

TAG Tegernsee

TEG GR

- Ertragslage nach umfangreichen Investitionen deutlich besser
- TAG strebt für 2008 Gewinnwachstum von 10% an

Immobilien

Branche

5,87 EUR

Kurs (Eröffnung)

hoch

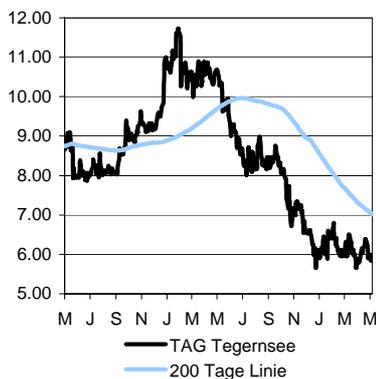
Anlagerisiko

7,80 EUR

Kursziel

Kaufen

Rating angehoben



Quelle: Bloomberg

Bewertung je Aktie in EUR

Net Asset Value 2007	10,99
Economic Value Added 2008	7,80
Fair Value	7,80
52-Wochen-Hoch	10,41
52-Wochen-Tief	5,42

Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
EPRA	2.2	-5.3	-5.5
SDAX	-8.6	-6.7	-15.1

Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	195
Anzahl Aktien (Mio.)	32,6
Volatilität in % p.a. (2007)	33,3
Bloomberg	TEG GR
ISIN:	DE0008303504

Anteilseigner

Taube Hodson Stonex Partner	16,4%
Investorengruppe Dr. Ristow	6,1%
European Asset Fund	6,1%
Streubesitz (inkl. übrige Institutionelle)	71,5%

Analyst

Stefan Goronczy
Senior Analyst Equity
+49 40 33 33 12023
stefan.goronczy@hsh-nordbank.com

Bitte beachten Sie den Disclosure auf der vorletzten Seite.

TAG veröffentlichte jüngst Geschäftszahlen für 2007 und das erste Quartal 2008. Die betrieblichen Erträge stiegen 2007 nicht zuletzt dank der getätigten hohen Investitionen von rund 250 Mio. EUR deutlich an. TAG erzielte eine Gesamtleistung von 184,5 Mio. EUR (+48%) und ein um 31 auf 51 Mio. EUR gestiegenes EBIT. Der Zuwachs ist neben investitionsbedingt höheren Mieten und Dienstleistungserlösen vor allem auf Wertzuschreibungen zurückzuführen. Der Konzerngewinn wuchs von 4,9 auf 19,3 Mio. EUR, wovon 16,5 Mio. EUR den Aktionären zustehen. Daraus wird ihnen eine Dividende von 10 Cent je Aktie vorgeschlagen. Der NAV nach Dritten legte um 0,96 auf 10,99 EUR je Aktie zu.

Im ersten Quartal setzte sich die positive Ergebnisentwicklung fort. Die Umsatzerlöse stiegen um 8,7 auf 21,5 Mio. EUR und die Wertzuschreibungen um 2,2 auf 5,5 Mio. EUR. Das EBIT verbesserte sich daher um 4,3 auf 9,9 Mio. EUR. Der Periodenüberschuss nach Steuern wuchs auf 2,2 Mio. EUR. Die Segmente Gewerbeimmobilien und Dienstleistungen starten 2008 mit guten Ergebniszuwächsen. Dabei machen sich die fast nur auf Gewerbeobjekte entfallenen Investitionen und das Joint Venture mit der HSH Real Estate im Asset-Management bemerkbar. TAG plant für 2008 Investitionen von 150 Mio. EUR, davon sollen 50 Mio. EUR in die Modernisierung fließen. Die Mieten dürften bedingt durch die Zukäufe in 2007/08 kräftig steigen. Bei Beibehaltung des derzeitigen Bau- und Entwicklungsgeschäfts sowie wachsenden Dienstleistungserträgen sollte TAG ein EBIT von 58 Mio. EUR und einen Vorsteuergewinn von 32 Mio. EUR erzielen. Wir rechnen damit, dass dann die Dividende auf 20 Cent je Aktie angehoben wird. Der NAV dürfte aufgrund der Modernisierungsinvestitionen und des Fokus auf wachstumsstarke Metropolregionen moderat zulegen.

Der Kursrückgang zum Ende letzten Jahres war u.E. übertrieben. Wir sehen daher Kurspotenzial, obgleich wir die fundamentale Bewertung aufgrund unserer höheren Renditeanforderungen deutlich absenken und einen Abschlag von 29% auf den NAV für gerechtfertigt erachten. Wir ermitteln auf Basis unseres EVA®-Bewertungsmodells nunmehr einen fairen Wert von 7,80 EUR je Aktie. Das Anlagerisiko schätzen wir unverändert als ein hohes ein. Wir heben unser Rating auf Kaufen an. Unser Kursziel auf Sicht von 12 Monaten sind 7,80 EUR.

Kennzahlen in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Betriebliche Erträge	167,5	125,2	184,5	190,1	195,9	202,1	204,9	212,0
EBITDA	5,6	16,6	51,2	58,9	63,0	65,1	66,0	67,9
EBIT	-15,8	16,0	48,8	58,4	62,5	64,5	65,5	67,4
EBT	-33,2	5,5	29,8	32,4	34,1	34,0	34,2	34,5
Konzernjahresüberschuss	-35,4	4,9	19,3	23,2	25,3	26,9	28,8	29,1
Jahresüberschuss nach Dritten	-35,5	2,8	16,5	16,6	18,4	19,9	21,7	21,8
EPS in EUR	-4,65	0,09	0,51	0,51	0,56	0,61	0,67	0,67
Dividende	0,00	0,00	0,10	0,20	0,30	0,35	0,35	0,35
modifiziert KGV	n.a.	n.a.	n.a.	11,5	10,4	9,6	8,8	8,8
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	11,8	11,0	10,7	10,5	10,2

Quelle: HSH Nordbank

Hohe Gewinnzuwächse 2007 und Anfang 2008 dank Wertzuschreibungen

TAG Tegernsee legte jüngst Geschäftszahlen für 2007 und Ergebnisse für das erste Quartal 2008 vor. Die betrieblichen Erträge stiegen 2007 nicht zuletzt dank der hohen Investitionen von rund 250 Mio. EUR. So erzielte TAG im abgelaufenen Geschäftsjahr eine Gesamtleistung von 184,5 Mio. EUR, das sind 59,3 Mio. EUR mehr als 2006. Der beeindruckende Zuwachs ist auf die investitionsbedingt erhöhten Mieteinnahmen, die erstmaligen Dienstleistungserlöse aus der Hausverwaltung für Dritte und Wertzuschreibungen auf modernisierte Immobilien zurückzuführen. Die Mieteinnahmen stiegen 2007 von 25 auf 40 Mio. EUR und die Dienstleistungserträge von 9,5 auf 24,9 Mio. EUR. Die Umgliederung von Vorratsimmobilien nach ihrer Modernisierung zu den Renditeobjekten führte zu Wertzuschreibungen von 30,2 nach 11,5 Mio. EUR im Vorjahr. Trotz gestiegener Personalkosten und höherer sonstiger betrieblicher Aufwendungen verbesserte sich das EBIT um 34 auf 51 Mio. EUR. Der Konzernjahresüberschuss wuchs von 4,9 auf 19,3 Mio. EUR, wovon 16,5 Mio. EUR den Aktionären zustehen. Davon sollen 3,3 Mio. EUR oder 10 Cent je Aktie als Dividende ausgeschüttet werden, obgleich zahlungswirksam kein Überschuss erwirtschaftet wurde. Die Aufnahme von Ausschüttungen werten wir daher als Einstieg in eine Dividendenpolitik, mittelfristig die zahlungswirksamen Überschüsse an die Aktionäre fließen zu lassen.

Umsätze, Mieten und Wertzuschreibungen steigen dank der umfangreichen Investitionen deutlich an.

TAG beginnt, Dividenden auszuschütten.

Für 2007 sollen es 10 Cent je Aktie sein.

Im ersten Quartal 2008 konnte TAG die positive Ergebnisentwicklung des Vorjahres fortsetzen. Die Umsatzerlöse stiegen um 8,7 auf 21,5 Mio. EUR. Dabei erhöhten sich die Mieten von 7 auf 11 Mio. EUR. Auch die Wertzuschreibungen lagen mit 5,5 um 2,2 Mio. EUR höher als vor einem Jahr. Dies ist beachtlich, da sie nicht nur aufgrund von Umgliederungen von Vorrats- in Renditeobjekte, sondern auch auf die positive Marktentwicklung bei den Beständen zurückzuführen waren. TAG ist damit eines der wenigen Immobilienunternehmen, das im ersten Quartal noch Marktwertzuschreibungen erzielte. Das EBIT verbesserte sich daher um 4,3 auf 9,9 Mio. EUR. Der Periodenüberschuss nach Steuern wuchs auf 2,2 Mio. EUR, das sind 0,8 Mio. EUR mehr als in Vorjahresquartal. TAG erfüllt damit bisher unsere Erwartungen, die Erträge aus einem wachsenden Portfolio und einem zunehmenden Dienstleistungsgeschäft kontinuierlich zu steigern.

NAV nach Dritten steigt Ende 2007 auf 10,99 EUR je Aktie.

Der Net Asset Value einschließlich Anteilen Dritter erhöhte sich im Zuge der günstigen Marktentwicklung des Vorjahres bis zum Jahresende um 32,6 auf 402,4 Mio. EUR. Nach Anteilen Dritter stieg der Wert je Aktie von 10,03 auf 10,99 EUR. Für das erste Quartal wurde kein neuer NAV veröffentlicht.

Wohnimmobilien

TAG erwirtschaftete 2007 im Segment Wohnimmobilien Erlöse von 98,8 Mio. EUR. Das waren 31,6 Mio. EUR mehr als 2006. Ein Großteil dieses Zuwachses dürfte auf Verkaufserlöse entfallen, da die Mieteinnahmen von 14,5 Mio. EUR mangels umfangreicher Investitionen allenfalls marginal zugenommen haben können. So investierte TAG 2007 nur 12,1 Mio. EUR in Wohnimmobilien, 95% der Investitionen flossen in Gewerbeimmobilien für den geplanten REIT. Aus den Wohnungen wurden durchschnittlich 6,00 EUR je m² erwirtschaftet. Die wichtigste Erlösquelle dürften die Verkaufserlöse sein. Konzernweit – d.h. für Wohnungen und Gewerbeimmobilien – nahmen sie um 8,2 auf 80,9 Mio. EUR zu. Sie dürften im Wesentlichen aus dem Verkauf von Wohnimmobilien stam-

Trotz deutlichem Erlösanstieg verbesserte sich das EBIT aus Wohnimmobilien nur leicht.

men. Eine detaillierte Aufgliederung der Segmenterträge gibt TAG allerdings nicht an. Der Verkauf einer Wohnprojektentwicklung in Hamburg war mit einer Rendite von 45% besonders ertragreich. Das Segmentergebnis (EBIT) verbesserte sich 2007 dennoch nur um 1,4 auf 21,5 Mio. EUR. Im eigenen Bestand befanden sich Ende 2007 rund 4.800 Wohnungen, wovon etwa 300 neu gebaut bzw. geplant werden. Letztere entstehen in Hamburg und nahe Mainz.

Im ersten Quartal 2008 erzielte TAG mit Wohnimmobilien Erlöse von 11,1 Mio. EUR und ein EBIT von 2,5 Mio. EUR. Im April akquirierte TAG über den Bauverein eine Wohnprojektentwicklung in zentraler Hamburger Innenstadtlage. Wir gehen davon aus, dass TAG mit Verkaufserlösen von 70 bis 80 Mio. EUR weiter im Wohnungsbau und der Bestandsentwicklung aktiv sein wird. Dafür wird das Unternehmen in diesem Jahr mit umfangreichen Investitionen die Grundlage schaffen. Wir rechnen damit, dass zwei Drittel der 2008 geplanten Investitionen von insgesamt 150 Mio. EUR in den Kauf bzw. die Entwicklung von Wohnimmobilien fließen.

Gewerbeimmobilien

TAG stockte 2007 mit Investitionen von 237 Mio. EUR das Immobilienvermögen der Gewerbesparte auf 400 Mio. EUR spürbar auf. Der Löwenanteil der Akquisitionen entfiel mit rund 180 Mio. EUR auf das „Siemens-Portfolio“ aus sechs Büroobjekten in München. Daneben erwarb TAG Büroimmobilien in Hamburg und Nürnberg. Damit hat der geplante REIT den angestrebten Mindestimmobilienbestand mehr als erreicht und könnte, wenn das Kapitalmarktumfeld ein besseres wäre, an die Börse gehen. Solange Immobilienaktien, und die TAG-Aktie insbesondere, mit deutlichen Abschlägen zum NAV notieren verbietet sich dies aber.

Die Gewerbesparte steigerte 2007 die Erlöse um 3,1 auf 41,2 Mio. EUR. Dabei entfiel mit 23,4 Mio. EUR etwas mehr als die Hälfte auf Mieteinnahmen. Durchschnittlich wurden 7,10 EUR je m² aus den Gewerbeobjekten erzielt. Die restlichen Erlöse dürften größtenteils aus Verkaufsumsätzen resultieren. So veräußerte TAG im Rhein-Main Gebiet vier Einzelhandelsobjekte. Die Wertzuschreibungen dürften hingegen zum deutlichen Anstieg des Segment-EBITs von 4,0 auf 30,8 Mio. EUR beigetragen haben. Das dürfte auch für das erste Quartal 2008 gelten, in dem das Gewerbesegment bei einem Umsatz von 6,2 Mio. EUR ein EBIT von 7,4 Mio. EUR erreicht hat. Im Laufe des Jahres sollten die Mieteinnahmen noch merklich zulegen, da die Investitionen des Vorjahres erst 2008 voll einbezogen werden.

Dienstleistungen

Der dritte Geschäftsbereich Dienstleistungen verdoppelte 2007 die Erlöse von 4,8 auf 10,7 Mio. EUR. Außer der Hausverwaltung von fremden 7.200 Wohnungen ist TAG auch in der Baubetreuung und im Asset-Management aktiv. Im Gegensatz zu den anderen Sparten erwirtschaftete TAG aus den Dienstleistungen ein negatives Ergebnis von 0,3 Mio. EUR. Im Vorjahr war es noch ein Überschuss von 1,1 Mio. EUR. Im laufenden Jahr erreichte TAG dies Ergebnissniveau bereits nach dem ersten Quartal. Dazu dürfte auch das Ende 2007 eingegangene Joint Venture mit der HSH Real Estate beigetragen haben. Beide Partner betreuen zusammen 1,3 Mrd. EUR im Asset-Management. Wir gehen davon aus, dass die Dienstleistungen künftig spürbare Gewinnbeiträge liefern.

TAG plant 2008 Investitionen von 150 Mio. EUR.

Mit der Akquisition des „Siemens-Portfolios“ hat der REIT seinen Mindestbestand erreicht.

Dienstleistungssparte startet 2008 mit gutem Ergebnisplus.

Entwicklung der Peergroup

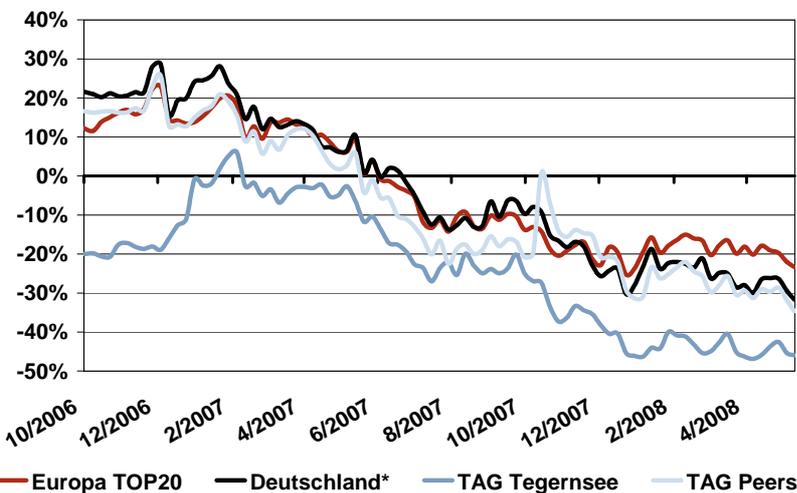
Wir vergleichen TAG mit Immobilienunternehmen, die sich auf Wohnimmobilien bzw. gemischte Portfolios fokussieren. Nach dem EV/EBIT-Multiplikator scheint TAG gegenüber den Peers deutlich unterbewertet. Im Vergleich zu den deutschen Wohnungshändlern kann TAG als fair bewertet angesehen werden.

	NAV Zu-/ Abschlag	EV / EBIT lfd. GJ GJ+1		Divi- dende
Gecina SA	-26%	21,6	20,7	5,9%
Fonciere des Regions	-14%	29,2	27,6	6,2%
Gagfah SA	-20%	17,5	17,1	7,6%
Deutsche Wohnen AG	-59%	19,7	18,7	2,7%
Colonia Real Estate AG	-40%	15,5	10,0	3,3%
Patrizia Immobilien AG	-45%	15,5	14,5	0,9%
Vivacon AG	-42%	7,2	7,0	5,7%
Mittelwert	-35%	18,0	16,5	4,6%
TAG Tegernsee	-46%	12,1	11,3	3,4%

Quelle: Reuters, Unternehmensangaben, HSH Nordbank

Die Zu- bzw. Abschläge zum NAV divergieren aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle und Unternehmensbesteuerung. Obgleich sich bei TAG im hohen Abschlag zum NAV noch unerfüllte Erwartungen der Investoren nach einem zahlungswirksamen Überschuss widerspiegeln, scheint der Abschlag zu hoch zu sein. Das Management kann mit der Realisierung eines Wachstums mit Cashflows, die die Dividende abdecken, einen wichtigen Beitrag leisten, um den Abschlag zum NAV zu reduzieren.

Zu- / Abschläge zum NAV bei TAG und in Europa in %



* enthalten sind Gecina, Fonciere des Regions, Dt. Wohnen (ab 10/2006), GAGFAH (ab 7/2007), Colonia Real Estate, Vivacon, Patrizia Immobilien (letzten drei ab 11/2007)
Quelle: Reuters, HSH Nordbank

SWOT-Analyse

Strengths

- TAG hält Wohnimmobilienportfolios in Hamburg, Berlin, München und anderen deutschen Großstädten. Diese Metropolregionen profitieren von einem stetigen Zuzug und bleiben attraktive Wohnungsmärkte.

TAG ist gegenüber den Peers unterbewertet.

Zu- und Abschläge zum NAV in Europa in %

Prämie/Abschlag NAV 5/2008	
Europa TOP20	-23%
Großbritannien	-30%
Frankreich	-12%
Deutschland	-33%
BeNeLux	-6%
Österreich	-35%
TAG Tegernsee	-46%
TAG Peers	-35%

Quelle: Reuters, HSH Nordbank

- Der Bau-Verein hat in Jahrzehnten Know-How als Bestandsentwickler aufgebaut und erfolgreich durch Portfolioakquisitionen und anschließender Modernisierung Wertschöpfung generiert.
- Mit dem Gewerbeimmobilienbestand erreicht TAG eine höhere Risikodiversifikation.
- Der Geschäftsbereich Dienstleistungen erhöht die Risikodiversifikation nochmals. Positiv ist zudem, dass die Dienstleistungserlöse für die Hausverwaltung und das Asset-Management relativ konjunkturunabhängig sind.

Weaknesses

- Die operative Ertragslage hat sich noch nicht über mehrere Jahre nachhaltig positiv entwickelt. Die Dividende wurde nicht zahlungswirksam verdient.
- Die Transparenz in der Berichterstattung befriedigt zunehmend die Bedürfnisse der Investoren. Wir halten sie aber noch für verbesserungswürdig.
- TAG hat optimale Bestandsgrößen in den jeweiligen Immobiliensektoren noch nicht erreicht.
- Nicht wenige Investoren bevorzugen auf einen Immobiliensektor fokussierte Immobilienaktien. Deren Vorstellungen entspricht TAG nicht.

Opportunities

- TAG profitiert von der relativen Stabilität des deutschen Immobilienmarktes.
- Die REITs sind in Deutschland eingeführt. TAG plant, einen REIT zu emittieren. Damit werden neue Investoren gewonnen.
- Der effektive Streubesitz ist angestiegen und die Aktie im SDAX. Sollte sich der Börsenumsatz erhöhen, dürfte TAG in den EPRA-Index zurückkehren.
- Mit den geplanten Investitionen nähert sich TAG der kritischen Masse und die Skaleneffekte nehmen zu.

Threats

- Zu hohe Investitionen könnten dazu führen, dass das Leverage-Risiko wieder stark zunimmt. TAG beabsichtigt aber, die Eigenkapitalquote nicht unter 30% fallen zu lassen.
- Stark steigende Zinsen verteuern die Finanzierung von Immobilieninvestitionen und können zu sinkenden Immobilienpreisen führen.
- Ein konjunktureller Abschwung könnte die Nachfrage nach Wohnungen reduzieren.

Ausblick und Bewertung

Der Vorstand gab bei Veröffentlichung der Geschäftszahlen das Gewinnziel für 2008 bekannt. Es soll ein Wachstum von etwa 10% erzielt werden. Demnach peilt TAG einen Vorsteuergewinn von knapp 33 Mio. EUR an. Dabei dürften Wertzuschreibungen zwar noch einen wichtigen Beitrag leisten, denn TAG plant gut 50 Mio. EUR in die Modernisierung von Beständen zu investieren. Die Zuschreibungen dürften aber geringer ausfallen als 2007, da die Immobilienpreise derzeit eher seitwärts tendieren bzw. nur sehr begrenztes Potenzial haben. Dafür werden die Mieteinnahmen dank der hohen Investitionen des Vorjahres

Vorstand strebt Gewinnwachstum von 10% an, d.h. knapp 33 Mio. EUR vor Steuern.

merklich steigen. Der Vorstand geht dabei von knapp 50 Mio. EUR aus. Die Verkaufserlöse sollen mit 70 bis 80 Mio. EUR etwas geringer als 2007 ausfallen. Die Dienstleistungserlöse dürften u.E. hingegen spürbar steigen, da sich das Joint Venture mit der HSH Real Estate im Asset-Management bemerkbar machen sollte. Wir passen unsere Schätzungen entsprechend an und gehen nunmehr von Wertzuschreibungen bis zu 13 Mio. EUR und von Mieten über 51 Mio. EUR aus. Unter dem Strich rechnen wir mit einem EBIT von gut 58 Mio. EUR und einem Vorsteuergewinn von 32,4 Mio. EUR. Nach Steuern dürfte ein Jahresüberschuss von 23,1 Mio. EUR und nach Anteilen Dritter für die Aktionäre ein Überschuss von 16,6 Mio. EUR bleiben. Wir erhöhen damit unsere vorherigen Ergebnisschätzungen. Bei der Dividende erwarten wir hingegen wie zuvor eine Erhöhung auf 20 Cent je Aktie.

Sollte sich das Kapitalmarktumfeld für Immobilienaktien nicht erheblich verbessern, gehen wir für dieses Jahr nicht mehr von einer öffentlichen Platzierung des REITs aus. Obgleich das Management auch andere Optionen prüft, halten wir eine Verschiebung ins kommende Jahr für wahrscheinlich, denn beim REIT besteht nach wie vor gesetzgeberischer Handlungsbedarf, um ihn für Initiierende und Investierende attraktiver zu gestalten.

Im kommenden Jahr dürfte TAG die Investitionen, die durch die Kapitalerhöhungen des Jahres 2006 ermöglicht wurden, abschließen. Wir rechnen nochmals mit einem Netto-Bestandsaufbau von mindestens rund 80 Mio. EUR. TAG dürfte dann eine Bilanzsumme von gut 1 Mrd. EUR erreichen, welche zu Mieteinnahmen von knapp 59 Mio. EUR führt. Bei Beibehaltung des derzeitigen Bestandsentwicklungs- und Neubaugeschäfts sowie einem wachsenden Dienstleistungsgeschäft dürfte TAG ein EBIT von 62 Mio. EUR erzielen. Aufgrund des investitionsbedingt ansteigenden Zinsaufwandes gehen wir aber nur von moderaten Gewinnsteigerungen aus. Ab 2010 sollten die Gewinne ohne Zuschreibungen ausreichen, um die eine Dividende von 35 Cent je Aktie auszuschütten.

Aufgrund gestiegener Renditeanforderungen Fair Value auf 7,80 EUR gesenkt.

Der NAV dürfte aufgrund der relativ robusten Verfassung des deutschen Immobilienmarktes, der Fokussierung der TAG auf wachstumsstarke Metropolregionen und den Wert steigernden Modernisierungen weiter steigen. Dadurch erhöht sich aber auch das Kapitalkosten fordernde Invested Capital, so dass zusammen mit unseren gestiegenen Renditeanforderungen ein Abschlag auf den NAV gerechtfertigt erscheint. Den Kursrückgang im letzten Jahr halten wir allerdings für übertrieben, was auch der Vergleich zu den Peers nahe legt. Nach der Kursstabilisierung der letzten Wochen erkennen wir daher Erholungspotenzial. So ermitteln wir nach unserem EVA[®]-basierten Bewertungsmodell einen fairen Wert von 7,80 EUR. Das impliziert einen Abschlag zum NAV von 29%. Das Anlagerisiko für die Aktie schätzen wir volatilitätsbedingt unverändert als ein hohes ein. Wir stufen unser Rating auf Kaufen herauf. Unser Kursziel auf Sicht von 12 Monaten sind 7,80 EUR.

Rating bei weiterhin hohem Risiko auf Kaufen angehoben.

Bitte beachten Sie die Sensitivitätsanalysen im Tabellenanhang unter Economic Value Added.

Gewinn- und Verlustrechnung

per 31.12. in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Mieteinnahmen	27,1	25,1	40,3	50,9	58,7	66,7	71,0	74,1
Immobilienverkäufe	121,9	72,7	81,0	76,4	74,5	76,1	76,4	78,3
Dienstleistungserlöse und Übriges	4,6	9,5	24,9	33,5	35,2	37,0	38,8	40,6
Umsatzerlöse	153,5	107,3	146,1	160,9	168,4	179,9	186,2	193,1
Bestandsveränderung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
akt. Eigenleistung	0,0	0,0	0,0	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3
sonstiger betrieblicher Ertrag	6,4	6,3	8,1	14,6	13,5	13,1	12,5	12,7
Neubewertung Immobilien	7,5	11,6	30,3	13,5	12,8	7,9	5,0	5,0
Betriebliche Erträge	167,5	125,2	184,5	190,1	195,9	202,1	204,9	212,0
bezogener Aufwand	132,7	85,8	104,9	105,1	106,1	110,4	112,2	116,0
Personalkosten	9,2	10,1	12,4	13,1	13,5	13,8	14,1	14,5
Operating Lease	0,0	1,8	1,9	2,0	2,1	2,0	2,1	2,2
Sonstiger betrieblicher Aufwand	18,9	9,8	12,6	10,5	10,8	10,5	10,2	11,2
Sonstige Steuern	1,0	1,0	1,3	0,7	0,7	0,5	0,4	0,4
Beteiligungsergebnis (at cost Anteil.)	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Ergebnis at equity Beteiligungen	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	5,6	16,6	51,2	58,9	63,0	65,1	66,0	67,9
Amortization	19,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen Finanzanlagen	0,9	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
planmäßige Abschreibungen	0,7	0,6	1,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EBIT	-15,8	16,0	48,8	58,4	62,5	64,5	65,5	67,4
Zinserträge	1,0	2,6	6,1	2,6	2,1	2,4	2,4	2,3
Zinsaufwand	18,4	13,1	25,2	28,5	30,4	33,0	33,6	35,1
Zinsergebnis	-17,4	-10,5	-19,1	-26,0	-28,3	-30,5	-31,3	-32,8
sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	-33,2	5,5	29,8	32,4	34,1	34,0	34,2	34,5
EE-Steueraufwand	2,1	0,5	10,5	9,2	8,8	7,1	5,4	5,5
Steueraufwandsquote in %	-6,4	9,8	34,8	28,5	25,8	20,8	15,8	15,8
Konzernjahresüberschuss	-35,4	4,9	19,3	23,2	25,3	26,9	28,8	29,1
Ergebnisanteile Dritter	-0,1	-2,1	-2,8	-6,5	-6,9	-7,0	-7,1	-7,3
Jahresüberschuss	-35,5	2,8	16,5	16,6	18,4	19,9	21,7	21,8
Ausschüttungsquote in %	0,0	0,0	19,8	39,2	53,2	57,3	52,6	52,3
Ausschüttungsquote in % (ohne Zuschreibung)	0,0	0,0	-23,6	210,4	174,9	94,7	68,3	67,9
Ausschüttung	0,0	0,0	3,3	6,5	9,8	11,4	11,4	11,4
Bereinigung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigtes Ergebnis	-35,5	2,8	16,5	16,6	18,4	19,9	21,7	21,8
Ergebnis je Aktie in EUR	-4,65	0,09	0,51	0,51	0,56	0,61	0,67	0,67
Dividende je Aktie in EUR	0,00	0,00	0,10	0,20	0,30	0,35	0,35	0,35

Quelle: HSH Nordbank

Bilanz

per 31.12. in Mio. EUR

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Langfristiges Vermögen								
Geschäfts-/Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Übriges immat. Vermögen	0,0	0,0	0,1	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Immobilienanlagen	119,0	172,5	556,7	664,4	770,3	818,4	846,8	875,4
Übrige Sachanlagen	4,9	4,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Finanzanlagen	1,9	2,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Anteile at equity Beteiligungen	4,3	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
	130,2	183,0	564,3	674,4	780,3	828,4	856,8	885,4
Kurzfristiges Vermögen								
Vorräte	255,7	344,0	215,6	185,5	161,5	151,1	133,4	120,1
Forderungen aus L&L	67,9	37,3	65,7	38,0	39,2	40,4	41,0	42,4
sonstige kurzfr. Ford. u. Vermögen	12,8	10,0	26,5	21,3	21,9	22,2	22,5	27,6
Finanzielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertragsteueransprüche	0,2	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel u. Wertpapiere	15,7	113,1	14,1	14,5	15,0	16,2	16,4	21,2
akt. Rechnungsabgrenzung kurzfristig	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Igfr. Vermögen zum Verkauf	0,0	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	352,3	509,6	322,3	259,5	237,8	230,1	213,5	211,4
Aktiva	482,5	692,5	886,6	933,9	1.018,1	1.058,5	1.070,3	1.096,8
Eigenkapital								
Gezeichnetes Kapital	10,0	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6
Kapitalrücklage	76,7	219,7	219,6	219,6	219,6	219,6	219,6	219,6
Gewinrücklage und Bilanzgewinn	-4,5	4,0	19,8	33,2	45,1	55,2	65,4	75,8
Eigenkapital Aktionäre	82,2	256,3	272,0	285,4	297,2	307,3	317,6	328,0
Eigene Anteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EK-Anteile Dritter	8,0	31,7	34,5	34,5	34,5	34,5	34,5	34,5
	90,2	288,0	306,5	319,9	331,7	341,8	352,1	362,5
Langfristige Verbindlichkeiten								
Pensionsrückstellungen	2,3	2,2	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3
Sonstige Igfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Igfr. Finanzschulden/-kredite	88,1	37,7	295,6	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0
übrige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
passive latente Steuern	1,6	1,5	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4
	92,5	41,8	305,9	360,4	360,5	360,5	360,6	360,6
Kurzfristige Verbindlichkeiten								
Sonstige kurzfristige Rückstellungen	15,9	12,4	22,1	22,8	23,5	26,3	24,6	23,3
kurzfristige Finanzschulden/-kredite	238,2	271,1	217,4	146,8	215,8	230,6	228,4	250,8
übrige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
kurzfristige Verbindlichkeiten L&L	17,0	72,4	20,2	57,0	58,8	70,7	75,8	74,2
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	27,7	3,9	10,3	22,8	23,5	24,3	24,6	21,2
Ertragsteuerverbindlichkeit	1,0	2,7	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
passive Rechnungsabgrenzung kurzfr.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Schulden aus Verkauf Igfr. Vermögen	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	299,7	362,7	274,2	253,6	325,8	356,1	357,6	373,7
Passiva	482,5	692,5	886,6	933,9	1.018,1	1.058,5	1.070,3	1.096,8

Quelle: HSH Nordbank

Kapitalflussrechnung

per 31.12. in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss	-35,5	2,8	16,5	16,6	18,4	19,9	21,7	21,8
- Ergebnisanteile Dritter	-0,1	-2,1	-2,8	-6,5	-6,9	-7,0	-7,1	-7,3
+ Abschreibungen / Neubewertung	23,8	-9,5	-27,9	-13,0	-12,2	-7,3	-4,4	-4,5
- Zunahme Net Working Capital	-28,6	6,7	74,2	-78,5	4,7	-9,3	-10,6	9,4
- Zunahme Igfr. Forderungen/sonst.Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Zunahme Igfr. Rückstellungen	4,1	-3,7	9,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Zunahme sonst. Igfr. Verbindl.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Zunahme lat. Steuern u. RAP	0,7	0,1	-6,9	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
- Gewinne aus Anlagenabgängen	0,0	0,8	0,0	6,3	5,0	4,5	3,8	3,8
- at-equity Beteiligungsergebnis	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- erhaltene Dividende	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- sonstige cashunwirk. Aufwand / Ertrag	-0,2	0,0	-3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	20,2	-15,7	-69,1	82,4	3,4	24,4	31,2	11,5
- Investitionen	5,1	27,9	250,0	80,9	78,6	39,3	25,2	25,5
+ Desinvestitionen	5,1	8,1	13,7	25,0	20,0	18,0	15,0	15,0
+/- Saldo Verkauf aufgegeb. Geschäft	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionen	0,0	-19,8	-236,3	-55,9	-58,6	-21,3	-10,2	-10,5
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	28,2	171,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	-29,2	-34,9	192,6	-16,2	69,1	14,8	-2,3	22,4
- Dividendenzahlung (inkl. Dritter)	0,0	0,0	0,0	9,8	13,4	16,8	18,5	18,7
+/- sonstige Transaktionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierung	-1,0	137,0	192,8	-26,0	55,6	-2,0	-20,8	3,7
Finanzmittelbestand Anfang	3,9	23,1	124,6	11,9	12,3	12,8	13,9	14,2
Veränderung Finanzmittel	19,2	101,5	-112,7	0,4	0,4	1,2	0,2	4,8
Finanzmittelbestand Ende	23,1	124,6	11,9	12,3	12,8	13,9	14,2	19,0

Quelle: HSH Nordbank

Economic Value Added

in Mio. EUR	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Umsatz	190,1	195,9	202,1	204,9	212,0
EBIT	58,4	62,5	64,5	65,5	67,4
+ implizite Kapitalkosten für Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Zinsanteil Leasingraten	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1
+ planmäßige AfA Immobilien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- cash operating taxes	-17,6	-16,9	-14,2	-10,9	-11,2
NOPAT	41,6	46,5	51,3	55,6	57,3
Invested Capital Jahresanfang	916,6	910,9	991,8	1.016,2	1.024,7
Invested Capital Jahresende	910,9	991,8	1.016,2	1.024,7	1.058,2
Invested Capital Durchschnitt	913,7	951,3	1.004,0	1.020,5	1.041,4
Capital Charge (IC*WACC)	50,0	52,5	57,2	60,3	62,2
ROIC in %	4,56	4,89	5,11	5,45	5,50
WACC in %	5,48	5,52	5,70	5,91	5,97
Spread ROIC - WACC in %	-0,92	-0,63	-0,58	-0,46	-0,47
EVA	-8,4	-6,0	-5,9	-4,7	-4,9
WACC	5,48	5,52	5,70	5,91	5,97
Diskontfaktoren	0,9691	0,9184	0,8689	0,8204	0,7742
Barwerte	-8,1	-5,5	-5,1	-3,8	-3,8

Quelle: HSH Nordbank

Barwerte Planungsphase	-26,4
+ Barwert Fade-Out <small>Wachstumsrate: 1,50%</small>	-77,5
= Market Value Added	-103,8
+ Net Asset Value	402,4
= Shareholder Value vor Dritten	298,6
- Anteile Dritter am Jahresanfang	44,4
= Shareholder Value in Mio. EUR	254,2
Anzahl ausstehende Aktien in Mio.	32,6
Shareholder Value je Aktie in EUR	7,80
Discount / Premium EVA in % zum NAV	-29,0

Sensitivitätsanalyse je Aktie in EUR

Beta	Wachstumsrate in Fade-Out		
	1,5%	2,0%	2,5%
1,10	8,59	8,43	8,24
1,20	8,03	7,80	7,55
1,30	7,50	7,22	6,90

Quelle: HSH Nordbank

Zinsannahmen

Risikofreier Zins	3,90
Risikoprämie Markt	2,80
Beta	1,20
EK-Zins	7,26
EK-Gewicht	43,9
FK-Zins vor Steuern	5,70
Steuerquote	28,5
WACC in 2008	5,48

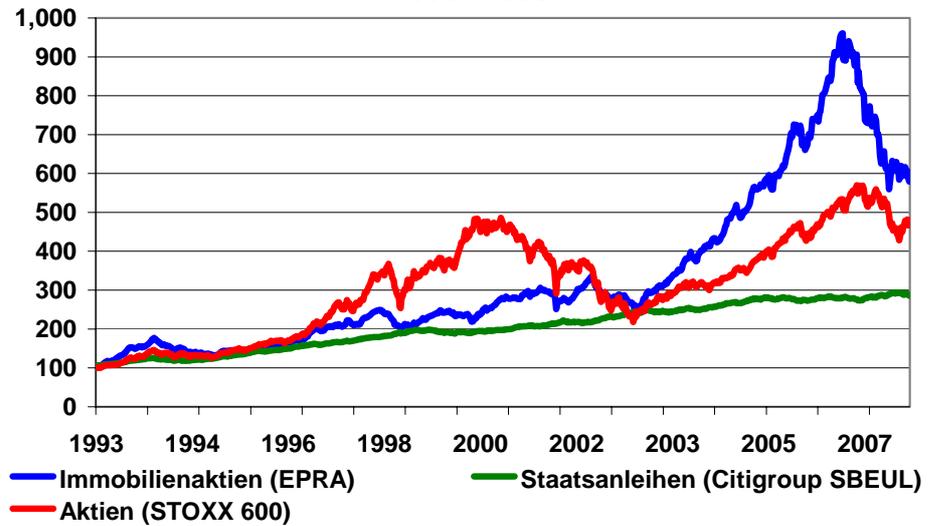
Quelle: HSH Nordbank

Kennzahlenüberblick

per 31.12.	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
<u>Kennzahlen in %:</u>								
Brutto-Marge	20,8	31,5	43,2	44,7	45,9	45,4	45,2	45,3
EBITDA-Marge	3,3	13,3	27,7	31,0	32,2	32,2	32,2	32,0
EBIT-Marge	-9,4	12,8	26,5	30,7	31,9	31,9	32,0	31,8
Umsatzrendite vor Steuern	-19,8	4,4	16,1	17,0	17,4	16,8	16,7	16,3
Umsatzrendite nach Steuern	-21,2	2,3	8,9	8,7	9,4	9,8	10,6	10,3
Steuerquote	-6,4	9,8	34,8	28,5	25,8	20,8	15,8	15,8
Eigenkapitalrendite (Buchwerte)	-37,1	1,5	5,5	5,5	5,6	5,9	6,2	6,1
Eigenkapitalrendite (Marktwerte)	-37,8	1,5	4,8	4,5	4,7	4,9	5,2	5,1
ROIC	-3,83	2,72	3,78	5,23	4,89	5,11	5,45	5,50
Ausschüttungsquote	0,0	0,0	19,8	39,2	53,2	57,3	52,6	52,3
<u>Kennzahlen absolut:</u>								
Netto-Verschuldung / EK Buchwert	3,47	0,73	1,67	1,55	1,70	1,69	1,64	1,64
Gesamtverschuldung / EK Buchwert	3,62	1,07	1,67	1,55	1,71	1,70	1,64	1,66
EK Buchwert / Bilanzsumme	0,19	0,42	0,35	0,34	0,33	0,32	0,33	0,33
Netto-Verschuldung / EK Marktwert	3,59	0,58	1,31	1,24	1,37	1,37	1,34	1,35
Gesamtverschuldung / EK Marktwert	3,75	0,86	1,32	1,24	1,38	1,38	1,34	1,36
EK Marktwert / Invested Capital	0,21	0,53	0,43	0,44	0,41	0,41	0,42	0,42
FCF / Verschuldung	0,09	-0,03	-0,52	0,12	-0,04	0,06	0,09	0,06
Investitionen / CF aus lf. Gesch.	0,26	-1,35	-3,62	0,98	23,05	1,61	0,81	2,21
Net Working Capital / Umsatz	1,64	2,40	1,36	0,91	0,91	0,83	0,77	0,79
Investitionen / Umsatz	0,03	0,17	1,36	0,43	0,40	0,19	0,12	0,12
<u>Bewertungskennzahlen:</u>								
aktueller Börsenkurs in EUR				5,87				
Marktkapitalisierung in Mio. EUR				191				
EV in Mio. EUR				696				
EV / Sales				51,5	54,4	88,5	140,1	139,2
EV / EBITDA				11,8	11,0	10,7	10,5	10,2
EV / EBIT				11,9	11,1	10,8	10,6	10,3
KUV				14,2	14,9	24,3	38,5	38,3
KGV				11,5	10,4	9,6	8,8	8,8
adj. KGV (+ AfA)				11,5	10,4	9,6	8,8	8,8
<u>Net Asset Value:</u>								
Net Asset Value in Mio. EUR	90,2	369,8	402,4	413,2	425,1	435,2	445,5	455,9
NAV in EUR je Aktie (inkl. Anteile Dritter)	11,84	11,36	12,36	12,69	13,05	13,36	13,68	14,00
NAV in Mio. EUR ohne Anteile Dritter	82,2	326,6	358,0	368,8	380,7	390,8	401,1	411,5
NAV in EUR je Aktie (exkl. Anteile Dritter)	10,78	10,03	10,99	11,33	11,69	12,00	12,32	12,63
NAV nach EPRA in Mio. EUR (dis. 10 J.)	79,1	316,8	345,5	355,8	367,0	376,8	387,0	397,3
NAV nach EPRA in EUR je Aktie	10,38	9,73	10,61	10,93	11,27	11,57	11,88	12,20

Quelle: HSH Nordbank

Wertentwicklung Asset-Klassen in Europa 1993 - 2008



Quelle: Bloomberg (Schlusskurse), basiert auf Performance Indices

Asset-Klassen Analyse*	EPRA	Staatsanleihe	STOXX 600
1993-2008			
Rendite p.a.	12.8%	7.1%	12.0%
Volatilität p.a.	12.1%	3.8%	16.0%
Sharpe Ratio	0.75	0.89	0.52
2003-2008			
Rendite p.a.	15.6%	3.5%	13.2%
Volatilität p.a.	15.3%	3.5%	14.0%
Sharpe Ratio	0.84	0.23	0.75

* Performance Indices

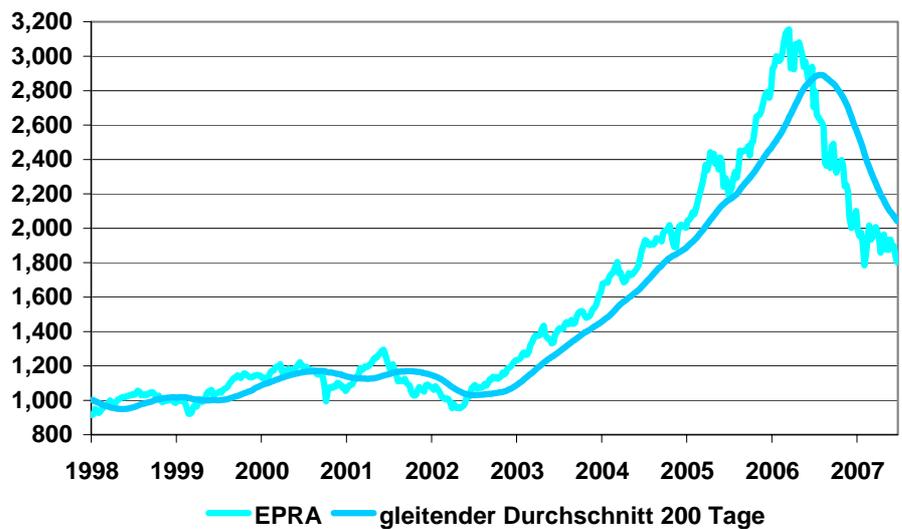
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Korrelationen*	EPRA	Staatsanleihe	STOXX 600
1993-2008			
EPRA	1.00		
Staatsanleihe	0.01	1.00	
STOXX 600	0.60	-0.05	1.00
2003-2008			
EPRA	1.00		
Staatsanleihe	-0.13	1.00	
STOXX 600	0.63	-0.39	1.00

* Performance Indices

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

EPRA Preis Index 1999 - 2008



Quelle: Bloomberg (Schlusskurse)

Europäische Immobilienaktien* EPRA TOP 20	Kurse 52 Wochen				Performance** in %					Dividendenrendite in %				EV / EBIT				Börsenwert in Mio. EUR	Umsatz in Mio. EUR***	Beta**** Faktor	
	Währung	Kurs	hoch	tief	3 Monate	6 Monate	1 Jahr	3 Jahr	5 Jahr	FY -1	FY 0e	FY+1e	FY+2e	FY -1	FY 0e	FY+1e	FY+2e				
LAND SECURITIES GROUP PLC	UK	GBP	1,416.00	1,970.00	1,371.00	-11.0	-6.6	-25.5	3.4	16.2	4.52	4.80	5.00	5.60	19.8	18.2	17.0	19.6	8,328	61.7	1.02
BRITISH LAND CO PLC	UK	GBP	786.50	1,477.00	770.00	-17.0	-14.1	-44.6	-1.2	12.7	4.45	4.72	4.97	5.62	16.5	16.2	15.4	13.4	5,138	80.4	1.05
UNIBAIL-RODAMCO	F	EUR	164.25	221.00	136.51	1.9	6.4	-18.2	20.9	32.0	4.26	4.70	5.15	5.65	n.a.	20.2	18.4	16.7	13,477	54.5	0.92
HAMMERSON PLC	NL	GBP	904.00	1,656.00	895.50	-18.3	-13.0	-42.2	1.9	13.6	3.02	3.22	3.44	3.73	22.1	20.9	18.4	17.1	3,328	31.9	1.04
LIBERTY INTERNATIONAL PLC	UK	GBP	876.00	1,232.00	852.50	-8.3	-22.3	-25.9	-0.8	9.9	3.89	4.03	4.18	4.41	21.3	20.2	19.4	17.4	4,072	36.6	1.20
IMMOFINANZ AG	UK	EUR	7.20	12.30	5.67	1.0	1.3	-37.4	2.0	4.5	n.a.	5.22	5.42	5.92	n.a.	15.0	11.1	24.9	3,328	9.1	0.67
SEGRO PLC	A	GBP	409.50	730.30	384.00	-21.5	-7.7	-41.0	-2.8	7.5	5.62	5.93	6.30	6.59	n.a.	8.1	7.2	6.4	2,262	18.8	1.17
IMMOEAST AG	UK	EUR	6.17	11.55	5.45	3.4	-16.6	-43.0	-3.4	n.a.	n.a.	0.00	0.00	0.00	n.a.	24.1	12.6	7.4	5,145	4.7	0.73
CORIO NV	A	EUR	56.88	66.82	44.06	-7.7	-2.1	-9.6	13.4	21.2	4.57	4.74	4.92	5.27	10.2	19.7	19.6	17.9	3,816	21.1	1.03
KLEPIERRE	NL	EUR	38.48	49.40	27.84	-1.1	8.6	-16.9	18.4	25.3	3.25	3.50	3.91	4.25	n.a.	24.1	20.0	19.0	5,468	15.8	1.13
DERWENT LONDON PLC	F	GBP	1,202.00	2,130.00	1,186.00	-16.8	-20.7	-40.5	2.4	18.4	1.87	2.24	2.34	2.57	24.2	22.4	20.2	11.5	1,529	16.0	0.89
IVG IMMOBILIEN AG	UK	EUR	15.54	33.99	15.30	-32.9	-42.9	-50.1	4.7	17.3	4.50	4.34	4.67	4.63	n.a.	22.5	17.0	13.2	1,797	14.1	0.91
WERELDHAVE NV	D	EUR	76.60	110.00	66.37	-4.4	1.6	-28.1	2.6	13.3	6.07	6.15	6.21	6.28	n.a.	15.7	14.5	13.3	1,592	12.3	0.63
CA IMMOBILIEN ANLAGEN AG	NL	EUR	15.75	24.20	11.15	6.5	-1.3	-33.7	-7.3	-2.7	n.a.	0.00	0.00	0.00	n.a.	13.0	9.5	9.4	1,353	1.6	0.52
PSP SWISS PROPERTY AG-REG	A	CHF	64.95	71.47	54.55	0.2	10.7	-7.6	8.9	13.3	0.00	3.78	3.89	3.95	n.a.	26.0	24.7	22.0	1,849	8.3	0.52
BRIXTON PLC	CH	GBP	259.00	492.75	251.50	-22.1	-19.7	-46.5	-7.4	7.1	5.25	5.33	5.44	5.60	n.a.	21.1	18.7	17.9	881	7.4	0.86
GREAT PORTLAND ESTATES PLC	UK	GBP	395.75	726.00	387.25	-21.6	-21.7	-43.6	6.7	13.7	3.01	3.21	3.61	3.51	33.3	26.3	16.3	33.8	904	12.5	0.81
CASTELLUM AB	UK	SEK	66.25	103.00	57.50	-13.4	-9.9	-31.6	1.5	19.9	4.53	4.76	5.01	5.28	26.1	15.5	14.8	14.4	1,218	4.2	0.93
FONCIERE DES REGIONES	S	EUR	89.18	127.81	75.30	-8.8	-6.3	-28.0	12.4	36.3	5.94	6.21	6.54	7.05	n.a.	29.1	27.5	26.5	3,636	5.3	0.81
SILIC	F	EUR	89.75	135.93	76.80	-0.4	-11.4	-29.8	10.0	22.1	4.46	4.77	5.19	5.51	62.8	28.7	26.5	24.8	1,552	5.3	1.04
Mittelwert						-9.6	-9.4	-32.2	4.3	15.9	4.07	4.08	4.31	4.57	26.3	20.3	17.4	17.3	3,534	21.1	0.89

* Für deutsche Investoren: Jeweils Relevanz des Investmentgesetzes (früher AuslInvG) prüfen; ** annualisierte 3- und 5-Jahresrenditen; *** vom Vortag; **** Beta Faktor zum heimischen Hauptbörsenindex; FY = Financial year

Quelle: Bloomberg (Schlusskursbasis), Schätzungen: Bloomberg

Deutsche Immobilienaktien DIMAX TOP 20	Kurse 52 Wochen				Performance* in %					Dividendenrendite in %				EV / EBIT				Börsenwert in Mio. EUR	Umsatz in Tsd. EUR**	Beta*** Faktor	
	Währung	Kurs	hoch	tief	3 Monate	6 Monate	1 Jahr	3 Jahr	5 Jahr	FY -1	FY 0e	FY+1e	FY+2e	FY -1	FY 0e	FY+1e	FY+2e				
IVG IMMOBILIEN AG	D	EUR	15.51	33.99	15.30	-33.0	-42.7	-50.0	4.7	17.2	4.51	4.51	4.84	5.80	15.8	18.2	13.9	12.3	1,797	14.2	0.90
GAGFAH SA	D	EUR	11.01	20.22	10.22	-1.1	-6.4	-41.2	n.a.	n.a.	1.82	7.58	8.13	9.03	n.a.	18.0	17.1	16.0	2,473	2.3	n.a.
DEUTSCHE EUROSHOP AG	D	EUR	25.86	29.72	20.76	3.3	-0.8	-11.0	11.3	15.5	0.00	0.00	0.00	0.00	13.3	14.0	14.0	13.3	892	2.8	0.54
DEUTSCHE WOHNEN AG-BR	D	EUR	15.19	42.32	14.74	-29.5	-41.5	-61.7	-3.2	3.4	0.00	2.63	3.95	6.25	18.0	20.0	19.0	18.0	412	1.1	n.a.
ALSTRIA OFFICE REIT-AG	D	EUR	11.20	16.89	8.90	-5.3	-3.1	n.a.	n.a.	n.a.	4.58	5.63	6.04	6.29	n.a.	19.3	18.3	16.9	622	0.6	n.a.
DIC ASSET AG	D	EUR	20.25	31.65	15.63	0.0	-1.6	-35.7	48.1	n.a.	8.15	8.58	9.39	10.38	n.a.	17.5	15.4	15.8	638	1.4	0.90
GBW AG	D	EUR	13.00	16.83	11.54	-3.6	5.0	-0.9	22.6	18.7	0.49	n.a.	618	n.a.	0.13						
PATRIZIA IMMOBILIEN AG	D	EUR	3.77	16.05	2.93	-8.7	-34.5	-73.2	n.a.	n.a.	n.a.	3.58	5.20	5.65	n.a.	15.5	15.0	14.9	197	1.3	n.a.
GAG IMMOBILIEN AG-PRF	D	EUR	23.70	31.80	18.00	2.8	-6.7	-25.8	2.2	7.4	2.11	2.11	2.95	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	440	0.0	0.39	
COLONIA REAL ESTATE AG	D	EUR	10.76	37.00	9.97	-32.1	-42.8	-69.5	70.4	112.2	n.a.	4.18	5.50	7.20	n.a.	11.7	9.9	8.4	241	1.8	1.81
VIVACON AG	D	EUR	8.95	31.30	8.35	-41.3	-34.8	-66.4	-7.5	35.5	5.59	6.25	6.77	5.54	n.a.	7.8	6.9	6.3	177	3.9	1.43
TAG TEGERNSEE IMMOB & BETEIL	D	EUR	5.94	10.41	5.42	-7.8	-18.3	-41.7	-5.3	3.7	1.68	3.37	5.05	5.89	14.5	12.1	11.3	11.0	195	0.3	0.69
HAMBORNER AG	D	EUR	8.57	12.78	7.52	-2.4	-4.5	-30.3	1.8	8.6	4.08	4.08	4.08	4.08	13.6	1.3	4.7	3.7	194	0.0	0.40
AIG INTERNATIONAL REAL ESTAT	D	EUR	38.95	46.86	36.00	-1.0	-9.0	-15.4	15.6	9.2	n.a.	163	0.0	0.09							
VIB VERMOEGEN AG	D	EUR	7.46	12.85	6.40	-7.5	-7.5	-38.3	n.a.	n.a.	2.68	2.91	3.58	n.a.	33.6	13.2	10.4	8.8	126	0.0	0.25
HAHN IMMOBILIEN BETEILIGUNGS	D	EUR	7.80	13.60	6.25	8.5	7.4	n.a.	n.a.	n.a.	2.31	2.56	4.17	n.a.	38.4	21.8	19.7	n.a.	92	n.a.	n.a.
POLIS IMMOBILIEN AG	D	EUR	9.40	15.00	7.80	0.9	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.26	4.79	n.a.	n.a.	9.0	6.8	n.a.	101	0.0	n.a.
FRANCONOFURT AG	D	EUR	7.37	13.94	5.55	15.6	-22.7	-43.9	n.a.	n.a.	7.67	10.18	10.18	n.a.	n.a.	8.4	10.3	n.a.	65	0.0	0.90
FRANCONOWEST AG	D	EUR	1.00	1.79	0.11	-10.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	32	0.0	n.a.
ESTAVIS AG	D	EUR	6.42	29.80	4.52	-29.8	-48.4	-75.7	n.a.	n.a.	0.00	8.80	n.a.	n.a.	10.2	8.2	n.a.	n.a.	51	0.1	n.a.
Mittelwert						-9.1	-16.5	-42.5	14.6	23.1	3.04	4.78	5.24	5.76	19.7	13.5	12.9	12.1	476	1.7	0.70

* annualisierte 3- und 5-Jahresrenditen; ** vom Vortag; *** Beta Faktor zum DAX; FY = Financial year

Quelle: Bloomberg (Schlusskursbasis), Schätzungen: Bloomberg, wenn keine eigenen

HSH Nordbank Coverage von Immobilienaktien	Anlage- risiko	Rating	Rating letzte Veränderung	Kurs* zur Studien- publikation	Fair Value	geschätzte Rendite in %			aktuelle Bewertung			
						Wert	Dividende	Gesamt	letzter Kurs	NAV	Ab/ Zuschlag	
IVG Immobilien	hoch	kaufen	05/2008	Kursziel gesenkt	17.00	28.25	66.2	4.1	70.3	15.51	28.95	-46.4
TAG Tegernsee	hoch	kaufen	05/2008	Rating angehoben	5.87	7.80	32.9	1.7	34.6	5.94	10.99	-46.0
Deutsche Euroshop	mittel	kaufen	05/2008	Kursziel bestätigt	27.50	31.00	12.7	3.8	16.5	25.86	26.91	-3.9
Deutsche Wohnen	hoch	kaufen	05/2008	Kursziel gesenkt	16.97	27.00	59.1	2.4	61.5	15.19	37.16	-59.1
GWB Immobilien	hoch	kaufen	02/2008	Kursziel gesenkt	7.21	13.50	87.2	3.9	91.1	6.35	5.46	16.3

* Eröffnungskurs

Quelle: HSH Nordbank

Beste und schlechteste Investments* seit 1993					EU Staats- anleihen
Jahr	EPRA	DAX 100	STOXX 600	REXP	
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	47.0%	19.7%	18.1%	-0.1%	-0.5%
2007	-32.1%	20.6%	2.2%	2.4%	2.2%
2008	-3.1%	-8.3%	-6.9%	0.9%	-1.1%

* Performance Indices

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Offene Immobilienfonds	Preis in EUR		Kurse 52 Wochen			Performance* in %					Ausschüttung
	Brief	Geld	hoch	tief	3 Monate	6 Monate	1 Jahr	3 Jahr	5 Jahr	in %	
AXA IMMOSELECT	59.18	62.14	59.18	56.78	1.0	2.0	2.1	4.9	4.8	2.70	
CS EUROREAL-A=	60.50	n.a.	61.49	59.19	1.1	-1.5	0.8	4.2	4.1	3.80	
DEKA-IMMOBILIENEUROPA	47.38	49.87	48.30	46.41	1.0	-1.0	1.7	4.6	4.0	4.01	
DEKA-IMMOBILIENFONDS	40.28	42.40	42.40	39.65	1.1	-4.6	-3.0	3.1	2.5	6.88	
UNIIMMO: DEUTSCHLAND	102.60	107.74	102.61	96.73	0.6	1.7	2.7	4.6	3.2	3.61	
UNIIMMO: EUROPA	58.50	61.45	60.14	57.52	0.9	-2.6	0.8	4.1	3.4	4.44	
GRUNDBESITZ-EUROPA	42.24	42.28	44.36	41.56	0.9	-3.9	-0.7	n.a.	n.a.	6.63	
DEGI EUROPA	64.91	68.17	72.00	64.00	0.8	-9.6	-6.8	3.0	2.7	12.32	
HAUSINVEST EUROPA XTF	43.55	43.57	43.92	40.72	1.3	2.7	3.5	4.6	3.8	3.10	
KANAM GRUNDINVEST FONDS	n.a.	60.56	57.47	55.07	1.4	3.5	1.3	6.1	6.5	4.18	
SEB IMMOINVEST	57.26	60.28	58.41	55.11	1.4	2.3	-1.0	4.7	4.6	5.76	
WESTINVEST 1	23.49	23.55	24.42	23.23	0.7	-3.3	-1.2	3.1	2.9	5.11	
Mittelwert					1.0	-1.2	0.0	4.3	3.9	5.21	

* annualisierte 3- und 5-Jahresrendite

Quelle: Bloomberg (Schlusskurse), eigene Berechnung

Immobilienaktienfonds*	Preis in EUR	Kurse 52 Wochen			Performance** in %				
		hoch	tief	3 Monate	6 Monate	1 Jahr	3 Jahr	5 Jahr	
EUROPA IMMOBILIA CERTIFICATE	141.20	230.72	138.28	-10.7	-12.2	-35.9	0.8	12.4	
EASYETF FTSE EPRA EUROZONE	218.36	316.00	184.37	-2.3	-4.0	-27.8	7.9	n.a.	
CREDIT SUISSE EQ-EURO PROP-B	17.01	27.86	16.81	-7.6	-10.4	-35.8	0.4	14.3	
HENDERSON HORIZ-PAN EU PR-A2	25.49	43.19	25.39	-8.3	-9.9	-39.6	3.0	16.1	
E&G FONDS-IMMO EUROPA-C CAP	235.00	371.45	235.00	-9.9	-16.1	-36.0	-1.1	9.6	
E&G FONDS-IMMO EUROPA-C DIS	177.12	295.39	177.12	-9.9	-20.5	-39.4	-1.1	9.2	
MORGAN ST SICAV EURO PROP-A=	24.05	38.94	23.40	-10.4	-10.3	-36.9	0.8	12.8	
SSGA EMU INDEX REAL ESTATE F	n.a.	353.80	208.05	-2.7	-7.3	-31.7	4.5	14.4	
ING (L) INV-EUROPE RE EST-PC	642.47	1,023.81	628.51	-10.5	-14.4	-35.2	1.2	13.3	
Mittelwert				-8.1	-11.7	-35.4	1.8	12.8	

* Für deutsche Investoren: Jeweils Relevanz Investmentgesetzes prüfen; ** annualisierte 3- und 5-Jahresrendite

Quelle: Bloomberg (Schlusskurse), eigene Berechnung

Das Bewertungskonzept

Diese Bewertung basiert auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfbareren 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 Aktienmarkttrendite berechnet. Da eine möglichst langfristige und breite Betrachtung sinnvoll ist, haben wir als Zeitraum die letzten 20 Jahre und als Bezugsindex für die Aktienmarkttrendite 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 Aktualisierungstichtag genommen.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Kauf** bei einer erwarteten Rendite von über:

- 10% bei einem niedrigen Anlagerisiko,
- 15% bei einem mittleren Risiko sowie
- 20% bei einem hohen Risiko.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Halten** bei einer erwarteten Rendite:

- von 0% bis 10% bei einem niedrigen Anlagerisiko,
- von 0% bis 15% bei einem mittleren Risiko sowie,
- von 0% bis 20% bei einem hohen Risiko.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Verkauf**, wenn die erwartete Rendite kleiner als 0% ist.

Eine Aktualisierung bzw. Bestätigung des Ratings erfolgt mindestens einmal im Kalenderjahr.

* Volatilität: Maß zur Risikomessung. Die Volatilität ist die Standardabweichung einer Zufallsvariablen (hier der prozentualen Aktienkursveränderungen).

** Median: mittelster Wert einer Menge von Werten, hier dem DJSTOXX600®-Index. Der Median ist der mittlere Wert einer Grundgesamtheit/Stichprobe bei ungerader Anzahl von Werten, bei gerader Anzahl von Werten wird er aus dem arithmetischen Mittelwert der beiden mittleren Werte ermittelt.

Übersicht HSH Nordbank Aktien-Rating

Aktien-Rating HSH Nordbank	Rendite aus Kursveränderung und Dividende				
	unter 0%	0% bis 10%	10% bis 15%	15% bis 20%	ab 20%
niedrig	Verkauf	Halten	Kauf	Kauf	Kauf
Anlagerisiko mittel	Verkauf	Halten	Halten	Kauf	Kauf
hoch	Verkauf	Halten	Halten	Halten	Kauf

Ratings der HSH Nordbank

	Coverage insgesamt	Inv.Bank.- Aktivitäten
Kaufen	43%	75%
Halten	43%	25%
Verkaufen	13%	0%

Coverage bei Inv-Bank.-Aktivität:

	Rating:	
Eurokai Vz.	Rating:	Kaufen
HCI HAMMONIA		
SHIPPING	Rating:	Kaufen
HHLA	Rating:	Halten
m-u-t	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 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 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. (Stand: 06. Mai 2008)

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

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.