

## Deutsche EuroShop

DEQ GR

- Geschäftszahlen 2006: Bewertungsergebnis im Vordergrund
- Dividende um 10% auf 2,10 EUR je Aktie erhöht
- Verhaltener Ausblick für 2007

## Einzelhandelsimmobilien

Branche

59,71 EUR

Kurs

Mittel

Anlagerisiko

59,00 EUR

Kursziel

Halten

Rating unverändert



Quelle: Bloomberg

## Bewertung je Aktie in EUR

Net Asset Value 2006	51,05
Market Value Added	7,95
Fair Value	59,00
52-Wochen-Hoch	61,37
52-Wochen-Tief	50,00

## Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
MDAX	-7,5	-6,7	-12,7
EPRA	+2,9	+1,5	-15,6

## Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	1.027
Anzahl Aktien (Mio.)	17,188
Umsatz p.a. (Mio. EUR)	663
Volatilität in % p.a.	20,1
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 endgültigen Geschäftszahlen für das abgelaufene Jahr veröffentlicht. Die Zahlen des operativen Geschäfts lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Diese wurden allerdings vom Bewertungsergebnis sowie vom Veräußerungsgewinn des italienischen Shoppingcenters deutlich übertroffen. Die Ursache dafür ist in der aktuellen Entwicklung auf dem Investmentmarkt zu sehen. Die starke Nachfrage hat die Preise in die Höhe getrieben, mit der Folge, dass das Management weiteren Investitionen in der aktuellen Marktphase kritisch gegenüber steht.

Der Umsatz verbesserte sich gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 29% auf 72,1 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. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) verbesserte sich um 50% auf 86,3 Mio. EUR. Das Bewertungsergebnis stieg aufgrund der Erstbewertungen der Center in Klagenfurt und Dessau und der Zuschreibungen aus Marktwertveränderungen des Bestandsportfolios um 22,4 Mio. EUR auf 72,3 Mio. EUR. Nach Steuern beträgt der Konzernüberschuss 100,3 Mio. EUR (Vorjahr: 48,7 Mio. EUR). Die Dividende soll von 2,00 EUR je Aktie auf 2,10 EUR erhöht werden. Der Net Asset Value je Aktie verbesserte sich zum 31. Dezember 2006 um 10% auf 51,05 EUR. Das Management geht für 2007 davon aus, den Umsatz sowie das Ergebnis vor Zinsen und Steuern etwa auf dem Niveau des Vorjahres halten zu können. Erst ab 2008 ist wieder mit einem Wachstum zu rechnen. Nach Aussagen der Geschäftsleitung ist derzeit nicht zu erwarten, dass sich die Deutsche EuroShop kurzfristig in einen REIT wandelt.

Für das laufende Jahr wird erneut eine rege Nachfrage auf dem Investmentmarkt für Einzelhandelsimmobilien prognostiziert. Aus unserer Sicht ist mittelfristig jedoch mit einer Wende zu rechnen. Wir begrüßen daher die derzeit etwas abwartende Haltung der Deutschen EuroShop hinsichtlich neuer Akquisitionen. Anhand der Economic Value Added-Analyse (EVA<sup>®</sup>) haben wir einen fairen Wert von 59,00 EUR je Aktie (vorher: 55,00 EUR) ermittelt. Der Anstieg des fairen Wertes ist auf den erhöhten NAV (von 46,22 EUR auf 51,05 EUR je Aktie) zurückzuführen. Das Anlagerisiko ist nach wie vor durchschnittlich. Unsere Einstufung belassen wir bei Halten mit einem Kursziel auf Sicht von 12 Monaten von 59,00 EUR.

Kennzahlen in Tsd. EUR	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e
Umsatzerlöse	72.121	92.854	93.962	110.714	120.039	123.040	126.116
EBIT	57.497	86.341	73.181	88.852	100.042	104.299	108.133
Finanzergebnis	-26.353	-34.588	-38.842	-41.170	-41.401	-40.201	-38.807
Bewertungsergebnis	49.948	72.299	10.000	25.000	10.000	0	0
EBT	81.092	124.052	44.339	72.682	68.641	64.098	69.326
Jahresüberschuss	48.705	100.307	30.966	51.256	55.161	51.297	55.658
Ergebnis je Aktie in EUR	2,83	5,84	1,80	2,98	3,21	2,98	3,24
Dividende je Aktie in EUR	2,00	2,10	2,10	2,10	2,30	2,30	2,50

Quelle: Deutsche EuroShop HSH Nordbank

### Geschäftszahlen für das Jahr 2006

Die Deutsche EuroShop hat die endgültigen Geschäftszahlen für das abgelaufene Jahr veröffentlicht. Die Zahlen des operativen Geschäfts lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Diese wurden allerdings vom Bewertungsergebnis sowie vom Veräußerungsgewinn des italienischen Shoppingcenters deutlich übertroffen. Die Ursache dafür ist in der aktuellen Entwicklung auf dem Investmentmarkt zu sehen. Die starke Nachfrage hat die Preise in die Höhe getrieben, mit der Folge, dass das Management weiteren Investitionen in der aktuellen Marktphase kritisch gegenüber steht. Im Einzelnen haben sich die Geschäftszahlen wie folgt entwickelt:

Der Umsatz verbesserte sich gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 29% auf 72,1 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 deutschen Bestandsobjekte sind um rund 3,3% gewachsen, inklusive der ausländischen Objekte ergibt sich ein Plus von 4,7%.

Die sonstigen betrieblichen Erträge erhöhten sich wegen der Veräußerungsgewinne der französischen und italienischen Shoppingcenter von 2,3 Mio. EUR auf 16 Mio. EUR. Der realisierte Buchgewinn betrug 14,8 Mio. EUR. Bei den Grundstücksbetriebs- und -verwaltungskosten war gegenüber dem Vorjahr ein Anstieg um 3,8 Mio. EUR zu verzeichnen, der zum einen auf einen erweiterten Konsolidierungskreis zurückzuführen ist, zum anderen auf bestimmte Investitionskosten der Neubauobjekte, die als Aufwand gebucht werden. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beliefen sich auf 6,3 Mio. EUR. Sie sind gegenüber der Vorjahresperiode (4,6 Mio. EUR) aufgrund von Maklerprovisionen, die beim Verkauf des italienischen Shoppingcenters angefallen sind, gestiegen. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) verbesserte sich um 50% von 57,5 Mio. EUR auf 86,3 Mio. EUR.

Das Finanzergebnis verschlechterte sich um 1,7 Mio. EUR auf -41,0 Mio. EUR. Im Finanzergebnis sind neben dem Zins- und Beteiligungsergebnis, erstmals auch die Ergebnisanteile der Minderheitsgesellschafter, die nach IAS 32 als Fremdkapital gebucht werden, enthalten. Das Zinsergebnis verschlechterte sich investitionsbedingt um 5,2 Mio. EUR auf -36,5 Mio. EUR. Die Beteiligungserträge sind von 5,0 Mio. EUR auf 1,9 Mio. EUR zurückgegangen, weil im Vorjahr in dieser Position noch die Erträge des Main-Taunus-Zentrum enthalten waren. Demgegenüber lag der Ergebnisanteil der Minderheitsgesellschafter mit 6,4 Mio. EUR um 6,6 Mio. EUR unter dem des Vorjahres.

Das Bewertungsergebnis legte aufgrund der Erstbewertungen der Center in Klagenfurt und Dessau und der Zuschreibungen aus Marktwertveränderungen des Bestandsportfolios um 22,4 Mio. EUR auf 72,3 Mio. EUR zu.

Das Vorsteuerergebnis ist von 68,1 Mio. EUR auf 117,7 Mio. EUR gestiegen. Nach Steuern beträgt der Konzernüberschuss 100,3 Mio. EUR (Vorjahr: 48,7 Mio. EUR).

Der Gewinn je Aktie wuchs auf 5,84 EUR. Hiervon resultieren 1,53 EUR (+23%) aus dem operativen Ergebnis und 2,98 EUR (+61%) aus dem Bewertungsergebnis. Aus dem Veräußerungsgewinn der Shoppingcenter in Italien und Frank-

reich fiel ein zusätzliches Ergebnis je Aktie von 1,33 EUR an. Die Dividende soll von 2,00 EUR je Aktie auf 2,10 EUR erhöht werden.

Der Net Asset Value je Aktie erhöhte sich zum 31. Dezember 2006 um 10% auf 51,05 EUR.

### **Ausblick der Geschäftsleitung**

Das Management geht davon aus, den Umsatz sowie das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (bereinigt um eventuelle Veräußerungsergebnisse) etwa auf dem Niveau des Vorjahres halten zu können. Die Umsatz- und Ergebniseinbußen, die durch den Verkauf der italienischen und französischen Shoppingcenter entstehen, können teilweise durch die Galeria Baltycka in Danzig ausgeglichen werden. Erst ab 2008 ist wieder mit einem Wachstum zu rechnen. Dazu werden die Einkaufszentren in Hameln und Passau beitragen, die im Frühjahr bzw. Herbst 2008 eröffnet werden. Aufgrund der stark gestiegenen Preise auf dem Investmentmarkt kann sich die Geschäftsleitung der Deutschen EuroShop eine Pause bei der Investitionstätigkeit vorstellen.

Des Weiteren plant das Management eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln mit anschließendem Aktiensplit, um die Liquidität der Aktie zu erhöhen. Konkret soll den Aktionären vorgeschlagen werden, das bisher in 17.187.499 Aktien eingeteilte Grundkapital von 21.999.998,72 EUR um 12.374.999,28 EUR – ohne die Ausgabe neuer Aktien – auf 34.374.998,00 EUR zu erhöhen. Direkt anschließend soll das Grundkapital durch einen Aktiensplit im Verhältnis 1:2 neu eingeteilt werden. Damit würde sich die Anzahl der ausgegebenen Aktien von 17.187.499 auf 34.374.998 erhöhen. Die Aktionäre sollen somit für jede Aktie eine zusätzliche Berichtigungsaktie erhalten.

### **Unternehmensbeschreibung**

Die Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Immobilienaktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Das Portfolio umfasst 16 Objekte, davon 12 in Deutschland, zwei in Polen und jeweils eins in Österreich und Ungarn und. Drei dieser 16 Objekte befinden sich noch in der Bauphase. Im Herbst dieses Jahres eröffnet die Galeria Baltycka in Danzig. Im Jahr 2008 folgen die Stadt-Galerien in Hameln (Frühjahr) und Passau (Herbst). Die bisherigen Beteiligungen an den französischen und italienischen Shoppingcentern wurden verkauft. Generell betreibt das Unternehmen jedoch eine Buy-and-Hold-Strategie.

Der derzeitige Immobilienbestand ist zu 99% vermietet. Die Mietverträge sind langfristig konzipiert und indexiert. Das Centermanagement ist an die ECE, dem Marktführer im Bereich Shoppingcenter 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 steuerfrei.

## 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 prinzipiell abhängig von der Entwicklung des 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 der konjunkturellen Erholung partizipieren.
- Das Centermanagement wird von der ECE, dem Marktführer im Bereich Shoppingcenter, betrieben. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit einer langfristigen Wertsteigerung der Objekte.

### Threats

- Sollte die aktuelle Attraktivität eines Shoppingcenters nicht dauerhaft sein, wären Wertverluste die Folge.
- Steigende Zinsen verteuern die Immobilienfinanzierungen.

### Marktumfeld Einzelhandel

Der konjunkturelle Aufschwung in Deutschland hat sich beim Einzelhandel bisher vergleichsweise wenig bemerkbar gemacht. Der klassische Einzelhandel hat trotz der Sonderfaktoren Fußballweltmeisterschaft und vorgezogener Käufe im Vorfeld der Mehrwertsteuererhöhung nominal lediglich 0,5% mehr umgesetzt als 2005. Insgesamt wurde 2006 ein Umsatz von 392 Mrd. EUR erzielt.

Trotz der gesamtwirtschaftlichen Belebung und der damit verbundenen Zunahme der Beschäftigungszahlen rechnen wir aufgrund der Mehrwertsteuererhöhung auch für das laufende Jahr mit stagnierenden bzw. lediglich leicht steigenden Einzelhandelsumsätzen. Auch mittel- bis langfristig dürften diese im Vergleich zum durchschnittlichen BIP-Wachstum unterdurchschnittlich zulegen. Aufgrund von Sättigungstendenzen ist ein weiter sinkender Anteil am privaten Konsum zu erwarten. Dieser könnte von derzeit knapp 30% bis zum Jahr 2020 auf unter 25% fallen. Hinzu kommen die Auswirkungen der demographischen Entwicklung. Wir gehen daher in unserer mittel- bis langfristigen Prognose von realen Wachstumsraten der Einzelhandelsumsätze von durchschnittlich 0,5% aus.

Trotz mäßiger Einzelhandelsumsätze ist das Angebot an Einzelhandelsflächen in den letzten Jahren stetig auf mittlerweile knapp 120 Mio. m<sup>2</sup> gestiegen. Deutschland weist damit eine im europäischen Vergleich sehr hohe Pro-Kopf-Ausstattung aus. Seit Anfang des Jahrzehnts sind etwa 2 Mio. m<sup>2</sup> pro Jahr hinzugekommen, so dass aufgrund der schwachen Umsatzentwicklung die Flächenproduktivität gesunken ist. Ein Ende dieser Entwicklung ist derzeit nicht abzusehen. Bis zum Jahr 2010 sollen weitere 6 bis 7 Mio. m<sup>2</sup> Einzelhandelsfläche entstehen. Damit wüchse die Flächenausstattung schneller als der Umsatz. Eine weiter sinkende Flächenproduktivität wäre die Folge mit entsprechenden Konsequenzen für die Mietpreise.

Die gesamte Einzelhandelsfläche verteilt sich jedoch sehr unterschiedlich auf die diversen Betriebsformen, so dass nicht mit einer für alle Typen gleichen Entwicklung zu rechnen ist. Ein wesentlicher Trend im Einzelhandel ist die Nachfrageverschiebung zu innerstädtischen Toplagen und Shoppingcentern, wie sie die Deutsche EuroShop anbietet.

Gegenwärtig gibt es in Deutschland 563 Shoppingcenter mit einer Geschäftsfläche ab 8.000 m<sup>2</sup>. Die gesamte Einkaufszentrumsfläche dieser Center beläuft sich auf rund 13,7 Mio. m<sup>2</sup>. Setzt man diese Fläche ins Verhältnis zur Einwohnerzahl, so ergibt sich für 1.000 Einwohner ein Bestand von rund 166 m<sup>2</sup>. Dies ist im internationalen Vergleich ein unterdurchschnittlicher Wert. Daher wird damit gerechnet, dass das Wachstum bei Shoppingcentern in Deutschland anhält. Bezogen auf die so genannten regionalen Center (Geschäftsfläche von mind. 15.000 m<sup>2</sup>) prognostiziert das Institut für Gewerbezentren einen Anstieg von 17% bis 2010 auf 420 Einheiten.

Auf eine positive Marktentwicklung bei Shoppingcenter setzen auch die Investoren, die im vergangenen Jahr in Einzelhandelsimmobilien erwarben. Laut DEGI Research entfielen 2006 von den insgesamt getätigten Immobilientransaktionen 33,6% oder rund 15,5 Mrd. EUR auf Investitionen in Shoppingcenter, Fach- und Supermärkte sowie Discounter. Gegenüber 2005 bedeutet dies eine Steigerung um ca. 180%. Insbesondere angelsächsische Investoren kauften deutsche Ein-

zelhandelsimmobilien. Aus ihrer Sicht sind hiesige Objekte vergleichsweise günstig. Zudem nutzen sie die noch vorhandene Renditedifferenz aus Immobilienrendite und Finanzierungszins. Die anhaltend hohe Nachfrage sorgt allerdings für sinkende Renditen. In 1a-Lagen der Metropolen liegen diese zwischen 4 und 5%. Auch für das laufende Jahr wird ein reges Investoreninteresse prognostiziert. Aus unserer Sicht ist mittelfristig jedoch mit Wende am Investmentmarkt zu rechnen.

### Planungsrechnung

Bis einschließlich Herbst 2008 eröffnet die Deutsche EuroShop drei weitere Shoppingcenter in Danzig, Hameln und Passau, was sich auf die Mieterlöse und das operative Geschäft niederschlagen wird. Nicht ausgeschöpfte Kreditlinien ermöglichen zwar Investitionen, um weiter wachsen zu können. Aufgrund der aktuellen Lage auf dem Investmentmarkt übt sich das Management jedoch in Zurückhaltung, was aus unserer Sicht die derzeit richtige Strategie darstellt. Demzufolge haben wir keine weiteren Investitionen in unsere Modellrechnung integriert.

Wir rechnen mittel- bis langfristig mit einem Like-for-like-Wachstum der Mieten von 1,5%, womit wir der überdurchschnittlichen Entwicklung von Shoppingcentern im Vergleich zu anderen Betriebsformen des Einzelhandels Rechnung tragen. Die EBIT-Marge dürfte sich ohne Neuakquisitionen auf knapp 86% erhöhen. Teile der aktuellen Investitionsaufwendungen für neue Shoppingcenter belasten derzeit die Gewinn- und Verlustrechnung bzw. die EBIT-Marge von zuletzt 79,3%.

Des Weiteren erwarten wir, dass die Nachfrage nach Einzelhandelsimmobilien auch im laufenden Jahr anhält. Der Rückgang der Anfangsrenditen dürfte sich jedoch verlangsamen. Demzufolge sollte das Bewertungsergebnis 2007 etwas bescheidener ausfallen. Für die Jahre 2008 und 2009 unterstellen wir aufgrund der dann erfolgenden Erstbewertungen der neuen Shoppingcenter wieder ein etwas höheres Bewertungsergebnis. Mit weiter sinkenden Anfangsrenditen rechnen wir ab 2008 nicht mehr.

In unserer Planungsrechnung gehen wir aktuell von einem Steuersatz von 26,375% aus. Ab 2009 rechnen wir im Zuge der Unternehmenssteuerreform mit 15,75%. Nach Aussagen der Geschäftsleitung ist derzeit nicht zu erwarten, dass sich die Deutsche EuroShop kurzfristig in einen REIT wandelt, so dass das Unternehmen körperschaftssteuerpflichtig bleibt.

Insgesamt ist nach einem Übergangsjahr 2007 weiter mit wachsenden Erträgen zu rechnen. Wir erwarten daher mittelfristig weitere Dividendenerhöhungen.

Die Veränderungen in der Gliederung der Gewinn- und Verlustrechnung, die sich durch IAS 32 ergeben, berücksichtigen wir vorerst nicht.

**Bewertung**

Anhand der Economic Value Added-Analyse (EVA<sup>®</sup>) haben wir einen fairen Wert von 59,00 EUR je Aktie (vorher: 55,00 EUR) ermittelt. Der Anstieg des fairen Wertes ist auf den erhöhten NAV (von 46,22 EUR auf 51,05 EUR je Aktie) zurückzuführen. Das Anlagerisiko ist nach wie vor durchschnittlich. Unsere Einstufung belassen wir bei Halten mit einem Kursziel auf Sicht von 12 Monaten von 59,00 EUR.

**Gewinn- und Verlustrechnung**

per 31.12. in Tsd. EUR	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e
Umsatzerlöse	72.121	92.854	93.962	110.714	120.039	123.040	126.116
Sonstige betriebliche Erträge	2.264	15.997	0	0	0	0	0
Grundstücksbetriebskosten	7.869	10.409	8.765	8.809	8.353	7.895	7.434
Grundstücksverwaltungskosten	4.461	5.755	5.638	6.643	7.202	7.382	7.567
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4.558	6.346	6.378	6.410	4.442	3.464	2.981
<b>EBIT</b>	<b>57.497</b>	<b>86.341</b>	<b>73.181</b>	<b>88.852</b>	<b>100.042</b>	<b>104.299</b>	<b>108.133</b>
Erträge aus Beteiligungen	5.001	1.940	1.943	2.009	2.089	2.160	2.232
Zinserträge	2.240	2.346	1.358	649	524	523	519
Zinsaufwand	33.594	38.874	42.143	43.828	44.013	42.884	41.558
<b>Finanzergebnis</b>	<b>-26.353</b>	<b>-34.588</b>	<b>-38.842</b>	<b>-41.170</b>	<b>-41.401</b>	<b>-40.201</b>	<b>-38.807</b>
<b>Bewertungsergebnis</b>	<b>49.948</b>	<b>72.299</b>	<b>10.000</b>	<b>25.000</b>	<b>10.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>81.092</b>	<b>124.052</b>	<b>44.339</b>	<b>72.682</b>	<b>68.641</b>	<b>64.098</b>	<b>69.326</b>
EE-Steueraufwand	19.441	17.369	11.093	18.362	10.370	9.644	10.464
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>61.651</b>	<b>106.683</b>	<b>33.246</b>	<b>54.320</b>	<b>58.271</b>	<b>54.454</b>	<b>58.862</b>
Ergebnisanteile Dritter	-12.946	-6.376	-2.280	-3.064	-3.110	-3.157	-3.204
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>48.705</b>	<b>100.307</b>	<b>30.966</b>	<b>51.256</b>	<b>55.161</b>	<b>51.297</b>	<b>55.658</b>
Anzahl der Aktien in Tsd.	17.187	17.187	17.187	17.187	17.187	17.187	17.187
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>2,83</b>	<b>5,84</b>	<b>1,80</b>	<b>2,98</b>	<b>3,21</b>	<b>2,98</b>	<b>3,24</b>
<b>Dividende je Aktie</b>	<b>2,00</b>	<b>2,10</b>	<b>2,10</b>	<b>2,10</b>	<b>2,30</b>	<b>2,30</b>	<b>2,50</b>

Quelle: HSH Nordbank



**Bilanz**

per 31.12. in Tsd. EUR	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e
<b>Anlagevermögen</b>							
Imm. Vermögen	18	13	13	13	13	13	13
Sachanlagevermögen	71.912	155.290	300.090	100.090	90	90	90
Immobilienanlagen	1.138.271	1.452.002	1.462.002	1.735.002	1.845.002	1.845.002	1.845.002
Finanzanlagevermögen	116.804	29.077	29.077	29.077	29.077	29.077	29.077
	<b>1.326.987</b>	<b>1.636.369</b>	<b>1.791.169</b>	<b>1.864.169</b>	<b>1.874.169</b>	<b>1.874.169</b>	<b>1.874.169</b>
<b>Umlaufvermögen</b>							
Vorräte	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus L&L	2.059	2.337	2.349	2.768	3.001	3.076	3.153
Sonst. Forderungen und Vermögensgegenstände	17.302	60.592	20.000	20.300	20.605	20.914	21.227
Liquide Mittel u. Wertpapiere	197.192	96.902	38.942	25.977	26.379	25.968	25.968
	<b>216.553</b>	<b>159.831</b>	<b>61.291</b>	<b>49.045</b>	<b>49.984</b>	<b>49.958</b>	<b>50.348</b>
Rechnungsabgrenzung	0	0	0	0	0	0	0
aktive latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0
<b>Aktiva</b>	<b>1.543.540</b>	<b>1.796.200</b>	<b>1.852.460</b>	<b>1.913.214</b>	<b>1.924.153</b>	<b>1.924.127</b>	<b>1.924.517</b>
<b>Eigenkapital</b>							
Gezeichnetes Kapital	21.999	22.000	34.375	34.375	34.375	34.375	34.375
Kapitalrücklage	558.588	558.588	546.213	546.213	546.213	546.213	546.213
Gewinrücklage und Bilanzgewinn	144.067	215.688	210.560	225.723	244.790	256.555	272.682
Eigenkapitalanteile Dritter	62.792	101.642	125.522	128.586	131.696	134.853	138.057
	<b>787.446</b>	<b>897.918</b>	<b>916.670</b>	<b>934.897</b>	<b>957.074</b>	<b>971.997</b>	<b>991.328</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>							
Rückstellungen	9.174	19.851	18.543	18.543	18.543	18.543	18.543
Finanzverbindlichkeiten	664.334	780.629	817.529	844.529	824.529	801.715	774.249
stille Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0
Gesellschafterdarlehen	0	0	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten L&L	6.544	6.497	4.698	5.536	6.002	6.152	6.306
sonstige Verbindlichkeiten	6.234	10.160	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
	<b>686.286</b>	<b>817.137</b>	<b>845.770</b>	<b>873.608</b>	<b>854.074</b>	<b>831.410</b>	<b>804.098</b>
Rechnungsabgrenzung	0	0	0	0	0	0	0
passive latente Steuern	69.826	81.158	90.033	104.722	113.018	120.733	129.104
<b>Passiva</b>	<b>1.543.558</b>	<b>1.796.213</b>	<b>1.852.473</b>	<b>1.913.227</b>	<b>1.924.166</b>	<b>1.924.140</b>	<b>1.924.530</b>

Quelle: HSH Nordbank

**Kapitalflussrechnung**

per 31.12. in Tsd. EUR	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuß	30.966	51.256	55.161	51.297	55.658
- Ergebnisanteile Dritter	-2.280	-3.064	-3.110	-3.157	-3.204
+ Abschreibungen	-10.000	-25.000	-10.000	0	0
+ Zunahme Rückstellungen	-1.308	0	0	0	0
- Zunahme Net Working Capital	-33.621	-119	71	234	237
- Zunahme lat. Steuern u. RAP	-8.875	-14.689	-8.296	-7.715	-8.371
- Gewinne aus Anlagenabgängen	0	0	0	0	0
- Beteiligungsergebnis n. St.	0	0	0	0	0
+/- sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>64.434</b>	<b>44.128</b>	<b>56.496</b>	<b>61.935</b>	<b>66.997</b>
- Investitionen AV	123.200	48.000	0	0	0
+ Einnahmen aus Anlagenabgängen	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus Investitionen</b>	<b>-123.200</b>	<b>-48.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	36.900	27.000	-20.000	-22.814	-27.465
- Dividendenzahlung	36.094	36.094	36.094	39.531	39.531
<b>Cash Flow aus Finanzierung</b>	<b>806</b>	<b>-9.094</b>	<b>-56.094</b>	<b>-62.345</b>	<b>-66.997</b>
<b>Finanzmittelbestand Anfang</b>	<b>96.902</b>	<b>38.942</b>	<b>25.977</b>	<b>26.379</b>	<b>25.968</b>
<b>Veränderung Finanzmittel</b>	<b>-57.960</b>	<b>-12.965</b>	<b>402</b>	<b>-411</b>	<b>0</b>
<b>Finanzmittelbestand Ende</b>	<b>38.942</b>	<b>25.977</b>	<b>26.379</b>	<b>25.968</b>	<b>25.968</b>

Quelle: HSH Nordbank

**Economic Value Added**

in Tsd. EUR	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e
Umsatz	93.962	110.714	120.039	123.040	126.116
<b>EBIT</b>	<b>73.181</b>	<b>88.852</b>	<b>100.042</b>	<b>104.299</b>	<b>108.133</b>
+ implizite Kapitalkosten für Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0
+ Zinsanteil Leasingraten	0	0	0	0	0
- cash operating taxes	-21.637	-29.434	-17.020	-16.096	-16.736
+Bereinigungen	0	0	0	0	0
<b>Nopat</b>	<b>51.545</b>	<b>59.418</b>	<b>83.022</b>	<b>88.203</b>	<b>91.397</b>
Invested Capital Jahresanfang	1.581.645	1.695.257	1.753.449	1.755.224	1.747.743
Invested Capital Jahresende	1.695.257	1.753.449	1.755.224	1.747.743	1.739.609
Invested Capital Durchschnitt	1.638.451	1.724.353	1.754.337	1.751.484	1.743.676
Capital Charge (IC*WACC)	95.628	99.042	103.910	103.749	103.554
ROIC in %	3,87	5,01	5,42	5,16	5,37
WACC in %	5,64	5,65	5,92	5,94	5,95
Spread ROIC - WACC in %	-1,77	-0,64	-0,50	-0,78	-0,58
<b>EVA</b>	<b>-32.141</b>	<b>-12.615</b>	<b>-8.799</b>	<b>-13.387</b>	<b>-9.925</b>
WACC	5,64	5,65	5,92	5,94	5,95
Diskontfaktoren	0,9630	0,9115	0,8605	0,8123	0,7667
Barwerte	-30.950	-11.499	-7.572	-10.875	-7.610

Barwerte Planungsphase	-68.505
+ Barwert Terminal Value	286.226
<b>= Market Value Added</b>	<b>217.721</b>
+ Net Asset Value (NAV)	796.276
<b>= Shareholder Value</b>	<b>1.013.997</b>
Anzahl ausstehende Aktien in Tsd.	17.187
<b>Shareholder Value je Aktie in EUR</b>	<b>59,00</b>

**Sensitivitätsanalyse in Tsd. EUR**

Beta unlevered	Terminal Growth
	1,5%
0,15	62,1
0,25	<b>59,0</b>
0,35	56,4

**Zinsannahmen**

Risikofreier Zins	5,50
Risikoprämie Markt	3,50
Beta relevered	0,39
EK-Zins	6,87
EK-Gewicht	58,83
FK-Zins vor Steuern	5,27
Steuerquote	26,38
<b>WACC in 2007</b>	<b>5,64</b>

Quelle: 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<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 Wertschaffung 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 (NNNAV)	
: Anzahl der ausgegebenen Aktien	
= NAV je Aktie	

#### HSH Nordbank Bewertungsmodell für Immobilienunternehmen

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

### 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
mittel	Verkauf	Halten	Halten	Kauf	Kauf
hoch	Verkauf	Halten	Halten	Halten	Kauf

## Rating Historie

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Rating	Kursziel
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 €
25.04.2007	59,75 €	Halten	59,00 €

## Ratings der HSH Nordbank

	Coverage insgesamt	Inv.Bank.-Aktivitäten
Kaufen	29%	50%
Halten	59%	50%
Verkaufen	12%	0%

## Coverage bei Inv-Bank.-Aktivität:

HCI Capital	Rating:	Kaufen
IVG Immobilien	Rating:	Halten

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 überprüfaren 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, CFA**

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

### **Transport-Research**

Claudia Erdmann, CFA, CEFA  
Telefon +49-40-33 33-118 84  
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 überprüfaren 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.