

Deutsche EuroShop AG

Quartalszahlen – Neue Shoppingcenter – Kapitalerhöhung

Halten

Vorher: Halten

Immobilien

Branche

Europa

Investitionsfokus

44,78 EUR (open)

aktueller Kurs

niedrig

Anlagerisiko

46,00 EUR

Kursziel

Bitte Disclaimer auf letzter Seite beachten.



Quelle: Bloomberg

Bewertung je Aktie in EUR

NAV 2004	43,96
Fair Value	46,00
52-Wochen-Hoch	50,30
52-Wochen-Tief	35,93

Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
EPRA	-9,6	-6,4	-5,3
MDAX	-8,6	-12,0	-6,8

Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	773
Anzahl Aktien (Mio.)	17,188
Umsatz p.a. (Mio. EUR)	418
Volatilität in % p.a.	16,3
Bloomberg	DEQ GR
ISIN:	DE0007480204

Anteilseigner

Familie Otto:	ca. 20 %
Streubesitz:	ca. 80 %

Analyst

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

Zusammenfassung

Die Deutsche EuroShop hat die Geschäftsergebnisse für das erste bis dritte Quartal 2005 veröffentlicht. Die Zahlen liegen im Rahmen der Erwartungen. Der Umsatz erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um 18% auf 35,3 Mio. EUR. Die Beteiligungserträge nahmen leicht um 0,4 Mio. EUR auf 3,6 Mio. EUR zu. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) ist um 8% auf 42,9 Mio. EUR gestiegen. Der Konzernperiodenüberschuss fiel hingegen um 9% auf 13,7 Mio. EUR. Erwartet wurden ebenfalls 13,7 Mio. EUR. Bei der Bekanntgabe der Geschäftszahlen hat der Vorstand eine Erhöhung der Dividende von 1,92 EUR auf 2,00 EUR pro Aktie in Aussicht gestellt.

Mit der Bekanntgabe der Geschäftszahlen hat die Deutsche EuroShop die Übernahme von 94,9 % der Anteile am Rathaus-Center in Dessau zum 1. Januar 2006 angekündigt. Das Investitionsvolumen beläuft sich auf über 100 Mio. EUR. Des Weiteren erweitert die Deutsche EuroShop zum Jahresende 2005 für über 20 Mio. EUR ihre Beteiligungen am Main-Taunus-Zentrum von 37,4% auf 43,1 %, am Rhein-Neckar-Zentrum und am Center Shopping Etrembières von jeweils 92,8% auf 99,8 %. Darüber hinaus soll bis zum Jahresende 2005 eine weitere Akquisition in Deutschland mit einem Volumen von rund 80 Mio. EUR realisiert werden.

Zur Finanzierung der getätigten bzw. geplanten Akquisitionen hat die Deutsche EuroShop 1.562.499 neue Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung ausgegeben. Der Preis betrug 43 EUR je Aktie. Damit hat die Gesellschaft einen Bruttoemissionserlös von 67,2 Mio. EUR erzielt. Die Anzahl der ausgegebenen Aktien stieg um 10% von rund 15,6 Mio. auf 17,2 Mio.

Auf Basis der neuen Informationen und Annahmen haben wir unsere Planungsrechnung modifiziert und anhand der Economic Value Added-Analyse (EVA[®]) einen fairen Unternehmenswert von 46,00 EUR je Aktie ermittelt. Aufgrund der vergleichsweise geringen Volatilität schätzen wir das Anlagerisiko als niedrig ein. Unsere Einstufung belassen wir bei Halten.

Kennzahlen in Tsd. EUR	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatzerlöse	61.421	71.840	84.498	90.906	95.984	98.239
EBIT	62.513	69.821	72.220	78.249	85.227	88.448
Zinsergebnis	-25.312	-30.786	-34.205	-34.134	-33.936	-33.647
Ergebnis vor Steuern	37.201	39.035	38.015	44.115	51.291	54.800
Jahresüberschuss	27.736	26.476	26.512	31.087	36.468	39.100
Ergebnis je Aktie	1,78	1,54	1,54	1,81	2,12	2,27
Dividende je Aktie	1,92	2,00	2,00	2,00	2,12	2,27

Quelle: Deutsche EuroShop, HSH Nordbank

Unternehmensbeschreibung

Die Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Immobilienaktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Das Portfolio umfasst mittlerweile 15 Objekte, davon 10 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.

Das Unternehmen betreibt keine Buy-and-Sell-Strategie. Die Unternehmensziele sind die Erwirtschaftung eines hohen Cash Flow, der als Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet wird, sowie eine langfristige Wertsteigerung des Portfolios. Da die Dividende steuerlich eine Eigenkapitalrückzahlung darstellt, ist sie noch einige Jahre steuerfrei.

Neunmonatszahlen

Die Deutsche EuroShop hat die Geschäftsergebnisse für das erste bis dritte Quartal 2005 veröffentlicht. Die Zahlen liegen im Rahmen der Erwartungen. Der Umsatz erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um 18% auf 35,3 Mio. EUR. Während die neu eröffneten Shoppingcenter in Wetzlar, Hamburg-Harburg und Pécs zur Erlösverbesserung beitrugen (+9,6 Mio. EUR), hat der Verkauf des Shoppingcenters in Udine die Mieteinnahmen negativ beeinflusst (-2,5 Mio. EUR). Bereinigt um die Erlösbeiträge der Zu- und Abgänge ist der Umsatz um 2% bzw. 0,9 Mio. EUR gestiegen. Die Beteiligungserträge haben sich leicht um 0,4 Mio. EUR auf 3,6 Mio. EUR erhöht.

Die sonstigen betrieblichen Erträge fielen im Vergleich zur Vorjahresperiode um 6,4 Mio. EUR geringer aus, da im Vorjahr in dieser Position ein Veräußerungsgewinn in Höhe von 4,8 Mio. EUR enthalten war. Des Weiteren wurden im Vorjahr 2,1 Mio. EUR Währungsgewinne ausgewiesen, die durch die Volatilität des ungarischen Forint im laufenden Geschäftsjahr in Währungsverluste umgeschlagen sind. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen gingen aufgrund der geringeren Anzahl der im Bau befindlichen Objekte und der daraus resultierenden Einmalaufwendungen um 1,6 Mio. EUR auf 11,1 Mio. EUR zurück. Insgesamt ist das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) um 8% auf 42,9 Mio. EUR gestiegen.

Das negative Zinsergebnis ist investitionsbedingt um 5,0 Mio. EUR auf 23,6 Mio. EUR gewachsen. Nach Steuern und Anteilen Dritter beträgt der Konzernperiodenüberschuss 13,7 Mio. EUR (-9%). Erwartet wurden ebenfalls 13,7 Mio. EUR. Bei der Bekanntgabe der Geschäftszahlen hat der Vorstand eine Erhöhung der Dividende von 1,92 EUR auf 2,00 EUR pro Aktie in Aussicht gestellt.

Aktuelle und geplante Akquisitionen in Höhe von knapp 210 Mio. EUR

Mit der Bekanntgabe der Geschäftszahlen hat die Deutsche EuroShop die Übernahme von 94,9 % der Anteile am Rathaus-Center in Dessau zum 1. Januar 2006 angekündigt. Das Investitionsvolumen beläuft sich auf über

100 Mio. EUR. Die Anfangsrendite liegt bei 7%. Die Einzelhandelsfläche beträgt ca. 25.000 m². Sämtliche Ladenflächen sind langfristig vermietet. Des Weiteren verfügt das Center über rund 5.000 m² Bürofläche. Insgesamt liegt der Vermietungsgrad bei 98%. Das Rathaus-Center wurde zwischen 1993 und 1995 errichtet und befindet sich im Zentrum der Stadt Dessau. Im Einzugsgebiet des von der ECE Projektmanagement betreuten Shoppingcenters leben 420.000 Menschen.

Zudem stockt die Deutsche EuroShop zum Jahresende 2005 für über 20 Mio. EUR ihre Beteiligungen am Main-Taunus-Zentrum von 37,4% auf 43,1%, am Rhein-Neckar-Zentrum und am Center Shopping Etrembières von jeweils 92,8% auf 99,8% auf. Darüber hinaus soll bis zum Jahresende 2005 eine Akquisition in Deutschland mit einem Volumen von rund 80 Mio. EUR realisiert werden.

Die Akquisitionen zeigen, dass sich die Deutsche EuroShop immer stärker auf den deutschen Markt fokussiert. Es ist daher zu erwarten, dass sich das Unternehmen bei weiteren Portfolioumstrukturierungen von den Shoppingcentern in Frankreich oder Italien trennt. Interessant bleiben dürften die osteuropäischen Märkte. Allerdings hat der zunehmende Wettbewerb die Renditen sinken lassen.

Vor dem Hintergrund der geplanten REIT-Einführung scheint ein erhöhtes Engagement in Deutschland sinnvoll. Dagegen spricht allerdings die schwache Einzelhandelsnachfrage in Deutschland. Shoppingcenter haben jedoch in der jüngsten Vergangenheit eine Art Sonderkonjunktur erlebt, die u.E. auch noch anhalten wird. Zudem ist die Deutsche EuroShop aufgrund der zumeist langfristigen Mietverträge vergleichsweise gering von der aktuellen Konsumflaute betroffen. Dies gilt auch für das Shoppingcenter in Dessau. Über 85% der Mietverträge müssen erst nach 2010 neu verhandelt werden. Dennoch schätzen wir das Investitionsrisiko in Dessau im Vergleich zum übrigen Portfolio etwas höher ein. Dies zeigt, dass die Alternativen für zukünftige Investitionen weniger werden.

Kapitalerhöhung

Zur Finanzierung der getätigten bzw. geplanten Akquisitionen hat die Deutsche EuroShop AG 1.562.499 neue Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung ausgegeben. Diese wurden unter Ausschluss des Bezugsrechts bei institutionellen Investoren mittels einer Privatplatzierung in Deutschland, dem europäischen Ausland und den USA platziert. Der Preis betrug 43 EUR je Aktie. Damit hat die Gesellschaft einen Bruttoemissionserlös von 67,2 Mio. EUR erzielt. Die Anzahl der ausgegebenen Aktien stieg um 10% von rund 15,6 Mio. auf 17,2 Mio.

Da die Deutsche EuroShop ihren Free Cash Flow komplett an die Aktionäre ausschüttet, kann sie nicht aus eigener Kraft wachsen. Dennoch hat die Geschäftsleitung die Akquisition von etwa 2-3 Shoppingcenter pro Jahr angekündigt. Eine Kapitalerhöhung war daher seit längerem erwartet worden. Da der nun realisierte Emissionserlös durch die Akquisitionen des laufenden Geschäftsjahres im Wesentlichen aufgebraucht ist, sind für zukünftige

tiges Wachstum weitere Kapitalerhöhungen erforderlich. Nach Unternehmensinformationen verlief die erste nun vollzogene Erhöhung mit einer zweifachen Überzeichnung recht erfolgreich. Einzelhandelsflächen in Shoppingcenter erfreuen sich aktuell einer vergleichsweise großen Beliebtheit. Zumindest mittelfristig erwarten wir eine Fortsetzung dieses Trends. Investoren werden daher u.E. weiterhin entsprechende Anlagemöglichkeiten suchen.

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 liegen überwiegend an gefragten Standorten 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 knapp unter 20% an der Deutschen EuroShop hält.
- Die Ertragslage ist abhängig prinzipiell 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. Da sich die Deutsche EuroShop zunehmend auf den deutschen Markt konzentriert, hat sich dieses Risiko in der jüngsten Vergangenheit erhöht.
- 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 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 98 Mio. EUR. Dazu tragen zum einen die City-Arkaden in Klagenfurt, die im Frühjahr 2006 eröffnet werden sollen, und das Rathaus-Center Dessau bei, zum anderen Mieterlöse aus den noch zu tätigen Investitionen von etwa 80 Mio. EUR. Bisher sind wir von einem Umsatzanstieg auf etwa 92 Mio. EUR bis 2009 ausgegangen. Dem lag jedoch ein Investitionsvolumen von etwa 125 Mio. EUR zugrunde. Mittlerweile plant die Deutsche EuroShop jedoch etwa 210 Mio. EUR zu investieren. Das Beteiligungsergebnis dürfte sich in den kommenden Jahren bei 4,8 bis 6,5 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, die sich jedoch sukzessive reduziert. 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 39,0 Mio. EUR im Jahr 2005 auf 55,4 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.

Bewertung

Auf Basis der neuen Informationen und der modifizierten Planungsrechnung haben wir anhand der Economic Value Added-Analyse (EVA[®]) einen fairen Wert von 46,00 EUR je Aktie ermittelt. Dieses liegt mit 0,50 EUR knapp unter dem bisher berechneten fairen Wert. Aufgrund der vergleichsweise geringen Volatilität schätzen wir das Anlagerisiko als niedrig ein. Unsere Einstufung belassen wir bei Halten.

GuV

per 31.12. in Tsd. EUR	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatzerlöse	57.879	61.421	71.840	84.498	90.906	95.984	98.239
Personalkosten	756	813	800	925	939	953	967
Sonst. Betriebl. Ertrag	1.043	9.343	1.300	0	0	0	0
Sonst. Betriebl. Aufwand	17.629	19.259	14.650	16.710	16.954	15.357	14.736
sonstige Steuern	1.057	982	718	845	909	960	982
Beteiligungsergebnis	3.485	4.799	4.849	6.202	6.145	6.514	6.894
(+)Ab- bzw. (-)Zuschreibungen	-5.537	-8.004	-8.000	0	0	0	0
EBIT	48.502	62.513	69.821	72.220	78.249	85.227	88.448
Zinserträge	4.887	2.649	1.951	1.655	1.726	1.924	2.213
Zinsaufwand	26.571	27.961	32.736	35.860	35.860	35.860	35.860
Zinsergebnis	-21.684	-25.312	-30.786	-34.205	-34.134	-33.936	-33.647
Ergebnis vor Steuern	26.818	37.201	39.035	38.015	44.115	51.291	54.800
EE-Steueraufwand	7.443	10.774	9.759	9.504	11.029	12.823	13.700
Ergebnis nach Steuern	19.375	26.427	29.276	28.512	33.087	38.468	41.100
Ergebnisanteile Dritter	-356	1.309	-2.800	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
Außerordentliches Ergebnis	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss	19.019	27.736	26.476	26.512	31.087	36.468	39.100
Anzahl der Aktien in Tsd.	15.625	15.625	17.187	17.187	17.187	17.187	17.187
Ergebnis je Aktie	1,22	1,78	1,54	1,54	1,81	2,12	2,27
Dividende je Aktie	1,92	1,92	2,00	2,00	2,00	2,12	2,27

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	1.319.570	1.319.570	1.319.570	1.319.570	1.319.570
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	1.421.251	1.421.251	1.421.251	1.421.251	1.421.251
Umlaufvermögen							
Vorräte	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus L&L	2.066	1.985	2.155	2.535	2.727	2.880	2.947
Sonst. Forderungen und Vermögensgegenstände	40.958	14.697	14.368	16.900	18.181	19.197	19.648
Liquide Mittel u. Wertpapiere	101.988	150.275	109.810	110.855	119.282	137.251	157.752
	145.012	166.957	126.333	130.290	140.191	159.327	180.348
RAP	0	0	0	0	0	0	0
aktive latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0
	1.240.456	1.370.208	1.547.584	1.551.541	1.561.442	1.580.578	1.601.599
Eigenkapital							
Gezeichnetes Kapital	20.000	20.000	22.000	22.000	22.000	22.000	22.000
Kapitalrücklage	507.365	496.363	557.839	549.976	546.687	548.781	551.413
Gewinnrücklage und Bilanzgewinn	111.588	118.778	118.778	118.778	118.778	120.871	123.503
Eigenkapitalanteile Dritter	56.348	49.271	42.071	44.071	46.071	48.071	50.071
	695.301	684.412	740.688	734.825	733.536	739.723	746.987
Verbindlichkeiten							
Rückstellungen	8.012	21.487	6.828	6.828	6.828	6.828	6.828
Finanzverbindlichkeiten	481.412	604.251	731.837	731.837	731.837	731.837	731.837
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	2.112	2.273	2.400	2.456
sonstige Verbindlichkeiten	8.273	4.640	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
	501.569	634.120	745.461	745.778	745.938	746.065	746.121
RAP	0	0	0	0	0	0	0
passive latente Steuern	43.586	51.676	61.435	70.939	81.967	94.790	108.490
Passiva	1.240.456	1.370.208	1.547.584	1.551.541	1.561.442	1.580.578	1.601.599

Quelle: HSH Nordbank AG

Kapitalflussrechnung

per 31.12. in Tsd. EUR	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Jahresüberschuß	26.476	26.512	31.087	36.468	39.100
- Ergebnisanteile Dritter	-2.800	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
+ Abschreibungen	-8.000	0	0	0	0
+ Zunahme Rückstellungen	-14.659	0	0	0	0
+ Zunahme SoPo	0	0	0	0	0
- Zunahme Net Working Capital	1.341	2.595	1.314	1.041	462
- Zunahme lat. Steuern u. RAP	-9.759	-9.504	-11.029	-12.823	-13.700
- 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	15.035	35.420	42.802	50.250	54.338
- Investitionen AV	210.000	0	0	0	0
+ Einnahmen aus Anlagenabgängen	0	0	0	0	0
Cash Flow aus Investitionen	-210.000	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	63.476	-7.863	-3.288	2.093	2.632
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	127.500	0	0	0	0
+ Zunahme stille Beteiligungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Gesellschafterdarlehen	0	0	0	0	0
- Dividendenzahlung	30.000	34.375	34.375	34.375	36.468
Cash Flow aus Finanzierung	160.976	-42.238	-37.663	-32.282	-33.836
Finanzmittelbestand Anfang	150.275	116.286	109.468	114.607	132.575
Veränderung Finanzmittel	-33.989	-6.818	5.138	17.968	20.502
Finanzmittelbestand Ende	116.286	109.468	114.607	132.575	153.077

Quelle: HSH Nordbank AG

Economic Value Added

in Tsd. EUR	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatz	71.840	84.498	90.906	95.984	98.239	100.597	102.911	105.175	107.384
EBIT	69.821	72.220	78.249	85.227	88.448	91.325	94.197	97.059	100.869
- cash operating taxes	-17.943	-18.469	-19.994	-21.788	-22.665	-23.431	0	0	0
+Bereinigungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nopat	51.878	53.752	58.256	63.439	65.783	67.894	94.197	97.059	100.869
Invested Capital Jahresanfang	1.288.749	1.472.525	1.466.662	1.465.373	1.471.560	1.478.824	1.483.422	1.518.698	1.525.045
Invested Capital Jahresende	1.472.525	1.466.662	1.465.373	1.471.560	1.478.824	1.483.422	1.518.698	1.525.045	1.532.877
Invested Capital Durchschnitt	1.380.637	1.469.593	1.466.017	1.468.467	1.475.192	1.481.123	1.501.060	1.521.871	1.528.961
Capital Charge (IC*WACC)	72.212	75.889	75.963	76.360	77.016	77.629	86.737	88.173	88.648
ROIC in %	3,76	3,66	3,97	4,32	4,46	4,58	6,28	6,38	6,60
WACC in %	5,23	5,16	5,18	5,20	5,22	5,24	5,78	5,79	5,80
Spread ROIC - WACC in %	-1,47	-1,51	-1,21	-0,88	-0,76	-0,66	0,50	0,58	0,80
EVA	-20.334	-22.137	-17.707	-12.920	-11.233	-9.735	7.460	8.886	12.221
WACC in %	5,23	5,16	5,18	5,20	5,22	5,24	5,78	5,79	5,80
Diskontfaktoren	0,99	0,94	0,90	0,85	0,81	0,77	0,73	0,69	0,65
Barwerte	-20.201	-20.912	-15.904	-11.031	-9.114	-7.506	5.437	6.122	7.958

Quelle: HSH Nordbank AG

Barwerte Planungsphase	-65.150
Barwert Terminal Value	167.523
Market Value Added in Tsd. EUR	102.373
+ Net Asset Value (NAV) in Tsd. EUR	760.052
Shareholder Value in Tsd. EUR	862.425
Anzahl ausstehende Aktien in Tsd.	18.750
Shareholder Value je Aktie in EUR	46,00
Discount / Premium EVA zum NAV in %	13,47%

Quelle: HSH Nordbank AG

Zinsannahmen	
Risikofreier Zins in %	5,9%
Risikoprämie in %	2,1%
Beta	0,25
EK-Zins	6,4%
EK-Gewicht	56,6%
FK-Zins vor Steuern	4,9%
Steuerquote	25,0%
WACC in 2005	5,2%

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

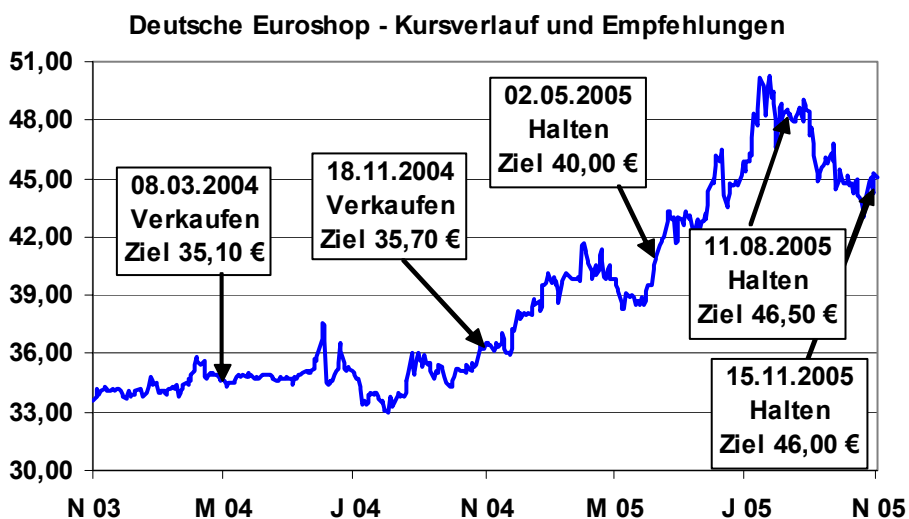
Rechtliche Hinweise

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

			Telefon: (040) 3333-
Aktien-Research	Energy-Research		
	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	Horst Gutbier	(0431) 900-25221

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.