412</b>	<b>678.694</b>	<b>677.826</b>	<b>682.728</b>	<b>686.176</b>	<b>688.871</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>							
Rückstellungen	8.012	21.487	18.329	13.329	8.329	4.829	4.829
Finanzverbindlichkeiten	481.412	604.251	692.576	692.576	692.576	692.576	692.576
stille Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0
Gesellschafterdarlehen	0	0	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten L&L	3.872	3.742	4.310	4.825	5.223	5.270	5.317
sonstige Verbindlichkeiten	8.273	4.640	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
	<b>501.569</b>	<b>634.120</b>	<b>720.215</b>	<b>715.730</b>	<b>711.128</b>	<b>707.675</b>	<b>707.722</b>
RAP	0	0	0	0	0	0	0
passive latente Steuern	43.586	51.676	51.676	51.676	51.676	51.676	51.676
<b>Passiva</b>	<b>1.240.456</b>	<b>1.370.208</b>	<b>1.450.585</b>	<b>1.445.232</b>	<b>1.445.532</b>	<b>1.445.526</b>	<b>1.448.269</b>

Quelle: HSH Nordbank AG

**Kapitalflußrechnung**

per 31.12. in Tsd. EUR	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Jahresüberschuß	22.929	27.627	33.220	34.899	35.781
- Ergebnisanteile Dritter	-1.353	-1.505	-1.683	-1.769	-1.813
+ Abschreibungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Rückstellungen	-3.158	-5.000	-5.000	-3.500	0
+ Zunahme SoPo	0	0	0	0	0
- Zunahme Net Working Capital	-541	-257	-199	-23	-24
- Zunahme lat. Steuern u. RAP	0	0	0	0	0
- Gewinne aus Anlagenabgängen	0	0	0	0	0
- Beteiligungsergebnis n. St.	0	0	0	0	0
+/- sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>21.665</b>	<b>24.389</b>	<b>30.101</b>	<b>33.191</b>	<b>37.618</b>
- Investitionen AV	125.000	0	0	0	0
+ Einnahmen aus Anlagenabgängen	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus Investitionen</b>	<b>-125.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	88.239	0	0	0	0
+ Zunahme stille Beteiligungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Gesellschafterdarlehen	0	0	0	0	0
- Dividendenzahlung	30.000	30.000	30.000	33.220	34.899
<b>Cash Flow aus Finanzierung</b>	<b>58.239</b>	<b>-30.000</b>	<b>-30.000</b>	<b>-33.220</b>	<b>-34.899</b>
<b>Finanzmittelbestand Anfang</b>	<b>150.275</b>	<b>105.179</b>	<b>99.568</b>	<b>99.670</b>	<b>99.640</b>
<b>Veränderung Finanzmittel</b>	<b>-45.096</b>	<b>-5.611</b>	<b>101</b>	<b>-29</b>	<b>2.719</b>
<b>Finanzmittelbestand Ende</b>	<b>105.179</b>	<b>99.568</b>	<b>99.670</b>	<b>99.640</b>	<b>102.360</b>

Quelle: HSH Nordbank AG

## Economic Value Added

in Tsd. EUR	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatz	71.840	80.417	87.048	87.829	88.617	89.503	90.398	91.302	92.215
<b>EBIT</b>	<b>54.386</b>	<b>63.285</b>	<b>70.642</b>	<b>73.350</b>	<b>75.069</b>	<b>76.346</b>	<b>77.652</b>	<b>78.976</b>	<b>80.034</b>
- cash operating taxes	-7.197	-8.231	-9.142	-9.480	-9.699	-9.703	-9.707	-9.872	-10.004
+Bereinigungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nopat</b>	<b>47.189</b>	<b>55.055</b>	<b>61.500</b>	<b>63.870</b>	<b>65.369</b>	<b>66.643</b>	<b>67.946</b>	<b>69.104</b>	<b>70.029</b>
Invested Capital Jahresanfang	1.288.749	1.371.270	1.370.402	1.375.304	1.378.752	1.381.447	1.381.475	1.381.498	1.382.657
Invested Capital Jahresende	1.371.270	1.370.402	1.375.304	1.378.752	1.381.447	1.381.475	1.381.498	1.382.657	1.383.582
Invested Capital Durchschnitt	1.330.009	1.370.836	1.372.853	1.377.028	1.380.099	1.381.461	1.381.487	1.382.078	1.383.120
Capital Charge (IC*WACC)	72.120	73.571	74.273	75.232	76.095	76.246	74.968	74.990	74.983
ROIC in %	3,55	4,02	4,48	4,64	4,74	4,82	4,92	5,00	5,06
WACC in %	5,42	5,37	5,41	5,46	5,51	5,52	5,43	5,43	5,42
Spread ROIC - WACC in %	-1,87	-1,35	-0,93	-0,83	-0,78	-0,70	-0,51	-0,43	-0,36
<b>EVA</b>	<b>-24.931</b>	<b>-18.516</b>	<b>-12.773</b>	<b>-11.362</b>	<b>-10.725</b>	<b>-9.603</b>	<b>-7.022</b>	<b>-5.885</b>	<b>-4.954</b>
WACC in %	5,42	5,37	5,41	5,46	5,51	5,52	5,43	5,43	5,42
Diskontfaktoren	0,97	0,92	0,87	0,82	0,78	0,74	0,70	0,67	0,63
Barwerte	-24.059	-16.959	-11.098	-9.361	-8.374	-7.106	-4.929	-3.918	-3.129

Quelle: HSH Nordbank AG

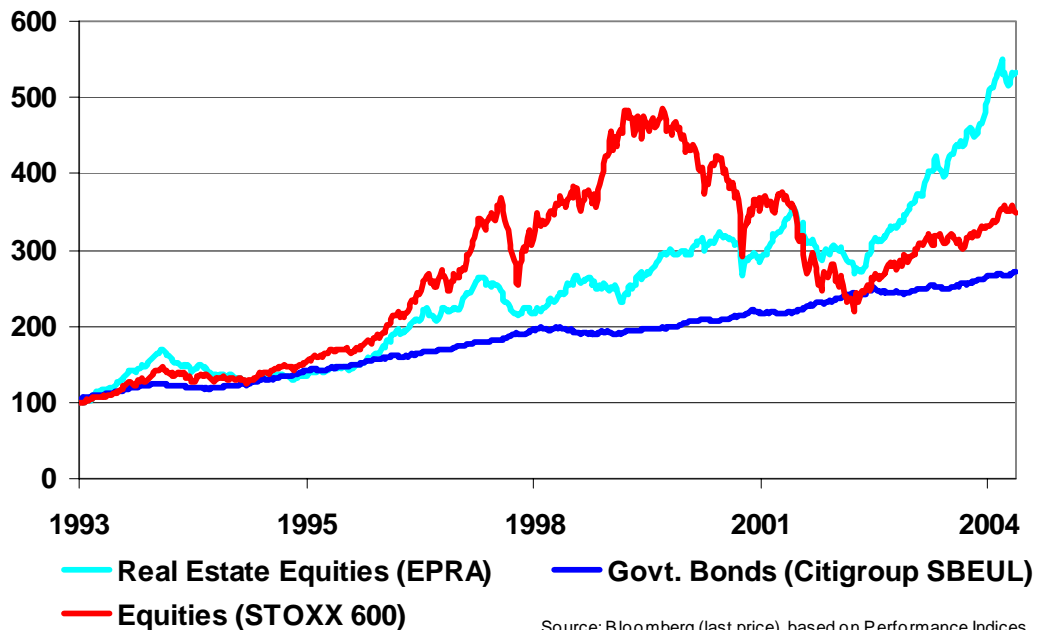
Barwerte Planungsphase	-88.932
Barwert Terminal Value	-71.469
<b>Market Value Added</b>	<b>-160.401</b>
+ Invested Capital	1.288.749
<b>= Enterprise Value</b>	<b>1.128.348</b>
+ Liquide Mittel am Jahresanfang	150.275
- Verschuldung am Jahresanfang	604.337
- Anteile Dritter am Jahresanfang	49.271
- Barwert Leasing	0
- Pensionsrückstellungen am Jahresanfang	0
<b>Shareholder Value in Tsd. EUR</b>	<b>625.015</b>
Anzahl ausstehende Aktien in Tsd.	15.625
<b>Shareholder Value je Aktie in EUR</b>	<b>40,00</b>

Quelle: HSH Nordbank AG

Zinsannahmen	
Risikofreier Zins in %	6,0%
Risikoprämie in %	2,7%
Beta	0,25
EK-Zins	6,7%
EK-Gewicht	52,7%
FK-Zins vor Steuern	4,6%
<b>WACC in 2005</b>	<b>5,4%</b>

Quelle: HSH Nordbank AG

Value-Index European Asset-Classes 1993 - 2005



Source: Bloomberg (last price), based on Performance Indices

Asset-Class-Analysis*	EPRA	Govt. Bonds	STOXX 600
<b>1993-2005</b>			
Returns p.a.	14,9%	8,2%	12,1%
Volatility p.a.	10,5%	3,9%	16,6%
Sharpe Ratio	1,05	1,11	0,50
<b>2003-2005</b>			
Returns p.a.	28,5%	6,1%	15,3%
Volatility p.a.	10,0%	3,6%	14,5%
Sharpe Ratio	2,63	1,07	0,91

\* Performance Indices

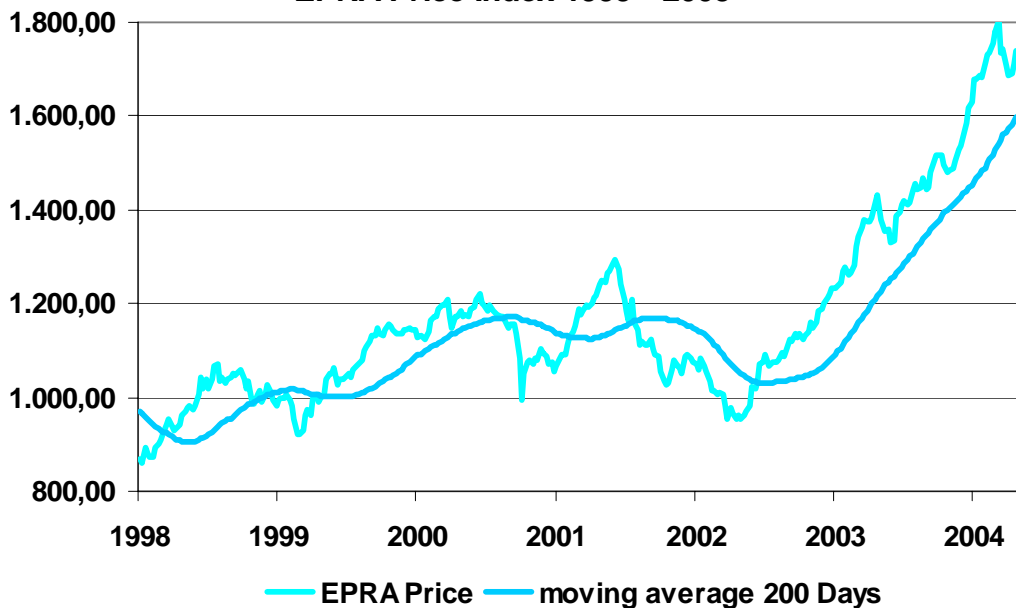
Source: Bloomberg, HSH Nordbank

Correlations*	EPRA	Govt. Bonds	STOXX 600
<b>1993-2005</b>			
EPRA	1,00		
Govt. Bonds	0,09	1,00	
STOXX 600	0,56	0,00	1,00
<b>2003-2005</b>			
EPRA	1,00		
Govt. Bonds	-0,08	1,00	
STOXX 600	0,49	-0,48	1,00

\* Performance Indices

Source: Bloomberg, HSH Nordbank

EPRA Price Index 1999 - 2005



Source: Bloomberg (last price)

European Real Estate Stocks* EPRA TOP 30			Prices 52 Weeks			Performance in %					Dividend Yield in %				EV / EBITDA				Marketcap.	daily trade	raw
Real Estate Company	Currency	Price	high	low	3 months	6 months	1 year	3 year	5 years	FY -1	FY 0e	FY+1e	FY+2e	FY -1	FY 0e	FY+1e	FY+2e	in mio. EUR	in tsd. EUR	Beta**	
LAND SECURITIES GROUP PLC	UK	GBP	1,328,00	1,486,00	1,045,00	-5,5	10,7	21,2	16,5	15,9	2,79	2,96	3,14	3,29	17,6	15,4	14,7	15,3	9.158	38.187	0,609
BRITISH LAND CO PLC	UK	GBP	818,00	920,00	603,00	-6,6	8,1	25,9	15,4	16,6	1,77	1,92	2,07	2,24	21,8	19,3	17,2	16,1	6.285	47.559	0,663
GECINA SA	F	EUR	87,75	88,35	60,10	9,3	28,9	41,1	27,7	16,0	4,22	4,40	4,74	4,44	20,9	20,4	19,7	20,4	5.449	1.565	0,122
RODAMCO EUROPE NV	NL	EUR	59,35	64,80	45,50	1,5	10,0	22,8	17,3	16,2	5,14	5,22	5,51	5,95	15,1	17,5	16,4	15,7	5.325	69.233	0,064
LIBERTY INTERNATIONAL PLC	UK	GBP	944,00	1,027,00	716,00	-4,0	8,3	27,8	21,0	22,0	2,81	2,97	3,16	3,37	20,8	18,5	16,6	16,0	4.503	11.482	0,450
UNIBAIL	F	EUR	96,55	98,80	60,20	1,1	16,5	54,7	27,6	25,6	3,82	4,11	4,29	4,50	18,4	19,5	18,1	16,7	4.380	2.914	0,171
HAMMERSON PLC	UK	GBP	849,50	939,00	619,00	-1,6	13,9	27,3	15,0	18,3	2,11	2,22	2,36	2,56	25,4	20,9	18,8	16,3	3.485	20.949	0,856
KLEPIERRE	F	EUR	74,90	75,20	50,20	9,2	24,9	46,3	27,1	23,5	3,60	3,36	3,68	4,00	15,8	16,0	14,3	13,0	3.472	2.092	n.a.
METROVACESA S.A.	ES	EUR	42,39	43,45	27,67	10,3	24,2	49,7	40,1	27,2	2,78	2,92	3,22	2,90	15,1	13,9	13,6	13,5	3.008	4.096	0,156
SLOUGH ESTATES PLC	UK	GBP	478,00	554,75	415,75	-8,1	4,0	8,5	9,2	10,0	3,35	3,58	3,81	4,07	15,7	14,6	13,7	13,9	2.962	8.340	1,244
CORIO NV	NL	EUR	41,55	46,35	31,17	-8,1	6,2	23,9	23,8	19,6	5,75	5,92	6,17	6,58	12,4	16,3	15,5	14,5	2.795	1.558	0,104
IMMOFINANZ IMMOBILIEN ANLAGE	A	EUR	7,06	7,18	6,24	-0,4	4,7	10,2	9,6	9,5	n.a.	0,00	0,00	n.a.	44,8	23,5	25,7	n.a.	2.373	334	0,098
INMOBILIARIA COLONIAL SA	ES	EUR	39,24	40,40	19,23	13,1	45,8	89,1	45,2	29,2	2,22	2,79	3,12	3,28	22,0	16,7	16,7	18,5	2.205	961	0,284
PSP SWISS PROPERTY AG	CH	CHF	51,70	51,80	41,90	2,4	6,3	16,3	14,5	9,6	0,00	3,97	4,16	4,35	21,6	21,5	19,1	17,5	1.576	126	0,053
IVG IMMOBILIEN AG	D	EUR	13,55	14,65	9,00	-1,0	23,5	47,6	6,4	2,3	2,58	2,73	2,80	3,84	13,5	14,5	13,9	14,6	1.568	1.538	0,037
BENI STABILI SPA	IT	EUR	0,79	0,85	0,57	0,0	16,5	28,6	15,3	13,3	2,53	2,28	2,28	2,66	14,7	15,4	16,0	15,9	1.344	541	0,045
HUFVUDSTADEN AB-A SHS	S	SEK	56,00	58,00	33,00	14,1	29,0	67,7	28,5	19,0	2,14	2,41	2,54	2,77	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.292	407	0,292
BRIXTON PLC	UK	GBP	321,00	364,00	265,00	-9,6	5,9	16,3	10,7	12,3	3,58	3,68	3,81	3,94	18,1	14,7	13,9	13,5	1.277	2.291	0,511
COFINIMMO	B	EUR	129,90	131,00	103,00	4,8	14,0	10,9	17,7	14,4	5,58	5,63	5,75	5,47	n.a.	18,8	17,8	17,7	1.253	1.313	0,041
CASTELLUM AB	S	SEK	267,00	267,50	164,00	12,7	30,9	61,3	34,4	34,0	3,56	3,93	4,21	4,31	17,2	16,5	15,7	16,2	1.250	890	0,036
SILIC	F	EUR	72,55	82,00	51,00	-3,1	15,2	32,5	25,4	21,0	4,16	4,61	4,93	5,38	16,9	15,2	13,8	n.a.	1.249	99	0,192
PILLAR PROPERTY PLC	UK	GBP	752,00	860,00	517,47	-10,7	12,4	34,3	22,7	23,9	1,13	1,20	1,25	1,32	83,9	19,2	17,9	16,3	996	2.094	0,603
LONDON MERCHANT SECURITIES	UK	GBP	204,75	240,00	162,00	-11,4	8,5	23,0	10,9	8,4	3,13	3,16	3,18	3,19	22,5	23,5	21,7	20,4	995	2.097	0,532
DEUTSCHE EUROSHP AG	D	EUR	42,85	43,30	32,10	7,0	20,2	22,8	14,6	n.a.	4,48	4,48	4,48	4,48	29,4	24,6	21,5	19,4	988	3.769	0,125
QUINTAIN ESTATES & DEV PLC	UK	GBP	509,00	589,50	368,00	-11,0	11,1	25,5	34,3	35,9	1,73	1,85	2,00	2,18	35,2	43,5	61,7	50,2	976	1.345	0,641
DEUTSCHE WOHNEN AG-REG	D	EUR	164,51	170,30	121,50	-1,3	20,1	18,0	11,0	9,8	5,32	5,32	5,32	5,32	17,8	17,9	17,7	17,7	976	33	n.a.
EUROCOMMERCIAL PROPRTI-CVA	NL	EUR	27,20	28,45	22,01	-1,3	4,2	15,7	19,4	17,6	5,51	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	937	76	0,099
RISANAMENTO SPA	IT	EUR	2,92	2,96	1,32	29,8	80,8	108,0	14,4	n.a.	0,00	n.a.	n.a.	n.a.	27,6	n.a.	n.a.	n.a.	801	613	0,183
GREAT PORTLAND ESTATES PLC	UK	GBP	330,00	355,00	253,84	-2,1	9,5	23,9	6,0	10,6	3,18	3,24	3,32	3,40	16,5	22,5	26,0	24,9	795	3.991	0,419
SWISS PRIME SITE	CH	CHF	58,95	61,20	52,00	-1,1	1,6	12,5	9,9	5,0	0,00	22,48	25,23	26,29	26,0	17,3	15,3	14,3	771	43	n.a.
<b>Average</b>						<b>0,9</b>	<b>17,2</b>	<b>33,8</b>	<b>19,7</b>	<b>17,4</b>	<b>3,07</b>	<b>4,05</b>	<b>4,31</b>	<b>4,67</b>	<b>23,2</b>	<b>19,2</b>	<b>19,0</b>	<b>17,9</b>	<b>2.481</b>	<b>7.684</b>	<b>0,320</b>

\* Für deutsche Investoren: Jeweils Relevanz des Investmentgesetzes (früher AuslInvG) prüfen; \*\* based on domestic Main Index

Source: Bloomberg (last price), Estimates: covered stocks from HSH Nordbank, other from IBES

German Real Estate Stocks			Prices 52 Weeks			Performance in %					Dividend Yield in %				EV / EBITDA				Marketcap.	daily trade	raw
Real Estate Company	Currency	Price	high	low	3 months	6 months	1 year	3 year	5 years	FY -1	FY 0e	FY+1e	FY+2e	FY -1	FY 0e	FY+1e	FY+2e	in mio. EUR	in tsd. EUR	Beta*	
IVG IMMOBILIEN AG	D	EUR	13,52	14,65	9,00	-1,0	23,5	47,6	6,4	2,3	2,59	2,74	2,81	3,84	15,5	14,5	14,5	13,9	1.568	1.538	0,037
DEUTSCHE EUROSHP AG	D	EUR	42,66	43,30	32,10	7,0	20,2	22,8	14,6	n.a.	4,50	4,50	4,50	4,50	29,4	24,6	21,5	19,4	667	3.769	0,125
DEUTSCHE WOHNEN AG	D	EUR	164,51	170,30	121,50	-1,3	20,1	18,0	11,0	9,8	5,32	5,32	5,32	5,32	17,8	17,9	17,7	17,7	658	33	n.a.
HAMBORNER AG	D	EUR	25,33	29,25	20,50	-0,9	13,1	9,3	8,0	5,4	3,55	3,55	3,63	6,28	18,2	9,9	9,8	9,7	192	13	0,258
VIVACON AG	D	EUR	15,39	16,70	3,55	68,3	194,2	168,5	68,6	n.a.	n.a.	0,00	0,00	n.a.	28,2	8,0	7,9	n.a.	223	208	0,451
DEUTSCHE BEAMTENVORSORGE	D	EUR	8,30	8,66	6,98	2,1	1,5	5,1	2,0	4,8	0,00	n.a.	n.a.	n.a.	37,6	n.a.	n.a.	n.a.	80	0	0,057
TAG TEGERNSEE IMMOBILIEN	D	EUR	6,72	8,40	6,00	-7,3	9,3	-6,7	-37,5	-16,4	0,00	0,00	0,00	4,46	26,3	22,9	17,1	15,1	42	36	0,515
<b>Average</b>						<b>9,6</b>	<b>40,3</b>	<b>37,8</b>	<b>10,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,66</b>	<b>2,68</b>	<b>2,71</b>	<b>4,88</b>	<b>24,7</b>	<b>16,3</b>	<b>14,7</b>	<b>15,2</b>	<b>490</b>	<b>800</b>	<b>0,241</b>

\* based on domestic Main Index

Source: Bloomberg (last price), Estimates: covered stocks from HSH Nordbank, other from IBES

HSH Nordbank Coverages of Real Estate stocks	Investment		Rating last change	Price* at time of publishing	Fair Value	estimate Price	Yield in % Dividend	3,5	current		Disc./ Prem.
	Risk	Rating							last	NAV	
IVG Immobilien	low	hold	02/2005 rating down	14,50	14,65	1,0	2,5	3,5	13,44	15,20	-11,6
TAG Tegernsee	high	buy	04/2005 price target down	6,95	9,70	39,6	1,4	41,0	6,72	15,50	-56,6
Deutsche Euroshop	low	hold	04/2005 rating up	41,90	40,00	-4,5	4,6	0,0	42,85	43,96	-2,5
Deutsche Wohnen	low	hold	02/2005 initial coverage	166,30	163,00	-2,0	5,3	3,3	164,51	195,00	-15,6

\* Open Price; \*\* Price on the date of implementation of the new rating system

Source: HSH Nordbank

best and worst Investments* since 1993						EU Govt.
year	EPRA	DAX 100	STOXX 600	REXP	Bonds	
1993	<b>62,1%</b>	46,3%	40,7%	<b>14,7%</b>	25,2%	
1994	<b>-16,0%</b>	-5,6%	-6,4%	<b>-2,5%</b>	-3,4%	
1995	<b>-1,0%</b>	6,3%	<b>17,2%</b>	16,7%	<b>17,2%</b>	
1996	<b>27,0%</b>	24,6%	24,5%	<b>6,8%</b>	11,3%	
1997	29,9%	<b>46,4%</b>	43,1%	<b>7,1%</b>	9,9%	
1998	<b>-2,7%</b>	14,3%	<b>19,7%</b>	11,5%	12,9%	
1999	15,9%	35,3%	<b>38,2%</b>	-1,9%	<b>-2,3%</b>	
2000	<b>17,4%</b>	<b>-6,2%</b>	-3,8%	6,9%	7,5%	
2001	-0,6%	<b>-18,2%</b>	-15,5%	<b>5,6%</b>	<b>5,6%</b>	
2002	4,0%	<b>-38,8%</b>	-28,0%	8,6%	<b>8,9%</b>	
2003	19,9%	<b>31,6%</b>	13,2%	4,7%	<b>4,2%</b>	
2004	<b>40,7%</b>	6,8%	11,0%	<b>6,4%</b>	7,7%	
2005	<b>3,3%</b>	<b>-1,4%</b>	3,1%	2,6%	2,7%	

\* Performance Indices

Source: Bloomberg, HSH Nordbank

Open ended funds Real Estate	Price in EUR		Prices 52 Weeks		Performance in %					Dividend
	bid	ask	high	low	3 months	6 months	1 year	3 years	5 years	Return in %
AXA IMMOSELECT	55,26	58,02	55,26	53,32	1,2	2,6	2,0	n.a.	n.a.	2,17
CREDIT SUISSE EUROREAL	59,81	n.a.	61,30	59,00	0,8	-1,9	0,1	4,3	4,9	3,85
DIFA FONDS NR 1	100,18	105,19	103,38	99,64	0,5	-0,4	-2,9	2,2	n.a.	3,69
DIFA-GRUND	58,2	61,11	60,58	57,60	1,0	-3,4	-1,7	3,3	n.a.	3,78
GRUNDBESITZ-INVEST	39,3	39,6	40,76	39,01	0,5	-3,3	-2,3	3,1	3,8	4,45
GRUNDWERT-FONDS	71,88	75,47	74,13	71,24	0,7	-2,8	-1,8	2,8	3,2	4,03
HAUSINVEST EUROPA XTF	41,53	41,65	52,45	40,11	0,4	0,9	-0,9	3,4	4,4	2,77
KANAM GRUNDINVEST FONDS	55,72	58,78	55,78	53,79	1,8	3,2	3,5	7,0	n.a.	3,59
SEB IMMOINVEST	57,11	60,11	57,24	54,93	1,1	2,2	0,3	4,8	n.a.	4,03
WESTINVEST 1	24,35	24,55	25,40	24,03	0,7	-2,3	-1,1	3,2	4,0	3,70
<b>Average</b>					<b>0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,00</b>

Source: Bloomberg, HSH Nordbank

Real Estate Equities funds*	Price in EUR	Prices 52 Weeks		Performance in %				
		high	low	3 months	6 months	1 year	3 years	5 years
EUROPA IMMOBILIA CERTIFICATE	130,50	136,80	97,10	0,6	15,0	30,9	n.a.	n.a.
EASYETF EPRA EUROZONE	175,00	180,90	160,32	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
CS EF (LUX) EUROP PROPERTY-B	15,97	16,71	11,79	-0,6	16,0	30,0	14,6	n.a.
HENDERSON HORIZ-PAN EU PR-A2	21,93	22,16	15,76	3,2	19,7	34,5	18,6	14,1
E&G FONDS-IMMO EUROPA-C CAP	234,97	240,51	180,55	3,5	18,3	26,4	n.a.	n.a.
E&G FONDS-IMMO EUROPA-C DIS	218,87	224,03	175,06	3,5	13,7	21,4	n.a.	n.a.
MORGAN ST SICA V EURO PROP-A	21,87	22,65	16,52	0,4	15,2	27,1	13,5	13,4
BALZAC REAL ESTATE INDEX	191,49	196,11	141,87	2,4	15,8	31,0	18,8	14,3
ING (L) INV-EUROPE RE EST-PC	580,16	588,03	433,76	3,1	16,1	29,7	12,3	10,2
<b>Average</b>				<b>2,0</b>	<b>16,2</b>	<b>28,9</b>	<b>15,6</b>	<b>13,0</b>

\* Für deutsche Investoren: Jeweils Relevanz des Investmentgesetzes (früher AusInvG) prüfen; \*\* based on domestic Main Index

Source: Bloomberg, HSH Nordbank



### Das Bewertungskonzept

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

#### Definition des Net Asset Value

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

#### HSH Nordbank Bewertungsmodell für Immobilienunternehmen

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

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

## HSH Nordbank Aktien-Rating

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Übersicht HSH Nordbank Aktien-Rating**

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

**Rechtliche Hinweise**

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

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

Die HSH Nordbank als für die Erstellung und Weitergabe dieser Analyse verantwortliches Kreditinstitut unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

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



**Anschrift**      **HSH Nordbank AG**  
Gerhart-Hauptmann-Platz 50  
20095 Hamburg

**HSH Nordbank AG**  
Martensdamm 6  
24103 Kiel  
[www.hsh-nordbank.de](http://www.hsh-nordbank.de)

**Redaktion**      Research  
Fax: (040) 3333-34339  
E-mail: [research@hsh-nordbank.com](mailto:research@hsh-nordbank.com)  
Bloomberg: HSHR <Go>

## Ihre Ansprechpartner

			Telefon: (040) 3333-
<b>Aktien-Research</b>	<b>Energy-Research</b>		
	Wind-Energie	Arndt Krakau	-11548
		Stefan Gäde	-12029
	Oil & Gas	Andy Sommer	-12064
	<b>Immobilien-Research</b>	Stefan Goronczy	-12023
		Steffen Wollnik	-11928
<b>Sales</b>	Equity Sales Trading	Torsten Johannsen	(0431) 900-25201

**ImmobilienKunden**      **Immobilien-Investmentbanking**  
Gerrit Saathoff      (040) 3333-13713  
Michael Windoffer      (040) 3333-13228

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

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

Die HSH Nordbank als für die Erstellung und Weitergabe dieser Analyse verantwortliches Kreditinstitut unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

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