

## Deutsche EuroShop

DEQ GR

- Keine Überraschung beim operativen Geschäft
- Weitere Akquisitionen in Aussicht gestellt

## Einzelhandelsimmobilien

Branche

54,27 EUR

Kurs

Mittel

Anlagerisiko

55,00 EUR

Kursziel

Halten

Rating unverändert



Quelle: Bloomberg

## Bewertung je Aktie in EUR

Net Asset Value 2005	46,22
Market Value Added	8,78
Fair Value	55,00
52-Wochen-Hoch	58,35
52-Wochen-Tief	44,50

## Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
MDAX	-10,4	-0,1	-6,2
EPRA	-10,0	-13,5	-13,3

## Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	929
Anzahl Aktien (Mio.)	17,188
Umsatz p.a. (Mio. EUR)	638
Volatilität in % p.a.	20,9
Bloomberg	DEQ GR
ISIN:	DE0007480204

## Anteilseigner

Familie Otto:	19%
Streubesitz	81%

## Analyst

Steffen Wollnik, CFA

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 Geschäftszahlen für die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres veröffentlicht. Die Zahlen des operativen Geschäfts lagen im Rahmen der Erwartungen. Das Bewertungsergebnis wurde von Kosten im Zusammenhang mit der Akquisition der Galeria Baltycka belastet.

Der Umsatz erhöhte sich gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 29% auf 68,7 Mio. EUR. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) ist von 42,8 Mio. EUR auf 57,2 Mio. EUR gestiegen (+34%). Nach Steuern beträgt der Konzernüberschuss 32,4 Mio. EUR (Vorjahr: 15,7 Mio. EUR). Davon entfallen auf die Konzernaktionäre 30,2 Mio. EUR. Der Gewinn je Aktie erhöhte sich von 0,87 EUR auf 1,76 EUR (+102%). Hiervon resultieren 1,57 EUR aus dem operativen Ergebnis und 0,19 EUR aus dem Bewertungsergebnis. Wir hatten einen Gewinn je Aktie von 1,78 EUR erwartet.

Der Vorstand geht davon aus, noch in diesem Jahr eine Akquisition in Höhe von rund 100 Mio. EUR tätigen zu können. Gleichzeitig beabsichtigt das Management, das italienischen Shoppingcenter Viterbo ebenfalls noch in 2006 zu verkaufen.

Wir haben unsere Planungsrechnung verändert, indem wir den Verkauf von Viterbo und eine Akquisition in Höhe von 100 Mio. EUR mit einer Nettoanfängsrendite von 5,5% integriert haben. Anhand der Economic Value Added-Analyse (EVA<sup>®</sup>) haben wir einen fairen Wert von 55,00 EUR je Aktie (vorher: 54,00 EUR) ermittelt. Das Anlagerisiko ist nach wie vor durchschnittlich. Unsere Einstufung belassen wir bei Halten mit einem Kursziel auf Sicht von 12 Monaten von 55,00 EUR.

Kennzahlen in Tsd. EUR	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatzerlöse	61.421	72.121	93.521	95.785	116.931	123.133	126.052
EBIT	49.758	57.497	76.110	76.561	96.259	101.907	104.467
Finanzergebnis	-20.513	-26.353	-36.725	-42.401	-43.910	-43.527	-43.183
Bewertungsergebnis	8.018	49.948	22.000	14.000	15.000	0	0
EBT	37.263	81.092	61.383	48.160	67.349	58.379	61.284
Jahresüberschuss	27.736	48.705	50.037	33.840	47.448	40.674	42.806
Ergebnis je Aktie	1,78	2,83	2,91	1,97	2,76	2,37	2,49
Dividende je Aktie	1,92	2,00	2,00	2,00	2,00	2,37	2,49

Quelle: Deutsche EuroShop HSH Nordbank

### Geschäftszahlen für das erste Halbjahr 2006

Die Deutsche EuroShop hat die Geschäftszahlen für die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres veröffentlicht. Die Zahlen des operativen Geschäfts lagen im Rahmen der Erwartungen. Das Bewertungsergebnis wurde von Kosten im Zusammenhang mit der Akquisition der Galeria Baltycka belastet.

Der Umsatz verbesserte sich gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 29% auf 68,7 Mio. EUR. Im Wesentlichen ist diese Steigerung auf den Erwerb des Rathauscenters in Dessau, die erstmalige Einbeziehung des Main-Taunus-Zentrums sowie der Ende März eröffneten City Arkaden in Klagenfurt zurückzuführen. Die Mieterlöse der Bestandsobjekte sind um rund 1,9% gewachsen.

Die sonstigen betrieblichen Erträge erhöhten sich wegen des Veräußerungsgewinns des französischen Shoppingcenters um 0,2 Mio. EUR auf 1,5 Mio. EUR. Der realisierte Buchgewinn betrug 0,8 Mio. EUR. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (inkl. der Grundstücksbetriebs- und -verwaltungskosten) beliefen sich auf 13,1 Mio. EUR. Sie sind gegenüber der Vorjahresperiode (11,8 Mio. EUR) aufgrund der neuen Beteiligungen und Umbaumaßnahmen in der City-Galerie Wolfsburg leicht gestiegen. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) ist von 42,8 Mio. EUR auf 57,2 Mio. EUR gestiegen (+34%).

Das Finanzergebnis verschlechterte sich investitionsbedingt um 6,9 Mio. EUR auf -26,9 Mio. EUR. Das Bewertungsergebnis wurde im dritten Quartal 2006 (-3,1 Mio. EUR) durch Kosten im Zusammenhang mit der Galeria Baltycka negativ belastet. Nachdem es aufgrund von Konsolidierungseffekten und Währungsgewinnen zum Halbjahr bei 8,2 Mio. EUR lag, ist es nun auf 5,1 Mio. EUR gesunken.

Das Vorsteuerergebnis ist von 21,4 Mio. EUR auf 35,5 Mio. EUR gestiegen. Bereinigt um das Bewertungsergebnis erhöhte sich das EBT um 33% auf 30,3 Mio. EUR. Nach Steuern beträgt der Konzernüberschuss 32,4 Mio. EUR (Vorjahr: 15,7 Mio. EUR). Davon entfallen auf die Konzernaktionäre 30,2 Mio. EUR.

Der Gewinn je Aktie erhöhte sich von 0,87 EUR auf 1,76 EUR (+102%). Hiervon resultieren 1,57 EUR aus dem operativen Ergebnis und 0,19 EUR aus dem Bewertungsergebnis. Wir hatten einen Gewinn je Aktie von 1,78 EUR erwartet.

Der Ausblick des Vorstands hinsichtlich der Umsatz- und Gewinnerwartung für 2006 hat sich nicht verändert. Das Management erwartet Umsatzerlöse von 91 bis 94 Mio. EUR (2005: 72,1 Mio. EUR) und ein EBIT von 72 bis 75 Mio. EUR (57,5 Mio. EUR). Das EBT ohne Bewertungsergebnis sieht es von 32,1 Mio. EUR auf 37 bis 40 Mio. EUR steigen.

Der Vorstand ist darüber hinaus weiter zuversichtlich, für das Geschäftsjahr 2006 eine steuerfreie Dividende von erneut 2,00 EUR je Aktie ausschütten zu können.

Auf der Akquisitionsseite kann sich der Vorstand bis zum Jahresende eine Investition in Höhe von rund 100 Mio. EUR vorstellen. Diese wird aller Voraussicht nach in Deutschland getätigt. Gleichzeitig beabsichtigt das Management,

sich noch in diesem Jahr vom italienischen Shoppingcenter in Viterbo zu trennen.

### **Bewertung**

Die Geschäftszahlen per 30. September 2006 sind erwartungsgemäß ausgefallen. Das Like-for-like Wachstum der Mietnahmen ist sogar auf gute 1,9% gestiegen. Infolge der geplanten Mehrwertsteuererhöhung zum Jahresanfang 2007 dürfte es jedoch etwas geringer ausfallen. Wir haben unsere Planungsrechnung verändert, indem wir den Verkauf von Viterbo und eine Akquisition in Höhe von 100 Mio. EUR mit einer Nettoanfangsrendite von 5,5% integriert haben. Anhand der Economic Value Added-Analyse (EVA<sup>®</sup>) haben wir einen fairen Wert von 55,00 EUR je Aktie (vorher: 54,00 EUR) ermittelt. Das Anlagerisiko ist nach wie vor durchschnittlich. Unsere Einstufung belassen wir bei Halten mit einem Kursziel auf Sicht von 12 Monaten von 55,00 EUR.

**Gewinn- und Verlustrechnung**

per 31.12. in Tsd. EUR	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>61.421</b>	<b>72.121</b>	<b>93.521</b>	<b>95.785</b>	<b>116.931</b>	<b>123.133</b>	<b>126.052</b>
Sonstige betriebliche Erträge	9.343	2.264	1.500	0	0	0	0
Grundstücksbetriebskosten	11.401	7.869	8.800	8.932	9.066	9.202	9.340
Grundstücksverwaltungskosten	4.318	4.461	5.611	5.747	7.016	7.388	7.563
Sonstigen betrieblichen Aufwendungen	5.287	4.558	4.500	4.545	4.590	4.636	4.683
<b>EBIT</b>	<b>49.758</b>	<b>57.497</b>	<b>76.110</b>	<b>76.561</b>	<b>96.259</b>	<b>101.907</b>	<b>104.467</b>
Zinserträge	2.649	2.240	2.016	702	334	493	779
Zinsaufwand	27.961	33.594	39.551	43.957	45.192	45.033	45.033
Zinsergebnis	-25.312	-31.354	-37.535	-43.255	-44.858	-44.539	-44.254
Erträge aus Beteiligungen	4.799	5.001	810	854	949	1.012	1.071
<b>Finanzergebnis</b>	<b>-20.513</b>	<b>-26.353</b>	<b>-36.725</b>	<b>-42.401</b>	<b>-43.910</b>	<b>-43.527</b>	<b>-43.183</b>
<b>Bewertungsergebnis</b>	<b>8.018</b>	<b>49.948</b>	<b>22.000</b>	<b>14.000</b>	<b>15.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>37.263</b>	<b>81.092</b>	<b>61.383</b>	<b>48.160</b>	<b>67.349</b>	<b>58.379</b>	<b>61.284</b>
EE-Steueraufwand	10.836	19.441	9.346	12.040	16.837	14.595	15.321
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>26.427</b>	<b>61.651</b>	<b>52.037</b>	<b>36.120</b>	<b>50.512</b>	<b>43.785</b>	<b>45.963</b>
Ergebnisanteile Dritter	1.309	-12.946	-2.000	-2.280	-3.064	-3.110	-3.157
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>27.736</b>	<b>48.705</b>	<b>50.037</b>	<b>33.840</b>	<b>47.448</b>	<b>40.674</b>	<b>42.806</b>
<b>Ausschüttung</b>	<b>30.000</b>	<b>34.375</b>	<b>34.375</b>	<b>34.375</b>	<b>34.375</b>	<b>40.674</b>	<b>42.806</b>
Bereinigung	0	0	0	0	0	0	0
<b>Bereinigtes Ergebnis</b>	<b>27.736</b>	<b>48.705</b>	<b>50.037</b>	<b>33.840</b>	<b>47.448</b>	<b>40.674</b>	<b>42.806</b>
Anzahl der Aktien in Tsd.	15.625	17.187	17.187	17.187	17.187	17.187	17.187
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>1,78</b>	<b>2,83</b>	<b>2,91</b>	<b>1,97</b>	<b>2,76</b>	<b>2,37</b>	<b>2,49</b>
<b>Dividende je Aktie</b>	<b>1,92</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,37</b>	<b>2,49</b>

Quelle: HSH Nordbank AG

Bilanz	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
per 31.12. in Tsd. EUR							
<b>Langfristiges Vermögen</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	12	18	16	16	16	16	16
Sachanlagen	183.100	71.912	284.912	403.912	163.912	63.912	63.912
Finanzanlagen	101.669	116.804	20.643	20.643	20.643	20.643	20.643
Immobilienanlagen als Finanzinvestition	918.470	1.138.271	1.288.432	1.302.432	1.565.432	1.665.432	1.665.432
	<b>1.203.251</b>	<b>1.327.005</b>	<b>1.594.003</b>	<b>1.727.003</b>	<b>1.750.003</b>	<b>1.750.003</b>	<b>1.750.003</b>
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>							
Forderungen aus L&L	1.985	2.059	2.661	2.682	3.274	3.448	3.529
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	71.604	22.002	22.491	43.287	60.548
	<b>166.957</b>	<b>216.553</b>	<b>91.826</b>	<b>42.509</b>	<b>43.858</b>	<b>65.098</b>	<b>82.717</b>
<b>Aktiva</b>	<b>1.370.208</b>	<b>1.543.558</b>	<b>1.685.829</b>	<b>1.769.512</b>	<b>1.793.861</b>	<b>1.815.101</b>	<b>1.832.720</b>
<b>Eigenkapital</b>							
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
Gewinrücklage und Bilanzgewinn	118.778	144.067	159.729	159.194	172.267	178.566	180.698
<b>Eigenkapital Aktionäre</b>	<b>635.141</b>	<b>724.654</b>	<b>740.316</b>	<b>739.781</b>	<b>752.854</b>	<b>759.153</b>	<b>761.285</b>
EK-Anteile Dritter	49.271	62.792	77.785	101.665	104.729	107.839	110.996
	<b>684.412</b>	<b>787.446</b>	<b>818.101</b>	<b>841.446</b>	<b>857.583</b>	<b>866.993</b>	<b>872.281</b>
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>							
Igfr. Finanzschulden/-kredite	597.576	613.829	748.371	785.271	793.271	793.271	793.271
Igfr. Verbindlichkeiten L&L	0	2.000	0	0	0	0	0
Sonstige Igfr. Verbindlichkeiten	86	544	0	0	0	0	0
passive latente Steuern	51.676	69.826	77.303	86.935	100.404	112.080	124.337
	<b>649.338</b>	<b>686.199</b>	<b>825.674</b>	<b>872.206</b>	<b>893.675</b>	<b>905.351</b>	<b>917.608</b>
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>							
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	39.292	25.505	25.505	25.505
kurzfr. Verbindlichkeiten L&L	3.742	6.544	2.376	2.395	2.923	3.078	3.151
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	4.554	3.690	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
	<b>36.458</b>	<b>69.913</b>	<b>42.055</b>	<b>55.860</b>	<b>42.602</b>	<b>42.757</b>	<b>42.830</b>
<b>Passiva</b>	<b>1.370.208</b>	<b>1.543.558</b>	<b>1.685.829</b>	<b>1.769.512</b>	<b>1.793.861</b>	<b>1.815.101</b>	<b>1.832.720</b>

Quelle: HSH Nordbank AG

**Kapitalflußrechnung**

per 31.12. in Tsd. EUR	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss	50.037	33.840	47.448	40.674	42.806
- Ergebnisanteile Dritter	-2.000	-2.280	-3.064	-3.110	-3.157
+ Abschreibungen, Amortisation, Neubewertung	-21.998	-14.000	-15.000	0	0
- Zunahme Net Working Capital	3.720	266	331	290	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	-7.477	-9.632	-13.470	-11.676	-12.257
- 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
<b>Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>31.252</b>	<b>31.486</b>	<b>48.651</b>	<b>55.170</b>	<b>57.936</b>
- Investitionen	312.007	97.400	8.000	0	0
+ Desinvestitionen (Erlös aus Anlagenabgang)	80.000	0	0	0	0
+/- Einzahlungen/Auszahlungen "assets for sale"	0	0	0	0	0
+ Zuführung zu abgegrenzten Subventionen / Investitionszuschüsse	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus Investitionen</b>	<b>-232.007</b>	<b>-97.400</b>	<b>-8.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	109.542	50.687	-5.787	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	40.674
<b>Cash Flow aus Finanzierung</b>	<b>75.167</b>	<b>16.312</b>	<b>-40.162</b>	<b>-34.375</b>	<b>-40.674</b>
<b>Finanzmittelbestand Anfang</b>	<b>197.192</b>	<b>71.604</b>	<b>22.002</b>	<b>22.491</b>	<b>43.287</b>
<b>Veränderung Finanzmittel</b>	<b>-125.588</b>	<b>-49.602</b>	<b>489</b>	<b>20.795</b>	<b>17.261</b>
<b>Finanzmittelbestand Ende</b>	<b>71.604</b>	<b>22.002</b>	<b>22.491</b>	<b>43.287</b>	<b>60.548</b>

Quelle: HSH Nordbank AG

## Economic Value Added

in Tsd. EUR	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatz	95.021	95.785	116.931	123.133	126.052	129.204	132.434	135.745	139.138
<b>EBIT</b>	<b>76.108</b>	<b>76.561</b>	<b>96.259</b>	<b>101.907</b>	<b>104.467</b>	<b>107.987</b>	<b>111.617</b>	<b>115.362</b>	<b>119.224</b>
+ 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	-15.368	-23.029	-28.135	-25.853	-26.579	0	0	0	0
+Bereinigungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>NOPAT</b>	<b>60.740</b>	<b>53.532</b>	<b>68.123</b>	<b>76.054</b>	<b>77.887</b>	<b>107.987</b>	<b>111.617</b>	<b>115.362</b>	<b>119.224</b>
Invested Capital Jahresanfang	1.324.414	1.597.676	1.730.941	1.754.272	1.754.562	1.754.846	1.754.768	1.754.687	1.754.604
Invested Capital Jahresende	1.597.676	1.730.941	1.754.272	1.754.562	1.754.846	1.754.768	1.754.687	1.754.604	1.754.519
Invested Capital Durchschnitt	1.461.045	1.664.308	1.742.607	1.754.417	1.754.704	1.754.807	1.754.727	1.754.645	1.754.562
Capital Charge (IC*WACC)	84.568	91.680	95.957	97.146	97.612	107.493	107.613	107.660	107.698
ROIC in %	5,72	4,11	4,82	4,39	4,50	6,22	6,43	6,64	6,86
WACC in %	5,79	5,51	5,51	5,54	5,56	6,13	6,13	6,14	6,14
Spread ROIC - WACC in %	-0,07	-1,40	-0,68	-1,14	-1,06	0,09	0,29	0,50	0,72
<b>EVA</b>	<b>-1.018</b>	<b>-23.295</b>	<b>-11.885</b>	<b>-20.080</b>	<b>-18.653</b>	<b>1.592</b>	<b>5.130</b>	<b>8.855</b>	<b>12.709</b>
WACC	5,79	5,51	5,51	5,54	5,56	6,13	6,13	6,14	6,14
Diskontfaktoren	0,99	0,94	0,89	0,85	0,80	0,75	0,71	0,67	0,63
Barwerte	-1.011	-21.919	-10.599	-16.969	-14.932	1.201	3.646	5.930	8.018

Quelle: HSH Nordbank AG

Barwerte Planungsphase	-46.635
+ Barwert Terminal Value	197.442
<b>= Market Value Added in Mio. EUR</b>	<b>150.807</b>
<b>+ Net Asset Value (NAV) in Mio. EUR</b>	<b>794.480</b>
<b>= Shareholder Value in Mio. EUR</b>	<b>945.287</b>
Anzahl ausstehende Aktien in Mio.	17.187
<b>Shareholder Value je Aktie in EUR</b>	<b>55,00</b>
<b>Discount / Premium EVA zum NAV in %</b>	<b>19,0</b>

Quelle: HSH Nordbank AG

## Sensitivitätsanalyse in Tsd. EUR

Beta	Terminal Growth		
	1,0%	1,5%	2,0%
0,15	57,59	59,53	61,96
0,25	53,45	55,00	56,92
0,35	49,58	50,79	52,29

Quelle: HSH Nordbank AG

## Zinsannahmen

Risikofreier Zins	5,80
Risikoprämie Markt	2,92
Beta	0,25
EK-Zins	6,53
EK-Gewicht	60
FK-Zins vor Steuern	5,50
Steuerquote	15
<b>WACC in 2006</b>	<b>5,79</b>

Quelle: HSH Nordbank AG

## 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<sup>®</sup>) 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<sup>®</sup>) 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<sup>®</sup>'s diskontiert und addiert. Der EVA<sup>®</sup> gibt den Betrag der Wertschöpfung im betreffenden Jahr an, sofern er positiv ist. Ist er negativ, hat das Unternehmen Wert vernichtet. Man ermittelt EVA<sup>®</sup>'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<sup>®</sup> 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<sup>®</sup>'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 (NNAV)	
: 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® EURpe ausgewählt. Dieser Index umfasst die 600 größten Unternehmen in EURpa. 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 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

## Rating Historie

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Rating	Kursziel
02.05.2005	41,90 €	Halten	40,00 €
11.08.2005	48,70 €	Halten	46,50 €
15.11.2005	44,78 €	Halten	46,00 €
02.05.2006	55,89 €	Halten	54,00 €
15.05.2006	53,79 €	Halten	54,00 €
16.08.2006	55,40 €	Halten	54,00 €
14.11.2006	54,27 €	Halten	55,00 €

## Ratings der HSH Nordbank

	Coverage insgesamt	Inv.Bank.- Aktivitäten
Kaufen	35%	100%
Halten	53%	0%
Verkaufen	12%	0%

## Coverage bei Inv-Bank.-Aktivität:

HCI Capital	Rating:	Kaufen
IVG Immobilien	Rating:	Kaufen

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

## 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 überprüfbar 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

Martensdamm 6  
24103 Kiel

www.hsh-nordbank.com  
Bloomberg: HSHR <Go>

## **Redaktion und Ansprechpartner**

### **Research**

Dirk Gojny, CFA, CEFA (Head)  
Telefon +49-40-33 33-118 56  
dirk.gojny@hsh-nordbank.com

### **Wind-Energie-Research**

Arndt Krakau  
Telefon +49-40-33 33-115 48  
arndt.krakau@hsh-nordbank.com

### **Öl & Gas-Research**

Andy Sommer  
Telefon +49-40-33 33-120 64  
andy.sommer@hsh-nordbank.com

### **Finanzdienstleister-Research**

Stefan Gäde  
Telefon +49-40-33 33-120 29  
stefan.gaede@hsh-nordbank.com

### **Immobilien-Research**

Stefan Goronczy, CEFA  
Telefon +49-40-33 33-120 23  
stefan.goronczy@hsh-nordbank.com

### **Steffen Wollnik**

Telefon +49-40-33 33-119 28  
steffen.wollnik@hsh-nordbank.com

### **Transport-Research**

Claudia Erdmann, CFA, CEFA  
Telefon +49-40-33 33-104 98  
claudia.erdmann@hsh-nordbank.com

### **Equity Sales**

Horst Gutbier  
Telefon +49-431-900-252 21  
horst.gutbier@hsh-nordbank.com

### **Immobilien-Investmentbanking**

Gerrit Saathoff  
Telefon +49-40-33 33-137 13  
gerrit.saathoff@hsh-nordbank.com

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), Lurgiallee 12, 60349 Frankfurt am Main.