

Deutsche EuroShop AG

Geschäftszahlen für das 1. Halbjahr 2005

Halten

Vorher: Halten

Immobilien

Branche

Europa

Investitionsfokus

48,70 EUR (open)

aktueller Kurs

niedrig

Anlagerisiko

46,50 EUR

Kursziel

Bitte Disclaimer auf letzter Seite beachten.



Quelle: Bloomberg

Bewertung je Aktie in EUR

NAV 2004	43,96
Fair Value	46,50
52-Wochen-Hoch	50,30
52-Wochen-Tief	33,00

Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
EPRA	3,4	13,0	9,9
MDAX	-3,9	5,0	3,0

Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	768
Anzahl Aktien (Mio.)	15,625
Umsatz p.a. (Mio. EUR)	339
Volatilität in % p.a.	17,5
Bloomberg	DEQ GR
ISIN:	DE0007480204

Anteilseigner

Familie Otto:	21,2%
Streubesitz:	78,8%

Analyst

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

Erwartungen eingehalten

Die Deutsche EuroShop hat die Geschäftsergebnisse für das erste Halbjahr 2005 veröffentlicht. Die Zahlen liegen im Rahmen der Erwartungen. Der Umsatz erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um 14% auf 35,2 Mio. EUR. Während die neu eröffneten Shoppingcenter in Wetzlar, Hamburg-Harburg und Pécs zur Erlösverbesserung beitrugen, hat der Verkauf des Shoppingcenters in Udine die Mieteinnahmen negativ beeinflusst. Die Beteiligungserträge haben sich leicht um 0,2 Mio. EUR auf 2,4 Mio. EUR erhöht. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen gingen um 0,3 Mio. EUR auf 7,3 Mio. EUR zurück. Das negative Zinsergebnis ist investitionsbedingt um 3,1 Mio. EUR auf 15,5 Mio. EUR gewachsen. Nach Steuern und Anteilen Dritter beträgt der Konzernperiodenüberschuss 9,0 Mio. EUR (+8%). Erwartet wurden 8,8 Mio. EUR.

Die Ergebnisse des ersten Halbjahres haben keine Überraschungen gebracht. Gleiches gilt für den Ausblick. Das Management geht davon aus, im zweiten Halbjahr weitere Akquisitionen tätigen zu können, wobei das Investitionsvolumen voraussichtlich am oberen Rand der genannten 120 bis 150 Mio. EUR liegen wird. Darüber hinaus erkennt das Unternehmen Werterhöhungspotential bei den Shoppingcentern in Wetzlar und Hamburg. Dies hat dazu beigetragen, unsere Gewinnschätzungen und unser Kursziel anzuheben. Der wesentliche Grund für ein höheres Kursziel ist aber unsere Annahme, dass eine REIT-Struktur trotz der Unsicherheit hinsichtlich der Ausgestaltung und des Einführungszeitpunktes auf jeden Fall kommen wird. Wir erwarten zwar nicht, dass die Deutsche EuroShop unmittelbar nach der Einführung in den REIT-Status wechseln wird. Für die langfristige Perspektive des Unternehmens ist der REIT jedoch von erheblicher Bedeutung.

Auf Basis der neuen Informationen und Annahmen haben wir unsere Planungsrechnung modifiziert und anhand der Economic Value Added-Analyse (EVA[®]) einen fairen Unternehmenswert von 46,50 EUR je Aktie ermittelt. Unsere Einstufung belassen wir daher trotz der erheblichen Kurssteigerungen der letzten Monate bei Halten.

Kennzahlen in Tsd. EUR	2004	1. HJ 2005	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatzerlöse	61.421	35.179	71.840	81.691	89.621	90.803	92.004
EBIT	62.513	28.384	67.017	67.017	74.502	76.626	77.702
Zinsergebnis	-25.312	-15.507	-29.880	-33.177	-33.206	-33.168	-33.760
Ergebnis vor Steuern	37.201	14.520	37.137	33.839	41.296	43.458	43.942
Jahresüberschuss	27.736	9.011	25.053	22.580	28.172	29.793	30.156
Ergebnis je Aktie	1,78	0,58	1,60	1,45	1,80	1,91	1,93
Dividende je Aktie	1,92	---	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92

Quelle: Deutsche EuroShop, HSH Nordbank

Unternehmensbeschreibung

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. Inklusive 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, d.h. zusätzliche Liquidität durch den Verkauf von Shoppingcentern ist nicht zu erwarten. Gleichwohl hat der Vorstand Portfoliooptimierungen angekündigt, diese bisher 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.

Planungsrechnung

Wir haben unsere GuV- und Bilanzplanung für die nächsten fünf Jahre entsprechend den neuen Informationen und Annahmen 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 92 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 mit einem Akquisitionsvolumen von 150 Mio. EUR rechnen. Das Beteiligungsergebnis dürfte sich in den kommenden Jahren bei 4,8 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 zuletzt vakante Vorstandsposition ab dem 1. Oktober 2005 mit Herrn Borkers wieder besetzt ist, rechnen wir mit Personalkosten von etwas über 900.000 EUR p.a. Für 2005 erwarten wir zudem Zuschreibungen aufgrund der Erstbewertung der Shoppingcenter in Wetzlar und Hamburg. Hinsichtlich des

Zinsergebnisses rechnen wir investitionsbedingt mit einer Verschlechterung auf etwa -33 Mio. EUR.

Auf Basis dieser Annahmen wird das Ergebnis vor Steuern von 37,1 Mio. EUR im Jahr 2005 auf 43,9 Mio. EUR im Jahr 2009 steigen. Da die derzeitigen steuerlichen Vorteile, die sich aus der Konstruktion der Deutschen EuroShop ergeben, zeitlich begrenzt sind, wird das Unternehmen u. E. zum gegebenen Zeitpunkt den erwarteten REIT-Status annehmen und so den daraus resultierenden Steuervorteil auf Unternehmensebene nutzen. In unserem Bewertungsmodell berücksichtigen wir dies ab dem Jahr 2011.

GuV

per 31.12. in Tsd. EUR	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatzerlöse	57.879	61.421	71.840	81.691	89.621	90.803	92.004
Personalkosten	756	813	800	925	939	953	967
Sonst. Betriebl. Ertrag	1.043	9.343	901	0	0	0	0
Sonst. Betriebl. Aufwand	17.629	19.259	16.650	17.521	18.028	17.253	17.481
sonstige Steuern	1.057	982	1.078	1.225	1.344	1.362	1.380
Beteiligungsergebnis	3.485	4.799	4.803	4.997	5.193	5.390	5.526
Abschreibungen	-5.537	-8.004	-8.000	0	0	0	0
EBIT	48.502	62.513	67.017	67.017	74.502	76.626	77.702
Zinserträge	4.887	2.649	2.483	1.937	1.908	1.946	2.071
Zinsaufwand	26.571	27.961	32.363	35.114	35.114	35.114	35.831
Zinsergebnis	-21.684	-25.312	-29.880	-33.177	-33.206	-33.168	-33.760
Ergebnis vor Steuern	26.818	37.201	37.137	33.839	41.296	43.458	43.942
EE-Steueraufwand	7.443	10.774	9.284	8.460	10.324	10.864	10.985
Ergebnis nach Steuern	19.375	26.427	27.853	25.380	30.972	32.593	32.956
Ergebnisanteile Dritter	-356	1.309	-2.800	-2.800	-2.800	-2.800	-2.800
Außerordentliches Ergebnis	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss	19.019	27.736	25.053	22.580	28.172	29.793	30.156
Anzahl der Aktien in Tsd.	15.625	15.625	15.625	15.625	15.625	15.625	15.625
Ergebnis je Aktie	1,22	1,78	1,60	1,45	1,80	1,91	1,93
Dividende je Aktie	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92

Quelle: HSH Nordbank AG

Bilanz

per 31.12. in Tsd. EUR	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Anlagevermögen							
Sachanlagevermögen	995.119	1.101.570	1.259.570	1.259.570	1.259.570	1.259.570	1.259.570
Imm. Vermögen	5	12	12	12	12	12	12
Finanzanlagevermögen	100.320	101.669	101.669	101.669	101.669	101.669	101.669
	1.095.444	1.203.251	1.361.251	1.361.251	1.361.251	1.361.251	1.361.251
Umlaufvermögen							
Vorräte	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus L&L	2.066	1.985	2.155	2.451	2.689	2.724	2.760
Sonst. Forderungen und Vermögensgegenstände	40.958	14.697	14.368	16.338	17.924	18.161	18.401
Liquide Mittel u. Wertpapiere	101.988	150.275	98.044	95.634	95.142	99.425	107.628
	145.012	166.957	114.567	114.423	115.755	120.310	128.789
RAP	0	0	0	0	0	0	0
aktive latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0
	1.240.456	1.370.208	1.475.818	1.475.674	1.477.006	1.481.561	1.490.040
Eigenkapital							
Gezeichnetes Kapital	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
Kapitalrücklage	507.365	496.363	491.416	483.995	482.167	481.960	481.960
Gewinnrücklage und Bilanzgewinn	111.588	118.778	118.778	118.778	118.778	118.778	118.934
Eigenkapitalanteile Dritter	56.348	49.271	52.071	54.871	57.671	60.471	63.271
	695.301	684.412	682.265	677.644	678.616	681.209	684.166
Verbindlichkeiten							
Rückstellungen	8.012	21.487	13.828	13.828	8.828	5.328	5.328
Finanzverbindlichkeiten	481.412	604.251	716.611	716.611	716.611	716.611	716.611
stille Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0
Gesellschafterdarlehen	0	0	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten L&L	3.872	3.742	1.796	2.042	2.241	2.270	2.300
sonstige Verbindlichkeiten	8.273	4.640	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
	501.569	634.120	737.235	737.482	732.680	729.209	729.239
RAP	0	0	0	0	0	0	0
passive latente Steuern	43.586	51.676	56.318	60.548	65.710	71.142	76.635
Passiva	1.240.456	1.370.208	1.475.818	1.475.674	1.477.006	1.481.561	1.490.040

Quelle: HSH Nordbank AG

Kapitalflussrechnung

per 31.12. in Tsd. EUR	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Jahresüberschuß	25.053	22.580	28.172	29.793	30.156
- Ergebnisanteile Dritter	-2.800	-2.800	-2.800	-2.800	-2.800
+ Abschreibungen	-8.000	0	0	0	0
+ Zunahme Rückstellungen	-7.659	0	-5.000	-3.500	0
+ Zunahme SoPo	0	0	0	0	0
- Zunahme Net Working Capital	1.341	2.020	1.626	242	246
- Zunahme lat. Steuern u. RAP	-4.642	-4.230	-5.162	-5.432	-5.493
- 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
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	15.495	27.590	29.509	34.283	38.203
- Investitionen AV	150.000	0	0	0	0
+ Einnahmen aus Anlagenabgängen	0	0	0	0	0
Cash Flow aus Investitionen	-150.000	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	-4.947	-7.420	-1.828	-207	0
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	112.274	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	30.000	30.000
Cash Flow aus Finanzierung	77.327	-37.420	-31.828	-30.207	-30.000
Finanzmittelbestand Anfang	150.275	93.096	83.266	80.947	85.023
Veränderung Finanzmittel	-57.179	-9.831	-2.319	4.076	8.203
Finanzmittelbestand Ende	93.096	83.266	80.947	85.023	93.226

Quelle: HSH Nordbank AG

Economic Value Added

in Tsd. EUR	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatz	71.840	81.691	89.621	90.803	92.004	93.384	94.784	96.206	97.649
EBIT	67.017	67.017	74.502	76.626	77.702	79.147	80.619	82.117	83.495
- cash operating taxes	-12.733	-13.008	-13.941	-14.211	-14.450	-14.507	0	0	0
+Bereinigungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nopat	54.284	54.008	60.562	62.415	63.251	64.641	80.619	82.117	83.495
Invested Capital Jahresanfang	1.288.749	1.398.876	1.394.255	1.395.227	1.397.820	1.400.777	1.401.115	1.412.609	1.414.107
Invested Capital Jahresende	1.398.876	1.394.255	1.395.227	1.397.820	1.400.777	1.401.115	1.412.609	1.414.107	1.415.485
Invested Capital Durchschnitt	1.343.812	1.396.565	1.394.741	1.396.524	1.399.299	1.400.946	1.406.862	1.413.358	1.414.796
Capital Charge (IC*WACC)	72.084	72.616	72.653	72.902	73.778	74.144	82.014	82.508	82.616
ROIC in %	4,04	3,87	4,34	4,47	4,52	4,61	5,73	5,81	5,90
WACC in %	5,36	5,20	5,21	5,22	5,27	5,29	5,83	5,84	5,84
Spread ROIC - WACC in %	-1,32	-1,33	-0,87	-0,75	-0,75	-0,68	-0,10	-0,03	0,06
EVA	-17.800	-18.608	-12.091	-10.487	-10.527	-9.503	-1.395	-391	879
WACC in %	5,36	5,20	5,21	5,22	5,27	5,29	5,83	5,84	5,84
Diskontfaktoren	0,98	0,93	0,89	0,84	0,80	0,76	0,72	0,68	0,64
Barwerte	-17.442	-17.332	-10.705	-8.824	-8.414	-7.214	-1.001	-265	563

Quelle: HSH Nordbank AG

Barwerte Planungsphase	-70.634
Barwert Terminal Value	11.746
Market Value Added	-58.888
+ Invested Capital	1.288.749
= Enterprise Value	1.229.861
+ Liquide Mittel am Jahresanfang	150.275
- Verschuldung am Jahresanfang	604.337
- Anteile Dritter am Jahresanfang	49.271
- Barwert Leasing	0
- Pensionsrückstellungen am Jahresanfang	0
Shareholder Value in Tsd. EUR	726.528
Anzahl ausstehende Aktien in Tsd.	15.625
Shareholder Value je Aktie in EUR	46,50

Quelle: HSH Nordbank AG

Zinsannahmen	
Risikofreier Zins in %	6,0%
Risikoprämie in %	2,9%
Beta	0,25
EK-Zins	6,7%
EK-Gewicht	56,2%
FK-Zins vor Steuern	4,9%
WACC in 2005	5,4%

Quelle: HSH Nordbank AG

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[®]) 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 [®])	Wertzuwachs bzw. -abbau
EVA [®] 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

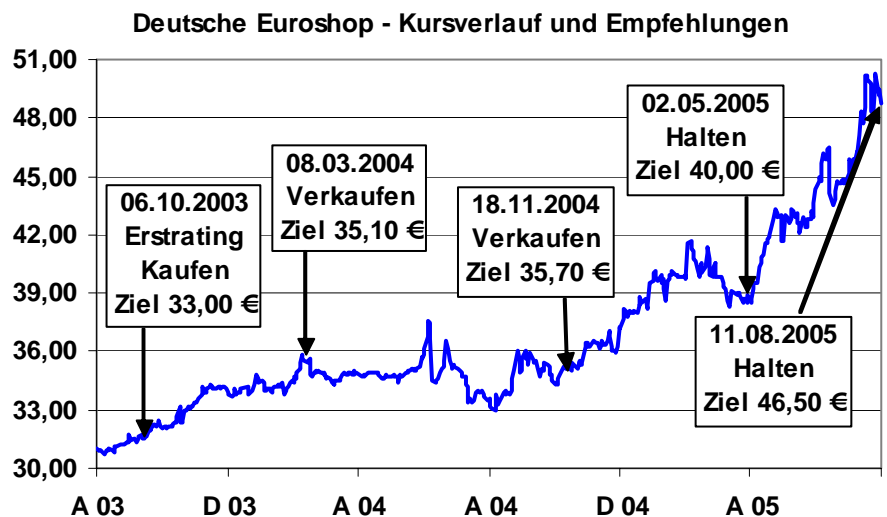
Rechtliche Hinweise

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

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

Ihre Ansprechpartner

Aktien-Research

Energy-Research

Telefon: (040) 3333-

Wind-Energie Arndt Krakau -11548
Stefan Gäde -12029

Oil & Gas Andy Sommer -12064

Immobilien-Research Stefan Goronczy -12023
Steffen Wollnik -11928

Sales 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.