

Deutsche EuroShop

DEQ GR

Geschäftszahlen 2005 – Hohes Bewertungsergebnis

Einzelhandelsimmobilien

Branche

55,89 EUR

Kurs

Mittel

Anlagerisiko

54,00 EUR

Kursziel

Halten

Rating unverändert



Quelle: Bloomberg

Bewertung je Aktie in EUR

Net Asset Value 2005	46,22
Market Value Added	7,78
Fair Value	54,00
52-Wochen-Hoch	58,35
52-Wochen-Tief	41,70

Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
MDAX	-3,7	-4,3	-15,4
EPRA	-4,2	+1,9	-1,8

Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	959
Anzahl Aktien (Mio.)	17,188
Umsatz p.a. (Mio.)	560
Volatilität in % p.a.	19,3
Bloomberg	DEQ GR
ISIN:	DE0007480204

Anteilseigner

Familie Otto:	19%
Streubesitz	81%

Analyst

Steffen Wollnik

Senior Analyst Equity

+49 40 33 33 11928

steffen.wollnik@hsh-nordbank.com

Bitte beachten Sie den Disclosure auf der vorletzten Seite.

Die Deutsche EuroShop hat die Geschäftsergebnisse für das Geschäftsjahr 2005 veröffentlicht. Die Zahlen liegen mit Ausnahme des Bewertungsergebnisses im Rahmen der Erwartungen. Dieses wurde deutlich übertroffen. Der Umsatz erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um 17,4% auf 72,1 Mio. EUR. Das EBIT ist um 15,6% auf 57,5 Mio. EUR gestiegen. Nach Steuern beträgt das Konzernergebnis 61,7 Mio. EUR (Vorjahr: 26,4 Mio. EUR). Davon entfallen auf die Konzernaktionäre 48,7 Mio. EUR. Die Dividende soll von 1,92 EUR auf 2,00 EUR je Aktie erhöht werden. Der NAV ist um 5% auf 46,22 EUR gestiegen.

Hervorzuheben ist das Bewertungsergebnis. Es stieg im Vorjahresvergleich von 8,0 Mio. EUR auf 49,9 Mio. EUR. Die neu eröffneten Center in Hamburg und Wetzlar wurden erstmals mit dem Verkehrswert angesetzt. Hieraus konnten Bewertungsgewinne in Höhe von 33,8 Mio. EUR verbucht werden. Aber auch die Bewertungen der Bestandsobjekte haben zu höheren Bucherträgen im Konzern geführt.

Mit der Veröffentlichung der Geschäftszahlen wurde auch der Verkauf des Shoppingcenters Etrembières in Annemasse bekannt gegeben.

Auf Basis der neuen Informationen und der modifizierten Planungsrechnung haben wir anhand der Economic Value Added-Analyse (EVA[®]) einen fairen Wert von 54,00 EUR je Aktie ermittelt. Dieser liegt mit 8,00 EUR deutlich über dem bisher berechneten fairen Wert. Die Gründe sind zum einen eine stärker als erwartet anziehende Konjunktur, zum anderen das zukünftige Potenzial bei der Bewertung des Portfolios. Die noch anstehenden Neubewertungen für die Shoppingcenter in Klagenfurt, Dessau und Hameln sowie die Folgebewertungen des Portfolios werden zu einem weiteren Anstieg des NAV führen.

Aufgrund der gestiegenen Volatilität weist die Aktie ein mittleres Anlagerisiko auf. Wir sind bisher von einem niedrigen Risiko ausgegangen. Unsere Einstufung belassen wir bei Halten mit einem Kursziel auf Sicht von 12 Monaten von 54,00 EUR.

Kennzahlen in Tsd. EUR	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatzerlöse	61.421	72.121	92.959	95.756	103.419	107.805	110.500
EBIT	49.758	57.497	76.692	76.116	82.856	87.698	90.051
Finanzergebnis	-20.513	-26.353	-32.866	-34.150	-34.623	-34.562	-34.273
Bewertungsergebnis	8.018	49.948	20.000	9.000	15.000	0	0
EBT	37.263	81.092	63.826	50.966	63.233	53.136	55.779
Jahresüberschuss	27.736	48.705	45.870	36.225	45.425	37.852	39.834
Ergebnis je Aktie	1,78	2,83	2,67	2,11	2,64	2,20	2,32
Dividende je Aktie	1,92	2,00	2,00	2,00	2,00	2,20	2,32

Quelle: Deutsche EuroShop. HSH Nordbank

Unternehmensbeschreibung

Die Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Immobilienaktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Das Portfolio umfasst 14 Objekte, davon 10 in Deutschland und jeweils eins in Italien, Ungarn, Polen und Österreich. Ein weiteres Objekt in Hameln wird derzeit projektiert und voraussichtlich im Frühjahr 2008 eröffnet werden. Die bisherige Beteiligung an einem französischen Shoppingcenter würde kürzlich verkauft. Generell betreibt das Unternehmen jedoch eine Buy-and-Hold-Strategie.

Der derzeitige Immobilienbestand ist zu 99% vermietet. Die Mietverträge sind langfristig konzipiert und indiziert. Das Centermanagement wird an externe Dienstleistungsunternehmen ausgelagert.

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.

Geschäftszahlen 2005

Die Deutsche EuroShop hat die Geschäftsergebnisse für das abgelaufene Geschäftsjahr veröffentlicht. Die Zahlen liegen mit Ausnahme des Bewertungsergebnisses im Rahmen der Erwartungen. Dieses wurde deutlich übertroffen.

Umsatz 2005
72,1 Mio. EUR (+17,4%)

Der Umsatz erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um 17,4% auf 72,1 Mio. EUR. Während die neu eröffneten Shoppingcenter in Wetzlar, Hamburg-Harburg und Pécs zur Erlösverbesserung beitrugen (+11,5 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 3,8% bzw. 2 Mio. EUR gestiegen. Die sonstigen betrieblichen Erträge fielen im Vergleich zur Vorjahresperiode um 7,0 Mio. EUR geringer aus, da im Vorjahr in dieser Position ein Veräußerungsgewinn in Höhe von 4,8 Mio. EUR enthalten war. Des Weiteren wurden 2004 2,0 Mio. EUR Währungsgewinne ausgewiesen.

EBIT 2005
57,5 Mio. (+15,6%)

Zur Erhöhung der Transparenz hat die Deutsche EuroShop die Grundstücksbetriebskosten sowie die Grundstücksverwaltungskosten, die bisher in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthalten waren, separat ausgewiesen. Die Grundstücksbetriebskosten sind gegenüber dem Vorjahr um 3,5 Mio. EUR auf 7,9 Mio. EUR gesunken. Dies liegt vor allem an den niedrigeren Wertberichtigungen auf Mietforderungen und an Einmalkosten für neu eröffnete Shoppingcenter, die im Aufwand des Vorjahres enthalten waren. Die Grundstücksverwaltungskosten haben sich gegenüber 2004 um 3,3% auf 4,5 Mio. EUR erhöht, weil die Kosten für neu eröffnete Objekte hinzukamen. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen gingen um 0,7 Mio. EUR auf 4,6 Mio. EUR zurück. Während Währungsverluste das Ergebnis mit 1,0 Mio. EUR belasteten, trugen geringere Finanzierungsvermittlungshonorare zur Entlastung in Höhe von 1,8 Mio.

EUR bei. Insgesamt ist das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) um 15,6% auf 57,5 Mio. EUR gestiegen.

Das negative Zinsergebnis ist investitionsbedingt um 6,0 Mio. EUR auf 31,4 Mio. EUR gewachsen. Die Beteiligungserträge haben sich leicht um 0,2 Mio. EUR auf 5,0 Mio. EUR erhöht. Das Bewertungsergebnis stieg im Vorjahresvergleich von 8,0 Mio. EUR auf 49,9 Mio. EUR. Das lag im Wesentlichen daran, dass die neu eröffneten Center in Hamburg und Wetzlar erstmals mit dem Verkehrswert angesetzt wurden. Hieraus konnten Bewertungsgewinne in Höhe von 33,8 Mio. EUR verbucht werden. Aber auch die Bewertungen der Bestandsobjekte haben zu höheren Bucherträgen im Konzern geführt.

Ergebnis je Aktie 2005: 2,83 EUR
(verwässert)

Dividende je Aktie 2005: 2,00 EUR

NAV/Aktie 2005: 46,22 (+5%)

Verkauf des Center in Frankreich

Das Ergebnis vor Steuern stieg von 37,3 Mio. EUR um 117,6% auf 81,1 Mio. EUR. Nach Steuern beträgt das Konzernergebnis 61,7 Mio. EUR (Vorjahr: 26,4 Mio. EUR). Davon entfallen auf die Konzernaktionäre 48,7 Mio. EUR. Der Gewinn je Aktie liegt bei 3,09 EUR (unverwässert) bzw. 2,83 EUR (verwässert). Die Dividende soll von 1,92 EUR auf 2,00 EUR je Aktie erhöht werden. Der Net Asset Value ist von 43,96 EUR je Aktie auf 46,22 EUR gestiegen.

Mit der Veröffentlichung der Geschäftszahlen wurde auch der Verkauf des französischen Shoppingcenters Etrembières in Annemasse bekannt gegeben. Die Gesellschaft erwartet aus dieser Transaktion im 2. Quartal 2006 einen zusätzlichen Ergebnisbeitrag von mindestens 3,5 Mio. EUR nach Steuern.

Marktumfeld Einzelhandel und Konsequenzen für die Deutsche EuroShop

Stimmung im Einzelhandel ist besser als die Lage.

Den Prognosen der Wirtschaftsforschungsinstitute zufolge wird die deutsche Wirtschaft 2006 stärker wachsen als während der letzten fünf Jahre. Die Stimmung der Verbraucher hat sich bereits verbessert. Infolge dessen ist mit höheren Konsumausgaben im laufenden Jahr zu rechnen. Allerdings ist die Stimmung möglicherweise besser als die aktuelle Lage. Dies zeigt zumindest der im April etwas gesunkene Geschäftsklimaindex im Einzelhandel an. Vorsichtig fällt auch die Prognose des Verbandes des Deutschen Einzelhandels für 2006 aus. Dieser rechnet trotz möglicher Vorzieheffekte im Hinblick auf die geplante Mehrwertsteuererhöhung und Mehreinnahmen durch die Fußball-Weltmeisterschaft mit einer nominalen Umsatzsteigerung um ein halbes bis ein Prozent. Die Geschäftsleitung der Deutschen EuroShop äußert sich ebenfalls zurückhaltend und erwartet ein Like-for-like-Wachstum der eigenen Mieterlöse von einem Prozent.

Shoppingcenter sind begehrte Verkaufsflächen. Angebot weitet sich aus.

Trotz der sich nur langsam erholenden Einzelhandelsumsätze verzeichnen qualitativ hochwertige Verkaufsflächen in guter Lage einen stetigen Nachfrageanstieg. Die Situation in den 1b- und Nebenlagen wird dagegen zunehmend kritischer. Ohne eine nennenswerte Aufhellung der Konsumentenstimmung wird dort keine Verbesserung eintreten. Zu den stark nachgefragten Verkaufsflächen zählen die innerstädtischen Shoppingcenter, die die Anforderungen für moderne Präsentationsformen erfüllen. Entsprechend stark weitet sich hier das Angebot aus. Im Jahr 2004 wurden in Deutschland elf Shoppingcenter fertig gestellt,

2005 waren es neun. Bis 2008, so schätzt das EuroHandelsinstitut, Köln, sollen weitere 58 neue Center mit 1,7 Mio. m² auf den Markt kommen. Wir nehmen daher an, dass aufgrund eines sich mittelfristig verbessernden Konsumklimas und einer stabilen Nachfrage nach guten Lagen das Mietwachstum sich etwas beschleunigen wird, übermäßige Mietsteigerungen sind jedoch bei dem sich stark ausweitendem Angebot nicht zu erwarten.

Internationale Investoren suchen deutsche Einzelhandelsimmobilien.

Geeignete Investitionsobjekte werden rar.

Wert des Portfolios der Deutschen EuroShop steigt.

Die Konsumflaute der Vergangenheit und die lediglich moderaten Zukunftsaussichten halten internationale Investoren nicht davon ab, weiterhin in deutsche Einzelhandelsimmobilien zu investieren. Entsprechend stark sind mittlerweile die Renditen gesunken. Das zunehmende Interesse an deutschen Einzelhandelsimmobilien macht es auch für die Deutsche EuroShop schwierig, lukrative Investitionsmöglichkeiten zu finden. Trotz des gestiegenen Aktienkurses plant die Geschäftsleitung vorerst keine weitere Kapitalerhöhung, um den Anlage-Druck nicht zu groß werden zu lassen. Ungeachtet dessen sollen mit den bestehenden Mitteln dieses Jahr 100 bis 150 Mio. EUR investiert werden.

Durch die starke Investorennachfrage nach Einzelhandelsimmobilien steigt allerdings auch der Wert des Portfolios der Deutschen EuroShop. Auskunftsgemäß rechnen die Gutachter von Feri und GfK Prisma bei der Bewertung der Shoppingcenter jedoch mit unveränderten Kapitalisierungsraten. Wertsteigerungen kommen daher im Wesentlichen nur durch Mietsteigerungen zustande, so dass die Gefahr einer Abwertung bei sich konsolidierenden Investmentmärkten begrenzt ist.

Planungsrechnung

Umsatz 2006
92 Mio. EUR (+29%)

Wir haben unsere GuV- und Bilanzplanung für die nächsten fünf Jahre entsprechend den neuen Informationen und Annahmen modifiziert. Nach einem Umsatz von 72,1 Mio. EUR im Jahr 2005 erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr eine Steigerung auf knapp 93 Mio. EUR. Eine wesentliche Ursache für diesen Anstieg ist die veränderte Konsolidierung des Main-Taunus-Zentrums. Nachdem die Deutsche EuroShop Ende 2005 ihre Beteiligung von 37,4% auf 43,1% aufgestockt hat, wird das Center ab dem laufendem Geschäftsjahr quotal konsolidiert. Die Mieteinnahmen werden daher nicht mehr im Beteiligungsergebnis ausgewiesen, sondern bei den Umsatzerlösen anteilig verbucht. Darüber hinaus tragen die neuen Shoppingcenter in Dessau und Klagenfurt zur Erhöhung des Umsatzes bei. Vermindert wird dieser durch den Verkauf des französischen Einkaufszentrums. Aufgrund des noch unklaren Konsumklimas rechnen wir für 2006 mit einem organischen Wachstum von 1,5%. Dies ist zwar mehr als die Deutsche EuroShop erwartet, u.E. aber immer noch konservativ.

Für das Geschäftsjahr 2007 erwarten wir ein deutlich schwächeres Wachstum. Obwohl die Deutsche EuroShop auch in 2006 wieder Investitionen in Höhe von 100 bis 150 Mio. EUR plant, integrieren wir daraus resultierende Umsatzbeiträge nicht in unsere Planungsrechnung. Zum einen können die Investitionsvorhaben aufgrund des angespannten Investmentmarktes verschoben werden, zum anderen kann eine neue Beteiligung sofort oder im Falle einer Projektentwick-

lung erst 2 bis 3 Jahre später den Umsatz erhöhen. Neben dem organischen Wachstum wird lediglich die Tatsache, dass die City-Arkaden in Klagenfurt zum ersten Mal für ein komplettes Geschäftsjahr zum Umsatz beitragen werden, zu einer Erhöhung im Jahr 2007 führen. Erst durch die Eröffnung der Stadt-Galerie Hameln im Frühjahr 2008 werden die Mieteinnahmen wieder etwas stärker zulegen. Darüber hinaus unterstellen wir mittelfristig eine Erholung des Einzelhandels und darauf aufbauend ein Like-for-like-Wachstum von 2,5% ab 2008. Aufgrund der geplanten Mehrwertsteuererhöhung bleiben wir für 2007 noch bei einem Wachstum von 1,5%.

Durch den Verkauf des französischen Shoppingcenters Etrembières erzielt die Deutsche EuroShop im laufenden Geschäftsjahr einen zusätzlichen Ergebnisbeitrag von 3,5 Mio. EUR nach Steuern.

Wie bereits erwähnt werden die Grundstücksbetriebskosten und die Grundstücksverwaltungskosten in Zukunft separat ausgewiesen. Zu den Grundstücksbetriebskosten zählen im Wesentlichen Instandhaltungen und Reparaturen, Grundsteuer, Versicherungen, Center-Marketing, Infrastrukturkosten, Vermietungskosten und Wertberichtigungen auf Mietforderungen. Nach dem Rückgang im Jahr 2005 auf 7,9 Mio. EUR erwarten wir für 2006 wieder ein Anstieg auf etwa 10 Mio. EUR. Ursache des Anstiegs sind zum einen die neuen Shoppingcenter Dessau und Klagenfurt sowie das nun quotal konsolidierte Main-Taunus-Zentrum, zum anderen die mit der Projektentwicklung in Hameln verbundenen Infrastrukturkosten. Da letztere nach der Eröffnung der Stadt-Galerie Hameln deutlich sinken dürften, reduziert sich der Anteil der Grundstücksbetriebskosten von geschätzten 11% am Umsatz in 2006 auf ca. 9% in 2010. Bei den Grundstücksverwaltungskosten gehen wir von einem konstanten Anteil von 6% am Umsatz aus.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (sbA) umfassen u.a. Personalkosten, Marketingkosten und Gutachterkosten. Des Weiteren beinhalten die sbAs Währungsverluste. Bei der Prognose nehmen wir an, dass sich die Währungsgewinne- und -verluste in Zukunft ausgleichen werden. Für das Jahr 2006 gehen wir von sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von etwa 3,7 Mio. EUR aus, wobei wir die Kosten des abgelaufenen Geschäftsjahres zugrunde gelegt haben. In den kommenden Jahren unterstellen wir lediglich inflationsbedingte Zuwächse.

EBIT 2006
76,7 Mio. EUR (+33%)

Auf Basis dieser Annahmen steigt das EBIT von ca. 76,7 Mio. EUR im Jahr 2006 auf etwa 90,0 Mio. EUR im Jahr 2010.

Finanzergebnis 2006
-26,3 Mio. EUR

Hinsichtlich des Zinsergebnisses rechnen wir investitionsbedingt mit einer Verschlechterung um etwa 3,1 Mio. EUR auf etwa -34,5 Mio. EUR. Das Beteiligungsergebnis reduziert sich im laufenden Jahr um die Erträge des Main-Taunus-Zentrums auf etwa 1,6 Mio. EUR. Wir rechnen bis zum Jahr 2010 mit einem Anstieg auf 1,9 Mio. EUR.

Bewertungsergebnis 2006
20 Mio. EUR

Ende dieses Jahres werden die City-Arkaden in Klagenfurt und das Rathaus-Center in Dessau erstmals bewertet. Die bisher mit Anschaffungs- und Herstellungskosten eingebuchten Center werden anschließend mit den Verkehrswerten bilanziert. Wir schätzen, dass sich daraus ein Gewinn von rund 20 Mio. EUR ergibt. Da im Jahr 2007 lediglich Folgebewertungen anstehen, fällt der geschätzte Ergebnisbeitrag mit 9 Mio. EUR geringer aus. Für das Jahr 2008 rechnen wir infolge der Eröffnung des Centers in Hameln mit einem Bewertungsergebnis von 15 Mio. EUR.

Das Ergebnis vor Steuern wird 2006 unseren Prognosen zufolge 64 Mio. EUR betragen. Ohne das Bewertungsergebnis würde sich das EBT auf knapp 44 Mio. EUR belaufen. Im Jahr 2010 gehen wir von einem Vorsteuerergebnis von 56 Mio. EUR aus.

Ergebnis je Aktie 2006: 2,67 EUR
Dividende je Aktie 2006: 2,00 EUR

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. Bis dahin unterstellen wir einen Steuersatz von 25%. Unter Berücksichtigung von Anteilen Dritten dürfte der Konzernjahresüberschuss 2006 etwa 46 Mio. EUR bzw. 2,67 EUR je Aktie betragen. Bereinigt um das Bewertungsergebnis rechnen wir mit 31 Mio. EUR bzw. 1,80 EUR pro Aktie. Da die Deutsche EuroShop eine Dividendenkontinuität anstrebt erwarten wir 2,00 EUR pro Aktie. Bis 2010 könnte diese jedoch steigen.

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.
- Bei der Bewertung des Immobilienportfolios wurde bisher mit unveränderten Kapitalisierungszinssätzen gerechnet. Aufgrund der aktuellen Marktlage besteht daher noch Potential für weitere Wertzuschreibungen. Andererseits ist

das Abwertungspotential begrenzt, sollte die Investorennachfrage nach deutschen Einzelhandelsimmobilien nachlassen.

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 von der Entwicklung des immer noch schwachen Konsumklimas.
- 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 es nicht zu einer nachhaltigen Erholung der Konjunktur, insbesondere des Konsumverhaltens und damit des Einzelhandels, kommt, 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.
- Steigende Zinsen verteuern die Immobilienfinanzierungen.

Bewertung

Auf Basis der neuen Informationen und der modifizierten Planungsrechnung haben wir anhand der Economic Value Added-Analyse (EVA[®]) einen fairen Wert von 54,00 EUR je Aktie ermittelt. Dieser liegt mit 8,00 EUR deutlich über dem bisher berechneten fairen Wert. Aufgrund der gestiegenen Volatilität weist die Aktie ein mittleres Anlagerisiko auf. Wir sind bisher von einem niedrigen

Risiko ausgegangen. Unsere Einstufung belassen wir bei Halten mit einem Kursziel auf Sicht von 12 Monaten von 54,00 EUR.

Die Gründe für die Anhebung des Kursziels sind zum einen eine stärker als erwartet anziehende Konjunktur, zum anderen das zukünftige Potenzial bei der Bewertung des Portfolios. Für die Jahre 2006 und 2007 gehen wir zwar noch von einem konservativen organischen Umsatzwachstum von 1,5% aus. Mittelfristig unterstellen wir aber einen jährlichen Anstieg von 2,5%. Das zunehmende Angebot an Einzelhandelsfläche macht ein noch höheres organisches Wachstum unwahrscheinlich.

Das hohe Bewertungsergebnis im abgelaufenen Geschäftsjahr hat dazu beigetragen, dass sich der NAV um 5% auf 46,22 EUR erhöht hat. Die noch anstehenden Neubewertungen für die Shoppingcenter in Klagenfurt, Dessau und Hameln sowie die Folgebewertungen des Portfolios werden zu einem weiteren Anstieg führen. Zu beachten ist, dass dabei ein Kapitalisierungszinssatz zur Anwendung kommt, der langfristig orientiert ist und nicht die aktuelle Lage des Investmentmarktes widerspiegelt. Dadurch werden mittelfristig mögliche Abwertungen unwahrscheinlicher.

GuV

per 31.12. in Tsd. EUR	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatzerlöse	61.421	72.121	92.959	95.756	103.419	107.805	110.500
Sonstige betriebliche Erträge	9.343	2.264	3.000	0	0	0	0
Grundstücksbetriebskosten	11.401	7.869	10.000	10.150	10.557	9.780	9.903
Grundstücksverwaltungskosten	4.318	4.461	5.578	5.745	6.205	6.468	6.630
Sonstigen betrieblichen Aufwendungen	5.287	4.558	3.690	3.745	3.801	3.858	3.916
EBIT	49.758	57.497	76.692	76.116	82.856	87.698	90.051
Zinserträge	2.649	2.240	2.253	1.374	1.278	1.474	1.704
Zinsaufwand	27.961	33.594	36.758	37.198	37.638	37.858	37.858
Zinsergebnis	-25.312	-31.354	-34.506	-35.825	-36.361	-36.384	-36.154
Erträge aus Beteiligungen	4.799	5.001	1.639	1.675	1.738	1.822	1.881
Finanzergebnis	-20.513	-26.353	-32.866	-34.150	-34.623	-34.562	-34.273
Bewertungsergebnis	8.018	49.948	20.000	9.000	15.000	0	0
Ergebnis vor Steuern	37.263	81.092	63.826	50.966	63.233	53.136	55.779
EE-Steueraufwand	10.836	19.441	15.957	12.742	15.808	13.284	13.945
Ergebnis nach Steuern	26.427	61.651	47.870	38.225	47.425	39.852	41.834
Ergebnisanteile Dritter	1.309	-12.946	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
Jahresüberschuss	27.736	48.705	45.870	36.225	45.425	37.852	39.834
Ausschüttung	30.000	34.375	34.375	34.375	34.375	37.852	39.834
Bereinigung	0	0	0	0	0	0	0
Bereinigtes Ergebnis	27.736	48.705	45.870	36.225	45.425	37.852	39.834
Anzahl der Aktien in Tsd.	15.625	17.187	17.187	17.187	17.187	17.187	17.187
Ergebnis je Aktie	1,78	2,83	2,67	2,11	2,64	2,20	2,32
Dividende je Aktie	1,92	2,00	2,00	2,00	2,00	2,20	2,32

Quelle: HSH Nordbank AG

Bilanz

per 31.12. in Tsd. EUR	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Langfristiges Vermögen							
Immaterielle Vermögensgegenstände	12	18	18	18	18	18	18
Sachanlagen	183.100	71.912	101.912	137.912	63.912	63.912	63.912
Finanzanlagen	101.669	116.804	116.804	116.804	116.804	116.804	116.804
Immobilienanlagen als Finanzinvestition	918.470	1.138.271	1.230.271	1.239.271	1.336.271	1.336.271	1.336.271
	1.203.251	1.327.005	1.449.005	1.494.005	1.517.005	1.517.005	1.517.005
Kurzfristiges Vermögen							
Forderungen aus L&L	1.985	2.059	2.687	2.681	2.896	3.019	3.094
sonstige kurzfr. Ford. u. Vermögen	14.697	17.302	17.562	17.825	18.092	18.364	18.639
Liquide Mittel	150.275	197.192	103.185	79.965	90.372	106.191	121.046
	166.957	216.553	123.434	100.471	111.360	127.574	142.779
Aktiva	1.370.208	1.543.558	1.572.439	1.594.476	1.628.365	1.644.579	1.659.784
Eigenkapital							
Gezeichnetes Kapital	20.000	21.999	21.999	21.999	21.999	21.999	21.999
Kapitalrücklage	496.363	558.588	558.588	558.588	558.588	558.588	558.588
Gewinnrücklage und Bilanzgewinn	118.778	144.067	155.562	157.411	168.461	171.938	173.920
Eigenkapital Aktionäre	635.141	724.654	736.149	737.998	749.048	752.525	754.507
EK-Anteile Dritter	49.271	62.792	64.792	66.792	68.792	70.792	72.792
	684.412	787.446	800.941	804.790	817.840	823.317	827.299
Langfristige Verbindlichkeiten							
lgfr. Finanzschulden/-kredite	597.576	613.829	646.829	654.829	662.829	662.829	662.829
lgfr. Verbindlichkeiten L&L	0	2.000	0	0	0	0	0
Sonstige lgfr. Verbindlichkeiten	86	544	0	0	0	0	0
passive latente Steuern	51.676	69.826	82.591	92.784	105.431	116.058	127.214
	649.338	686.199	729.420	747.613	768.260	778.887	790.043
Kurzfristige Verbindlichkeiten							
Sonstige kurzfr. Rückstellungen	21.487	9.174	9.174	9.174	9.174	9.174	9.174
gesamt kurzfr. Finanzschulden/-kredite	6.675	50.505	25.505	25.505	25.505	25.505	25.505
kurzfr. Verbindlichkeiten L&L	3.742	6.544	2.399	2.394	2.585	2.695	2.763
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	4.554	3.690	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
	36.458	69.913	42.078	42.073	42.264	42.374	42.442
Passiva	1.370.208	1.543.558	1.572.439	1.594.476	1.628.365	1.644.579	1.659.784

Quelle: HSH Nordbank AG

Kapitalflußrechnung

per 31.12. in Tsd. EUR	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss	45.870	36.225	45.425	37.852	39.834
- Ergebnisanteile Dritter	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
+ Abschreibungen, Amortisation, Neubewertung	-20.000	-9.000	-15.000	0	0
- Zunahme Net Working Capital	3.722	263	290	285	284
- Zunahme Igfr. Forderungen u. sonst. Vermögen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Igfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme sonst. Igfr. Verbindl.	-2.544	0	0	0	0
- Auflösung von abgegrenzten Subventionen	0	0	0	0	0
- Zunahme lat. Steuern u. RAP	-12.765	-10.193	-12.647	-10.627	-11.156
- Gewinne aus Anlagenabgängen	0	0	0	0	0
- at-equity Beteiligungsergebnis	0	0	0	0	0
+/- sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge	0	0	0	0	0
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	34.368	39.155	44.781	50.195	52.706
- Investitionen	142.000	36.000	8.000	0	0
+ Desinvestitionen (Erlös aus Anlagenabgang)	40.000	0	0	0	0
+/- Einzahlungen/Auszahlungen "assets for sale"	0	0	0	0	0
+ Zuführung zu abgegrenzten Subventionen / Investitionszuschüsse	0	0	0	0	0
Cash Flow aus Investitionen	-102.000	-36.000	-8.000	0	0
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	8.000	8.000	8.000	0	0
+ Zunahme stille Beteiligungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Gesellschafterdarlehen	0	0	0	0	0
- Dividendenzahlung	34.375	34.375	34.375	34.375	37.852
Cash Flow aus Finanzierung	-26.375	-26.375	-26.375	-34.375	-37.852
Finanzmittelbestand Anfang	197.192	103.185	79.965	90.372	106.191
Veränderung Finanzmittel	-94.007	-23.220	10.406	15.820	14.854
Finanzmittelbestand Ende	103.185	79.965	90.372	106.191	121.046

Quelle: HSH Nordbank AG

Economic Value Added

in Tsd. EUR	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatz	95.959	95.756	103.419	107.805	110.500	113.263	116.094	118.996	121.971
EBIT	76.692	76.116	82.856	87.698	90.051	92.869	95.771	98.761	101.839
+ implizite Kapitalkosten für Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Zinsanteil Leasingraten	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ planmäßige AfA Immobilien	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- cash operating taxes	-25.146	-22.041	-25.218	-22.749	-23.409	0	0	0	0
+Bereinigungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NOPAT	51.546	54.075	57.638	64.950	66.642	92.869	95.771	98.761	101.839
Invested Capital Jahresanfang	1.324.414	1.452.680	1.497.943	1.521.234	1.521.518	1.521.802	1.521.733	1.521.662	1.521.589
Invested Capital Jahresende	1.452.680	1.497.943	1.521.234	1.521.518	1.521.802	1.521.733	1.521.662	1.521.589	1.521.515
Invested Capital Durchschnitt	1.388.547	1.475.312	1.509.588	1.521.376	1.521.660	1.521.767	1.521.697	1.521.626	1.521.552
Capital Charge (IC*WACC)	76.397	81.351	83.448	84.339	84.675	92.628	92.709	92.740	92.764
ROIC in %	5,27	4,39	4,93	4,39	4,50	6,23	6,42	6,62	6,83
WACC in %	5,50	5,51	5,53	5,54	5,56	6,09	6,09	6,09	6,10
Spread ROIC - WACC in %	-0,23	-1,13	-0,60	-1,15	-1,06	0,14	0,33	0,53	0,73
EVA	-3.212	-16.601	-9.072	-17.567	-16.151	2.169	5.039	8.047	11.152
WACC	5,50	5,51	5,53	5,54	5,56	6,09	6,09	6,09	6,10
Diskontfaktoren	0,96	0,91	0,87	0,82	0,78	0,73	0,69	0,65	0,61
Barwerte	-3.097	-15.174	-7.857	-14.416	-12.555	1.589	3.480	5.239	6.843

Quelle: HSH Nordbank AG

Barwerte Planungsphase	-35.949
+ Barwert Terminal Value	169.674
= Market Value Added in Mio. EUR	133.726
+ Net Asset Value (NAV) in Mio. EUR	794.480
= Shareholder Value in Mio. EUR	928.206
Anzahl ausstehende Aktien in Mio.	17.187
Shareholder Value je Aktie in EUR	54,00
Discount / Premium EVA zum NAV in %	16,8

Quelle: HSH Nordbank AG

Sensitivitätsanalyse in Tsd. EUR

Beta	Terminal Growth		
	1,0%	1,5%	2,0%
0,15	55,82	57,45	59,50
0,25	52,67	54,00	55,66
0,35	49,72	50,79	52,11

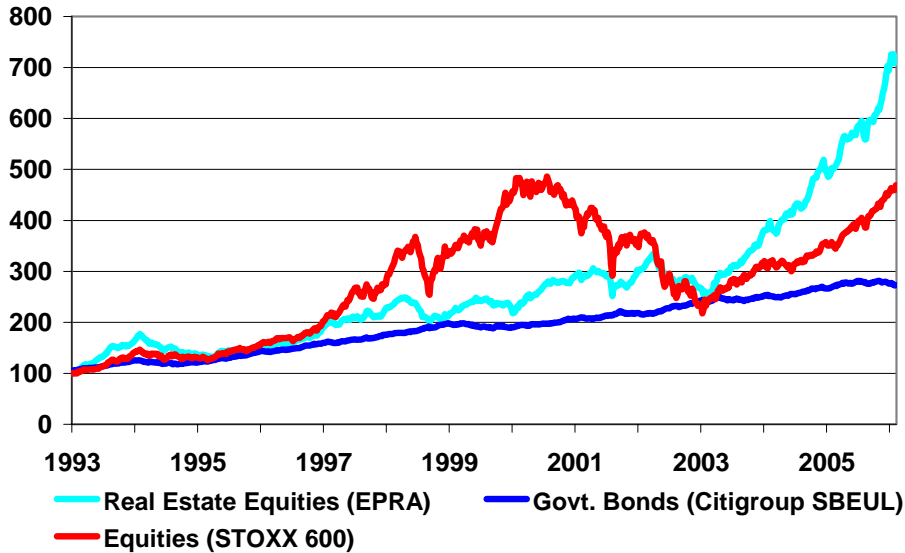
Quelle: HSH Nordbank AG

Zinsannahmen

Risikofreier Zins	5,80
Risikoprämie Markt	2,50
Beta	0,25
EK-Zins	6,43
EK-Gewicht	60
FK-Zins vor Steuern	5,50
Steuerquote	25
WACC in 2006	5,50

Quelle: HSH Nordbank AG

Value-Index European Asset-Classes 1993 - 2006



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

Asset-Class-Analysis*	EPRA	Govt. Bonds	STOXX 600
1993-2006			
Returns p.a.	16,5%	7,6%	13,8%
Volatility p.a.	10,1%	3,9%	16,1%
Sharpe Ratio	1,26	0,99	0,62
2003-2006			
Returns p.a.	33,3%	4,4%	21,5%
Volatility p.a.	10,1%	3,6%	13,2%
Sharpe Ratio	3,08	0,59	1,46

* Performance Indices

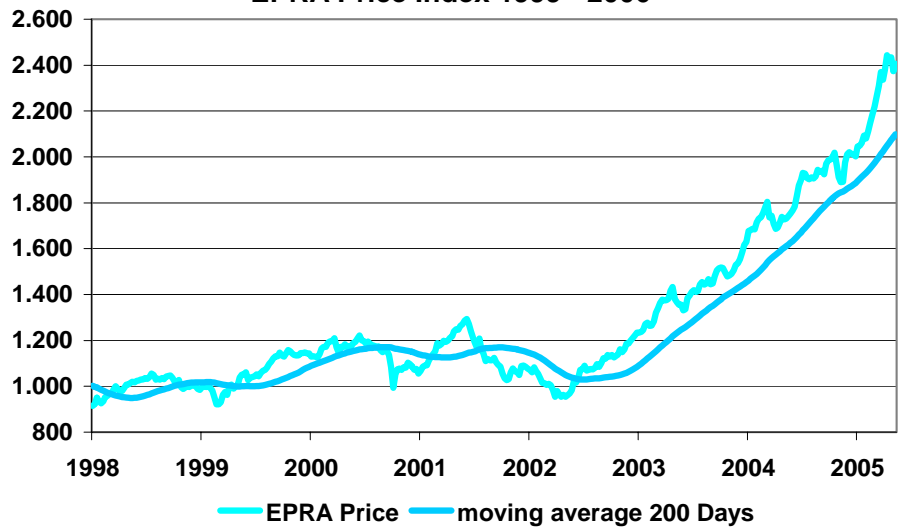
Source: Bloomberg, HSH Nordbank

Correlations*			
1993-2005			
EPRA	1,00		
Govt. Bonds	0,08	1,00	
STOXX 600	0,60	0,00	1,00
2003-2005			
EPRA	1,00		
Govt. Bonds	-0,03	1,00	
STOXX 600	0,50	-0,39	1,00

* Performance Indices

Source: Bloomberg, HSH Nordbank

EPRA Price Index 1999 - 2006



Source: Bloomberg (last price)

European Real Estate Stocks* EPRA TOP 30			Prices 52 Weeks			Performance in %					Dividend Yield in %				EV / EBITDA				Marketcap.	last 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	1.854,00	2.149,00	1.318,00	6,1	29,5	39,4	40,1	20,2	2,33	2,51	2,62	3,09	21,3	20,7	20,5	19,7	12.474	81.598	0,718	
BRITISH LAND CO PLC	UK GBp	1.256,00	1.375,00	800,50	7,2	36,2	53,3	48,8	24,5	1,25	1,38	1,49	1,87	27,4	20,9	20,9	20,0	9.416	53.525	0,724	
UNIBAIL	F EUR	138,10	155,40	95,10	13,8	26,6	43,6	49,8	28,4	2,90	3,10	3,40	3,68	23,1	20,2	18,5	16,1	6.314	20.569	0,303	
RODAMCO EUROPE NV	NL EUR	85,30	92,00	58,00	19,1	30,0	44,0	32,4	21,8	4,01	4,27	4,50	4,94	7,3	21,6	20,1	18,9	7.642	29.676	0,284	
LIBERTY INTERNATIONAL PLC	UK GBp	1.141,00	1.273,00	910,00	7,8	21,1	20,9	29,5	20,8	2,38	2,62	2,85	3,07	23,7	21,7	20,8	19,4	5.585	28.964	0,613	
HAMMERSON PLC	UK GBp	1.164,00	1.334,00	818,00	9,2	25,5	37,0	40,2	20,6	1,69	1,90	2,31	2,56	30,4	27,3	24,5	22,8	4.807	33.375	0,748	
SLOUGH ESTATES PLC	UK GBp	612,00	703,00	474,00	1,9	17,3	28,5	30,5	14,2	2,86	3,02	3,65	3,50	17,4	19,2	18,3	16,4	3.762	13.110	0,868	
METROVACESA SA	ES EUR	72,45	76,70	36,62	28,3	26,7	97,3	66,0	45,2	1,29	2,31	2,54	3,13	37,9	15,8	13,7	15,3	7.430	10.339	0,189	
CORIO NV	NL EUR	50,15	57,35	41,20	0,7	7,3	19,7	32,0	21,5	4,77	5,02	5,20	5,59	14,8	17,4	15,6	13,7	3.366	11.534	0,223	
IMMOFINANZ IMMOBILIEN ANLA	A EUR	8,68	8,81	6,94	2,1	8,9	22,8	13,9	11,7	n.a.	0,00	0,00	0,00	n.a.	11,4	8,4	10,9	2.913	3.518	0,090	
INMOBILIARIA COLONIAL SA	ES EUR	56,60	61,75	38,70	8,0	15,7	40,5	60,6	36,1	n.a.	2,08	2,27	2,31	n.a.	14,7	13,9	13,3	3.349	3.379	0,457	
KLEPIERRE	F EUR	92,95	106,90	72,55	9,2	22,0	25,2	36,5	26,3	2,47	3,19	3,52	3,85	22,2	17,1	15,5	14,1	4.284	8.149	0,142	
IVG IMMOBILIEN AG	D EUR	22,78	25,35	13,30	-1,1	41,6	65,7	52,3	13,3	1,54	1,83	2,10	2,38	16,5	15,0	14,3	14,0	2.624	9.159	0,234	
BRIXTON PLC	UK GBp	487,00	559,75	320,25	5,6	25,5	52,3	39,7	20,8	2,42	2,51	2,90	2,70	22,0	22,0	20,8	22,2	1.901	5.204	0,824	
PSP SWISS PROPERTY AG-REC	CH CHF	65,50	66,00	51,00	11,3	17,1	25,0	22,6	14,2	0,00	3,38	3,51	3,82	24,5	21,6	20,6	24,5	1.952	2.089	0,138	
WERELDHAVE NV	NL EUR	82,70	93,80	73,00	-5,1	2,5	7,6	25,6	16,9	5,50	5,81	6,07	6,44	10,1	15,4	14,9	14,4	1.716	8.906	0,293	
FABEGE AB	S SEK	142,00	177,00	127,00	-5,6	7,1	0,9	44,8	27,6	5,28	5,41	5,56	5,77	15,1	15,3	14,3	13,6	1.476	10.009	0,563	
CASTELLUM AB	S SEK	71,75	88,50	63,25	-2,9	4,2	7,3	39,2	30,1	3,66	4,05	4,44	4,79	18,1	17,4	16,5	15,9	1.325	2.888	0,227	
KUNGSLEDEN AB	S SEK	262,00	311,50	153,81	12,7	24,6	64,7	71,7	56,8	2,68	6,95	5,88	6,18	26,4	18,7	18,3	18,7	1.265	18.376	0,814	
GECINA SA	F EUR	104,10	114,30	86,00	6,7	13,0	19,7	33,9	20,0	3,55	4,11	4,45	4,72	23,5	22,1	20,6	22,7	6.532	5.063	0,162	
QUINTAIN ESTATES & DEV PLC	UK GBp	619,00	721,00	500,00	-8,6	13,0	21,6	39,4	32,0	1,53	1,72	1,96	2,08	n.a.	54,8	46,5	46,2	1.161	3.948	0,750	
DERWENT VALLEY HOLDINGS F	UK GBp	1.576,00	1.787,00	1.058,00	-3,3	17,6	49,1	51,2	17,0	0,87	0,95	1,02	1,07	29,8	27,6	25,9	n.a.	1.221	4.783	0,813	
BENI STABILI SPA	IT EUR	0,92	0,97	0,76	1,4	16,6	16,7	31,0	15,6	2,17	2,71	2,71	2,93	15,3	17,3	16,2	19,3	1.567	2.620	0,298	
SILIC	F EUR	91,40	98,55	71,40	14,6	22,2	25,2	36,8	22,2	3,47	4,06	4,42	4,68	21,9	18,6	15,4	14,0	1.598	1.406	0,302	
CAPITAL & REGIONAL PLC	UK GBp	1.106,00	1.194,00	695,00	14,5	43,9	60,9	67,5	40,3	1,63	1,81	2,02	n.a.	21,8	26,9	42,8	n.a.	1.152	5.223	0,422	
GREAT PORTLAND ESTATES PL	UK GBp	454,50	519,75	321,00	9,0	21,6	39,1	31,5	14,5	2,35	2,48	2,56	2,72	25,6	30,4	28,9	25,4	1.085	3.954	0,587	
EUROCOMMERCIAL PROPERTI-	UK EUR	30,55	33,60	27,00	1,6	-1,0	10,8	21,9	16,7	5,07	n.a.	n.a.	n.a.	7,7	n.a.	n.a.	n.a.	1.075	2.881	0,251	
DEUTSCHE WOHNEN AG-REG	D EUR	261,00	284,99	161,00	14,5	34,6	58,9	27,6	20,0	3,35	3,35	3,35	3,83	44,4	24,4	26,5	25,8	1.044	1.311	0,451	
VASTNED RETAIL NV	NL EUR	65,00	67,50	50,10	12,4	23,8	28,1	28,6	19,0	5,75	5,68	5,88	6,02	14,4	17,2	16,2	16,1	1.086	2.359	0,252	
LONDON MERCHANT SECURITII	UK GBp	269,00	308,00	203,00	0,4	23,0	31,4	42,1	14,0	2,42	2,44	2,47	2,49	31,7	28,8	25,0	23,1	1.277	4.799	0,893	
Average					6,4	20,6	35,2	39,6	23,4	2,83	3,12	3,30	3,58	22,0	21,4	20,5	19,1	3.413	13.091	0,454	

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

Source: Bloomberg (close price), Estimates: IBES

German Real Estate Stocks			Prices 52 Weeks			Performance in %					Dividend Yield in %				EV / EBITDA				Marketcap.	last 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	22,78	25,35	13,30	-1,1	41,6	65,7	52,3	13,3	1,54	1,89	3,39	3,65	18,7	15,4	15,4	15,0	2.624	9.159	0,234	
DEUTSCHE EUROSHOP AG	D EUR	55,89	58,35	40,76	4,9	29,4	29,9	24,6	13,2	3,44	3,58	3,58	3,58	28,6	27,1	20,3	20,5	956	1.065	0,384	
DEUTSCHE WOHNEN AG	D EUR	261,00	284,99	161,00	14,5	34,6	58,9	27,6	20,0	3,35	3,35	3,35	3,35	23,6	27,6	23,7	22,5	1.044	1.311	0,451	
HAMBORNER AG	D EUR	33,05	35,05	24,60	-5,2	11,5	29,6	25,0	12,4	2,72	2,87	3,03	3,33	24,7	27,7	27,4	26,0	251	189	0,457	
DEUTSCHE BEAMTENVORSORC	D EUR	8,05	8,70	7,52	-3,2	-4,2	-4,2	-2,3	-0,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	78	n.a.	0,160	
TAG TEGERNSEE IMMOBIEN	D EUR	9,92	10,10	6,43	16,2	14,5	52,0	19,2	-24,2	n.a.	1,01	1,01	1,01	n.a.	22,7	20,4	20,4	125	359	n.a.	
Average					4,4	21,2	38,7	24,4	5,7	2,76	2,54	2,87	2,98	23,9	24,1	21,4	20,9	846	2.417	0,337	

* based on domestic Main Index

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

HSH Nordbank Coverages of Real Estate stocks	Invest- ment		Rating last change	Price* at time of publishing	Fair Value	estimate Price	Yield in % Dividend	Yield in % Total	current		Disc./ Prem.
	Risk	Rating							last Price	NAV	
IVG Immobilien	middle	buy	04/2006 rating up	23,96	27,20	13,5	1,5	15,1	22,78	18,00	26,6
TAG Tegernsee	high	hold	06/2005 rating down	7,20	8,00	11,1	0,0	11,1	9,92	11,00	-9,8
Deutsche Euroshop	middle	hold	05/2006 price target up	55,89	54,00	-3,4	3,6	0,2	55,89	46,22	20,9
Deutsche Wohnen	middle	sell	06/2005 rating down	184,50	166,00	-10,0	4,7	-5,3	261,00	189,32	37,9

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

Source: HSH Nordbank

year	best and worst Investments* since 1993				EU Govt.	
	EPRA	DAX 100	STOXX 600	REXP	Bonds	
1993	62,5%	46,3%	40,7%	14,7%	25,2%	
1994	-14,4%	-5,6%	-6,4%	-2,5%	-3,4%	
1995	6,9%	6,3%	17,2%	16,7%	17,2%	
1996	21,2%	24,6%	24,5%	6,8%	11,3%	
1997	18,6%	46,4%	43,1%	7,1%	9,9%	
1998	-1,8%	14,3%	19,7%	11,5%	12,9%	
1999	12,6%	35,3%	38,2%	-1,9%	-2,3%	
2000	17,4%	-6,2%	-3,8%	6,9%	7,5%	
2001	-0,6%	-18,2%	-15,5%	5,6%	5,6%	
2002	4,0%	-38,8%	-28,0%	8,6%	8,9%	
2003	19,9%	31,6%	13,2%	4,7%	4,2%	
2004	40,7%	6,8%	11,0%	6,4%	7,7%	
2005	26,1%	27,7%	26,7%	4,1%	5,8%	
2006	16,0%	11,0%	8,4%	-2,0%	-2,9%	

* Performance Indices

Source: Bloomberg, HSH Nordbank

Open ended funds Real Estate	Price in EUR		Prices 52 Weeks		Performance in %					Dividend Return in %
	bid	ask	high	low	3 months	6 months	1 year	3 years	5 years	
AXA IMMOSELECT	55,96	58,77	55,97	54,32	1,1	2,2	1,3	4,5	n.a.	2,41
CS EUROREAL-A=	59,60	n.a.	61,13	58,83	0,9	-1,9	-0,3	3,9	4,4	3,86
DEKA-IMMOBILIENEUROPA	47,36	49,86	48,26	46,82	1,0	-1,3	-0,3	3,1	3,7	3,04
DEKA-IMMOBILIENFONDS	48,29	50,85	49,94	47,95	0,6	-3,1	-1,7	1,9	2,8	4,12
DIFA FONDS NR 1	98,28	103,2	100,38	96,84	0,3	0,8	-1,9	1,5	2,8	3,56
DIFA-GRUND	57,45	60,32	59,35	57,18	0,4	-2,9	-1,3	2,4	3,5	3,74
GRUNDBESITZ-INVEST	38,46	38,86	39,76	37,16	0,4	-3,1	-2,3	n.a.	n.a.	3,51
GRUNDWERT-FONDS	70,76	74,32	72,71	70,23	0,6	-2,3	-1,5	2,1	2,8	3,53
HAUSINVEST EUROPA XTF	41,21	41,31	48,48	39,48	0,9	1,6	-0,8	2,4	3,7	2,79
KANAM GRUNDINVEST FONDS	57,18	60,32	57,17	54,91	2,3	3,8	3,1	6,8	n.a.	3,85
SEB IMMOINVEST	57,2	60,21	57,48	55,15	1,4	2,4	0,2	4,4	4,9	4,02
WESTINVEST 1	23,88	23,99	24,95	23,69	0,4	-2,4	-1,4	2,6	3,5	3,77
Average					0,9	-0,5	-0,6	3,2	3,6	3,52

Source: Bloomberg (close price), 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	178,80	188,30	130,30	5,8	24,4	36,9	n.a.	n.a.
EasyETF EPRA EUROZONE	236,90	249,44	174,50	10,0	17,9	35,4	n.a.	n.a.
CREDIT SUISSE EQ-EURO PROP-B	22,41	23,30	16,09	9,8	26,1	38,8	38,4	n.a.
HENDERSON HORIZ-PAN EU PR-A2	32,91	33,92	22,08	11,4	31,1	51,0	43,0	21,1
E&G FONDS-IMMO EUROPA-C CAP	317,62	321,10	234,97	7,9	16,2	34,4	30,4	14,3
E&G FONDS-IMMO EUROPA-C DIS	276,75	279,78	218,87	7,9	8,7	25,7	29,7	n.a.
MORGAN ST SICA V EURO PROP-A	29,87	31,13	22,04	9,1	25,7	37,1	35,2	16,6
BALZAC REAL ESTATE INDEX-P	268,49	274,74	194,30	11,9	19,5	38,6	32,9	20,3
ING (L) INV-EUROPE RE EST-PC	793,41	808,18	585,50	11,5	21,8	35,1	33,9	15,6
Average				9,5	21,3	37,0	34,8	17,6

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

Source: Bloomberg (close price), HSH Nordbank

Bewertungskonzept

Diese Bewertung basiert auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfbaren Quellen, die wir für verlässlich erachten, bezogen hat. Zudem wurden vom Unternehmen veröffentlichte Daten und Prognosen verwendet.

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 bei Immobilienaktiengesellschaften der Ab- bzw. Zuschlag zum NAV ausfällt. Das Verfahren bewertet die Unternehmen individuell anhand ihrer Fähigkeit, Wertsteigerungen zu realisieren, ihrer Rentabilität und ihrer Strategie.

Die Eigenkapitalkosten werden mittels des CAPM abgeleitet. Der risikofreie Zins orientiert sich an den 10jährigen Bundesanleihen, wobei ein Durchschnitt über die letzten 20 Jahre gebildet wurde. Die Risikoprämie ist als Differenz zwischen dem risikofreien Zins und der durchschnittlichen Aktienmarktrendite berechnet. Da eine möglichst langfristige und breite Betrachtung sinnvoll ist, haben wir als Zeitraum die letzten 20 Jahre und als Bezugsindex für die Aktienmarktrendite den CDax gewählt. Das individuelle Unternehmensrisiko berücksichtigen wir durch den Beta-Faktor.

Die gesamten Kapitalkosten setzen sich aus Eigen- und Fremdkapitalkosten zusammen. Dafür wird der WACC – weighted average cost of capital – verwendet. Der WACC ist die gewichtete Summe aus Eigen- und Fremdkapitalkosten, wobei die Gewichtung entsprechend der Anteile des Eigenkapitals zu Marktpreisen und der Verschuldung am investierten Kapital erfolgt. Den steuerlichen Vorteilen der Fremdfinanzierung wird dadurch Rechnung getragen, dass im WACC der Fremdkapitalzins nach Steuern (mit Hilfe der durchschnittlichen Steuerquote) eingesetzt wird.

Mittels der Economic Value Added-Analyse (EVA[®]) berechnet man den Unternehmenswert als Summe aus dem investierten Eigenkapital zu Marktwerten und dem Market Value Added (MVA), also der Wertschöpfung über das investierte Kapital hinaus. Den MVA erhält man, wenn man alle künftigen EVA[®]'s diskontiert und addiert. Der EVA[®] gibt den Betrag der Wertschöpfung im betreffenden Jahr an, sofern er positiv ist. Ist er negativ, hat das Unternehmen Wert vernichtet. Man ermittelt EVA[®]'s als Differenz aus dem betrieblichen Gewinn nach Steuern (NOPAT) und den absoluten Kapitalkosten. Die Kapitalkosten werden anhand des WACC's berechnet. Die Basis dafür ist das investierte Kapital. Man erhält mit dem EVA[®] also eine Art Übergewinn. Wert wird geschaffen, wenn der erzielte Gewinn größer ist als die Kapitalkosten. Das investierte Kapital ermitteln wir über die Passiv-Seite. Es umfasst das Eigenkapital inklusive Anteile Dritter und stiller Reserven, die Verschuldung und die Pensionsrückstellungen. Diskontiert werden die EVA[®]'s mit dem WACC. Der WACC-Ansatz impliziert, dass der Steuervorteil aus Fremdfinanzierung im Diskontierungszinssatz enthalten ist und auf Ebene der Cashflows eliminiert wurde. Dies geschieht durch das Herausrechnen der durch den Zinsaufwand entstandenen Steuerersparnis. Für die Unternehmensbewertung arbeiten wir mit einem 2-Phasen-

Modell, um den Wachstumspfad des Unternehmens im Zeitablauf abzubilden. Wir ermitteln die EVAs über die ersten fünf Jahre explizit auf Basis unserer Planungsrechnung. In der zweiten Phase wird für die EVAs mittels einer ewigen Rente ein Terminal Value ermittelt. Dabei wird eine konstante Wachstumsrate unterstellt. Das Unternehmen nähert sich der allgemeinen Marktentwicklung an und wächst nur noch wie der Gesamtmarkt.

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.

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	

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 Aktualisierungsstichtag 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	Rendite aus Kursveränderung und Dividende				
HSH Nordbank	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

Ratings der HSH Nordbank

	Coverage insgesamt	Inv.Bank.-Aktivitäten
Kaufen	25%	100%
Halten	63%	0%
Verkaufen	13%	0%

Coverage bei Inv-Bank.-Aktivität:

HCI Capital	Rating:	Kaufen

Quelle: HSH Nordbank, Inv.-Bank. = Investmentbanking

Deutsche Euroshop - Kursverlauf und Empfehlungen



Disclosure / Rechtliche Hinweise

Bei allen in dieser Analyse angegebenen Kursen handelt es sich bei deutschen Unternehmen um den XETRA-Schlusskurs, bei ausländischen Unternehmen um den Schlusskurs der jeweiligen Heimatbörse des jeweils dem Datum der Analyse vorangegangenen Handelstages.

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 unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt.

Die HSH Nordbank AG hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten nicht zugeleitet.

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.