

# Deutsche EuroShop

DEQ GR

- **Mieteinnahmen wachsen dank neuer Center**
- **Finanzstruktur ist solide**
- **Bewertungsergebnis dürfte 2009 negativ werden**

## Einzelhandelsimmobilien

Branche

22,00 EUR

Kurs

Mittel

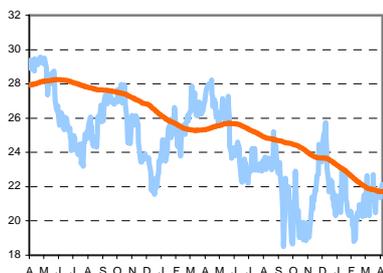
Anlagerisiko

25,00 EUR

Kursziel

Kaufen

Vorher: Kaufen



Quelle: Bloomberg

### Bewertung je Aktie in EUR

Net Net Asset Value 2008	25,03
Market Value Added	-0,03
Fair Value	25,00
52-Wochen-Hoch	28,22
52-Wochen-Tief	18,50

### Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
MDAX	-4,5	-7,6	+30,2
EPRA	+0,4	+22,6	+60,6

### Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	761
Anzahl Aktien (Mio.)	34,375
Umsatz p.a. (Mio. EUR)	710
Volatilität in % p.a.	47,1
Bloomberg	DEQ GR
ISIN:	DE0007480204

### Anteilseigner

Familie Otto	19,5%
Attfund	5,8%
Streubesitz	74,7%

### 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.

### Zusammenfassung

Die Deutsche EuroShop hat kürzlich die endgültigen Geschäftszahlen für 2008 bekannt gegeben. Der Umsatz verbesserte sich gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 20,4% auf 115,3 Mio. EUR. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) stieg um 25% auf 98,1 Mio. EUR. Das Finanzergebnis, welches neben den Zinserträgen und Zinsaufwendungen auch die Beteiligungserträge sowie die den Kommanditisten zustehende Ergebnisanteile enthält, verschlechterte sich um 8,6 Mio. EUR auf - 48,2 Mio. EUR. Das Bewertungsergebnis verringerte sich um 1,9 Mio. EUR auf 37,1 Mio. EUR. Neben den Erstbewertungen für die neuen Shoppingcenter wurde es von Währungsschwankungen beeinflusst. Der Konzernüberschuss sank um 27% auf 68,9 Mio. EUR. Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie von 2,00 EUR. Der FFO verbesserte sich um 29% auf 49,8 Mio. EUR bzw. 1,45 EUR je Aktie. Die Dividende soll unverändert bei 1,05 EUR je Aktie liegen.

Die Geschäftszahlen für 2008 lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Unsere Prognose für die beiden kommenden Jahre stimmt in etwa mit dem Ausblick der Geschäftsleitung der Deutschen EuroShop überein. Wir erwarten jedoch Ergebnisse, die eher am unteren Rand der Managementerwartungen liegen. Das Bewertungsergebnis, bei dem das Management keinen Ausblick gibt, dürfte im laufenden Geschäftsjahr negativ werden.

Mittels der Economic Value Added-Methode (EVA<sup>®</sup>) haben wir einen fairen Wert von 25,00 EUR je Aktie ermittelt (vorher 25,00 EUR). Unsere Einstufung bleibt bei Kaufen mit einem Kursziel auf Sicht von 12 Monaten von 25,00 EUR. Das Anlagerisiko ist nach wie vor durchschnittlich.

Kennzahlen in Mio. EUR	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	95,8	115,3	125,3	128,5	135,3	140,9	143,1
EBIT	78,5	98,1	105,1	108,9	115,1	120,1	122,0
Finanzergebnis	-36,0	-42,0	-47,4	-50,7	-52,1	-52,3	-52,0
Bewertungsergebnis	39,0	37,1	-7,4	3,6	22,6	24,6	25,0
EBT	81,5	93,2	50,3	61,8	85,5	92,4	94,9
Jahresüberschuss	94,2	68,9	36,6	46,7	67,6	73,3	75,2
Ergebnis je Aktie in EUR	2,74	2,00	1,06	1,36	1,97	2,13	2,19
Dividende je Aktie in EUR	1,05	1,05	1,05	1,10	1,15	1,20	1,20
FFO je Aktie in EUR	1,12	1,45	1,51	1,54	1,70	1,84	1,90
NAV je Aktie in EUR	26,91	27,43	27,40	27,73	28,72	29,83	30,95

Quelle: DES, HSH Nordbank

**Geschäftszahlen 2008****Umsatz um 20% gestiegen**

Die Deutsche EuroShop hat kürzlich die endgültigen Geschäftszahlen für 2008 bekannt gegeben. Der Umsatz verbesserte sich gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 20,4% auf 115,3 Mio. EUR. Dieses Plus geht auf die zuletzt eröffneten Objekte in Danzig, Hameln und Passau zurück. Das like-for-like-Wachstum lag bei 2,0%. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) stieg um 25% auf 98,1 Mio. EUR. Der im Vergleich zum Umsatz etwas stärkere Anstieg des EBIT ist auf den Rückgang der Grundstücksbetriebskosten (-25% auf 6,0 Mio. EUR) zurückzuführen. Geringere Instandhaltungskosten sowie niedrigere Vorlaufkosten für Neueröffnungen haben dazu beigetragen.

**Finanzergebnis sank um 8,6 Mio. EUR auf - 48,2 Mio. EUR**

Aufgrund der neuen Objekte sind die Zinsaufwendungen um 14,6% auf 46,1 Mio. EUR gestiegen. Die durchschnittlichen Fremdfinanzierungszinsen betragen 5,36% nach 5,33% im Vorjahr. Das Finanzergebnis, welches neben den Zinserträgen und Zinsaufwendungen auch die Beteiligungserträge sowie die den Kommanditisten zustehende Ergebnisanteile enthält, verschlechterte sich um 8,6 Mio. EUR auf - 48,2 Mio. EUR.

**Bewertungsergebnis sank um 1,9 Mio. EUR auf 37,1 Mio. EUR**

Das Bewertungsergebnis verringerte sich um 1,9 Mio. EUR auf 37,1 Mio. EUR. Aus der Erstbewertung der Shoppingcenter in Hameln und Passau resultiert ein Gewinn von 12 Mio. EUR. Die Verkehrswerte der Bestandsobjekte sind auf Euro-Basis um 16,2 Mio. EUR gestiegen. Dieser Zuwachs ist im Wesentlichen auf die Galeria Baltycka zurückzuführen, deren Erträge deutlich über den Erwartungen liegen. Daneben wurden vier weitere Bestandsobjekte zwischen 0,1% und 2,7% aufgewertet. Bei neun Objekten lagen die Verkehrswerte zwischen 0,4% und 3,3% unter dem Vorjahr. Der durchschnittliche Diskontierungssatz des Portfolios wurde um 30 Basispunkte auf 6,68% angehoben.

Das Bewertungsergebnis enthält außerdem Währungseinflüsse in Höhe von 21,8 Mio. EUR durch die Umrechnung der Verkehrswerte der Immobilien als auch der Bankdarlehen. Insgesamt beläuft sich das Bewertungsergebnis auf 49,8 Mio. EUR. Davon entfallen auf die Minderheitsgesellschafter 11,7 Mio. EUR, so dass schließlich ein Betrag von 37,1 Mio. EUR in der GuV ausgewiesen wird.

**Ergebnis je Aktie:  
2,00 EUR (-27%)**

Trotz der Eröffnung neuer Center sowie dem hohen Bewertungsergebnis sank der Konzernüberschuss um 27% auf 68,9 Mio. EUR. Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie von 2,00 EUR. Allerdings war das Vorjahresergebnis durch die Auflösung latenter Steuern im Rahmen der Unternehmenssteuerreform positiv beeinflusst.

**FFO je Aktie:  
1,45 EUR (+29%)**

Der FFO verbesserte sich um 29% auf 49,8 Mio. EUR bzw. 1,45 EUR je Aktie. Der NAV ist von 26,91 EUR je Aktie auf 27,43 EUR je Aktie gestiegen. Die Dividende soll unverändert bei 1,05 EUR je Aktie liegen.

**Ausblick der Deutschen EuroShop**

Das Management der EuroShop erwartet für 2009 einen Zuwachs des Umsatzes auf 125 bis 128 Mio. EUR. Im kommenden Jahr soll der Umsatz dann auf 128 bis 131 Mio. EUR steigen. Das EBIT soll 2009 zwischen 105 und 108 Mio. EUR und 2010 zwischen 109 und 112 Mio. EUR liegen. Beim EBT ohne Bewertungsergebnis kalkuliert das Management mit 50 bis 52 Mio. EUR in 2009 und

53 bis 55 Mio. EUR in 2010. Der FFO wird 2009 in einer Größenordnung zwischen 1,45 EUR und 1,50 EUR je Aktie und 2010 zwischen 1,55 EUR und 1,60 EUR je Aktie erwartet.

### Eigene Prognose und Bewertung

#### Umsatzentwicklung

#### Neue Center lassen Umsätze wachsen

Durch die neuen Shoppingcenter in Hameln und Passau sowie durch die erstmalige Vollkonsolidierung des City-Points in Kassel, bei dem die Deutsche EuroShop ihre Beteiligung von 40% auf 90% erhöht hat, werden die Mieteinnahmen in 2009 deutlich zulegen. Wir rechnen mit einem Umsatz in 2009 von 125,3 Mio. EUR, was einem Zuwachs von 8,6% entspricht. Diese Prognose enthält die Annahmen, dass die indexierten Mieten durch die geringe Inflation kaum Auftrieb erhalten und dass der aktuelle Leerstand des Portfolios auf dem niedrigen Niveau von 1,0% gehalten werden kann. Sollten allerdings die Einzelhandelsumsätze im Zuge der Wirtschaftskrise einbrechen, wäre eine Korrektur dieser Annahmen notwendig. Im vergangenen Jahr konnte der deutsche Einzelhandel nominal 2,1% mehr umsetzen. Preisbereinigt entspricht dies einem Zuwachs von 0,4%. Im ersten Quartal 2009 ist nach Angaben des Statistischen Bundesamtes der Umsatz um 3,1% gegenüber dem gleichen Zeitraum des Vorjahres gesunken. Enttäuschend verlief vor allem der März. Schuld dürfte die Abwrackprämie für Altfahrzeuge sein. Vorerst gehen wir jedoch davon aus, dass der März eine Ausnahme bleibt und dass die Einzelhandelsumsätze sich im Laufe des Jahres wieder stabilisieren werden.

Durch die Erweiterung der Altmarkt-Galerie in Dresden sowie des Main-Taunus-Zentrums in der Nähe von Frankfurt werden auch nach 2009 die Mieten weiter wachsen. Die Bauarbeiten in Dresden sollen im kommenden Sommer starten. Die Fertigstellung ist für den Frühling 2011 geplant. Das Investitionsvolumen beträgt 150 Mio. EUR. Die Deutsche EuroShop ist daran mit 50% beteiligt. Die Netto-Anfangsrendite liegt bei 5,5%. Die Erweiterung des Main-Taunus-Zentrums soll im Herbst 2011 abgeschlossen sein. Hier beträgt das Investitionsvolumen 85 Mio. EUR, an dem die EuroShop mit knapp 40% beteiligt ist. Infolge dieser Investitionen werden die Mieteinnahmen in den kommenden fünf Jahren auf über 140 Mio. EUR bzw. um durchschnittlich 4% p.a. steigen. Das EBIT dürfte ähnlich stark zulegen.

#### Finanzergebnis

#### Finanzstruktur ist solide

Durch die Investitionen werden sich auch die Zinsaufwendungen erhöhen. Mit einem wesentlichen Anstieg der Fremdfinanzierungskonditionen rechnen wir hingegen nicht. Diese sind für durchschnittlich 7,0 Jahre gesichert. Lediglich 59 Mio. EUR bzw. 6,6% der Darlehenssumme werden in den kommenden zwölf Monaten fällig. Von 27 Darlehen enthalten sieben Kreditvereinbarungsklauseln, die ein Unterschreiten der Debt-service-coverage-ratio (DSCR) oder ein Überschreiten der Loan-to-value-ratio (LTV) verbieten. Auskunftsgemäß besteht bei keinem Vertrag die Gefahr, dass diese Klauseln verletzt werden könnten. Demzufolge ist das Risiko gering, Darlehensverträge zu schlechteren Konditionen umstrukturieren zu müssen.

### Bewertungsergebnis

#### Renditeanstieg bei Shoppingcentern vorerst gestoppt

Ende des ersten Quartals 2009 lag die von Jones Lang LaSalle ermittelte Netto-Anfangsrendite für deutsche Shoppingcenter in Top-Lagen bei 5,75%. Die Renditen sind gegenüber dem Vorjahr um 125 Basispunkte gestiegen. Im letzten halben Jahr hat sich der Anstieg jedoch verlangsamt. Für 2009 erweitem wir keinen wesentlichen Renditeanstieg mehr. Shoppingcenter gelten aufgrund langfristiger Mietverträge sowie i.d.R. bonitätsstarker Mieter als sichere Anlageobjekte, weshalb sie in der aktuellen Marktphase für Investoren weiterhin interessant sind. Einhergehend mit einer Stabilisierung der Kreditmärkte dürfte das Transaktionsvolumen in der zweiten Jahreshälfte wieder anziehen und sich das Preisniveau festigen.

#### Weiterer Renditeanstieg bei EuroShop-Portfolio erwartet

Die durchschnittliche Netto-Anfangsrendite des Portfolios der Deutschen EuroShop ist 2008 von 5,49% auf 5,64% gestiegen. Zwar sind diese Zahlen nicht in Gänze mit den Marktdaten von Jones Lang LaSalle vergleichbar, dennoch geben diese Hinweise zur Bewertung des EuroShop-Portfolios. Zunächst einmal lässt sich feststellen, dass die Rendite der EuroShop nicht sehr weit von der Marktrendite entfernt liegt. Allerdings befinden sich die Objekte der EuroShop in B-Standorten, dort allerdings in Top-Lagen. Darüber hinaus enthält das EuroShop-Portfolio einige Auslandsobjekte, die ein etwas höheres Renditeniveau aufweisen sollten. Alles in allem rechnen wir mit einem Renditeanstieg beim Portfolio der Deutschen EuroShop von 10 bis 20 Basispunkten, was 2009 zu Abschreibungen führen wird. Für das Jahr 2010 erwarten wir ein mehr oder weniger ausgeglichenes Bewertungsergebnis. Ab 2011 sollte es dann wieder steigen.

### Jahresüberschuss, FFO und Dividende

Für das laufende Jahr erwarten einen Jahresüberschuss von knapp 36 Mio. EUR bzw. 1,06 EUR je Aktie. Unsere Prognose für 2010 liegt bei 47 Mio. EUR. Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie von 1,36 EUR. Der FFO dürfte 2009 bei 1,50 EUR je Aktie und 2010 bei 1,54 EUR je Aktie liegen. Die Dividende könnte 2009 weiterhin 1,05 EUR je Aktie betragen. Aufgrund der konservativen Geschäftspolitik des Managements rechnen wir in der aktuellen Wirtschaftskrise mit keiner Erhöhung. Das Niveau des Vorjahres sollte aber ausgezahlt werden, um die angestrebte Dividendenkontinuität zu wahren. Für 2010 erwarten wir eine Erhöhung auf 1,10 EUR je Aktie.

### Bewertung

#### Kursziel: 25,00 EUR je Aktie (unverändert)

Die Geschäftszahlen für 2008 lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Unsere Prognose für die beiden kommenden Jahre stimmt in etwa mit dem Ausblick der Geschäftsleitung der Deutschen EuroShop überein. Wir erwarten jedoch Ergebnisse, die eher am unteren Rand der Managementerwartungen liegen. Auf der Basis unserer Annahmen haben wir mittels der Economic Value Added-Methode (EVA<sup>®</sup>) unverändert einen fairen Wert von 25,00 EUR je Aktie ermittelt. Unsere Einstufung bleibt bei Kaufen mit einem Kursziel auf Sicht von 12 Monaten von 25,00 EUR. Das Anlagerisiko ist nach wie vor durchschnittlich.

**Gewinn- und Verlustrechnung**

per 31.12. in Tsd. EUR	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	95.762	115.343	125.300	128.511	135.271	140.923	143.147
Sonstige betriebliche Erträge	1.057	870	870	870	870	870	870
Grundstücksbetriebskosten	8.015	5.957	8.127	7.249	7.358	7.468	7.580
Grundstücksverwaltungskosten	6.082	7.151	7.768	7.967	8.386	8.737	8.875
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4.212	5.000	5.186	5.264	5.343	5.450	5.559
<b>EBIT</b>	<b>78.510</b>	<b>98.105</b>	<b>105.089</b>	<b>108.901</b>	<b>115.054</b>	<b>120.139</b>	<b>122.004</b>
Erträge aus Beteiligungen	1.505	1.715	1.741	1.767	1.793	1.820	1.848
Zinserträge	2.682	2.370	985	919	945	986	1.017
Zinsaufwand	40.193	46.079	50.127	53.416	54.849	55.085	54.903
<b>Finanzergebnis</b>	<b>-36.006</b>	<b>-41.994</b>	<b>-47.401</b>	<b>-50.731</b>	<b>-52.111</b>	<b>-52.279</b>	<b>-52.038</b>
<b>Bewertungsergebnis</b>	<b>38.956</b>	<b>37.071</b>	<b>-7.361</b>	<b>3.625</b>	<b>22.571</b>	<b>24.585</b>	<b>24.973</b>
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>81.460</b>	<b>93.182</b>	<b>50.327</b>	<b>61.795</b>	<b>85.514</b>	<b>92.445</b>	<b>94.939</b>
EE-Steuer Aufwand	-16.339	18.119	7.964	9.779	13.533	14.629	15.024
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>97.799</b>	<b>75.063</b>	<b>42.362</b>	<b>52.016</b>	<b>71.982</b>	<b>77.815</b>	<b>79.915</b>
Ergebnisanteile Dritter	-3.622	-6.191	-5.810	-5.284	-4.420	-4.543	-4.707
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>94.177</b>	<b>68.872</b>	<b>36.552</b>	<b>46.732</b>	<b>67.562</b>	<b>73.273</b>	<b>75.208</b>
Anzahl der Aktien in Tsd.	34.374	34.374	34.374	34.374	34.374	34.374	34.374
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>2,74</b>	<b>2,00</b>	<b>1,06</b>	<b>1,36</b>	<b>1,97</b>	<b>2,13</b>	<b>2,19</b>
<b>Dividende je Aktie</b>	<b>1,05</b>	<b>1,05</b>	<b>1,05</b>	<b>1,10</b>	<b>1,15</b>	<b>1,20</b>	<b>1,20</b>

Quelle: HSH Nordbank

**Bilanz**

per 31.12. in Tsd. EUR	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
<b>Anlagevermögen</b>							
Imm. Vermögen	8	32	32	32	32	32	32
Sachanlagevermögen	144.353	21.199	55.339	99.439	0	0	0
Immobilienanlagen	1.658.200	1.897.767	1.942.107	1.946.371	2.084.565	2.113.488	2.142.869
Finanzanlagevermögen	32.851	30.316	30.316	30.316	30.316	30.316	30.316
	<b>1.835.412</b>	<b>1.949.314</b>	<b>2.027.794</b>	<b>2.076.158</b>	<b>2.114.913</b>	<b>2.143.836</b>	<b>2.173.217</b>
<b>Umlaufvermögen</b>							
Vorräte	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus L&L	3.179	2.717	2.929	3.005	3.163	3.295	3.347
Sonst. Forderungen und Vermögensgegenstände	25.071	11.407	11.578	11.752	11.928	12.107	12.289
Liquide Mittel u. Wertpapiere	112.674	43.411	35.411	38.072	37.533	41.308	40.068
	<b>140.924</b>	<b>57.535</b>	<b>49.919</b>	<b>52.829</b>	<b>52.623</b>	<b>56.710</b>	<b>55.703</b>
Rechnungsabgrenzung	0	0	0	0	0	0	0
aktive latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0
<b>Aktiva</b>	<b>1.976.336</b>	<b>2.006.849</b>	<b>2.077.712</b>	<b>2.128.987</b>	<b>2.167.536</b>	<b>2.200.546</b>	<b>2.228.920</b>
<b>Eigenkapital</b>							
Gezeichnetes Kapital	34.375	34.375	34.375	34.375	34.375	34.375	34.375
Kapitalrücklage	546.213	546.213	546.213	546.213	546.213	546.213	546.213
Gewinrücklage und Bilanzgewinn	280.210	279.862	280.321	290.960	320.711	354.453	388.412
Eigenkapitalanteile Dritter	113.249	117.320	123.130	128.415	132.834	137.377	142.084
	<b>974.047</b>	<b>977.770</b>	<b>984.040</b>	<b>999.963</b>	<b>1.034.133</b>	<b>1.072.418</b>	<b>1.111.084</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>							
Rückstellungen	25.590	18.883	18.221	18.221	18.221	18.221	18.221
Finanzverbindlichkeiten	895.952	899.808	981.137	1.015.730	1.015.730	1.005.730	990.730
Verbindlichkeiten L&L	8.651	3.039	3.277	3.361	3.537	3.685	3.743
sonstige Verbindlichkeiten	7.793	25.036	10.095	10.095	10.095	10.095	10.095
	<b>937.986</b>	<b>946.766</b>	<b>1.012.730</b>	<b>1.047.407</b>	<b>1.047.583</b>	<b>1.037.731</b>	<b>1.022.789</b>
Rechnungsabgrenzung	0	0	0	0	0	0	0
passive latente Steuern	64.303	82.313	80.943	81.617	85.820	90.397	95.046
<b>Passiva</b>	<b>1.976.336</b>	<b>2.006.849</b>	<b>2.077.712</b>	<b>2.128.987</b>	<b>2.167.536</b>	<b>2.200.546</b>	<b>2.228.920</b>

Quelle: HSH Nordbank

**Kapitalflussrechnung**

per 31.12. in Tsd. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuß	36.552	46.732	67.562	73.273	75.208
- Ergebnisanteile Dritter	-5.810	-5.284	-4.420	-4.543	-4.707
+ Abschreibungen	8.660	-4.264	-26.555	-28.924	-29.380
+ Zunahme Rückstellungen	-662	0	0	0	0
- Zunahme Net Working Capital	146	165	158	163	175
- Zunahme lat. Steuern u. RAP	1.370	-675	-4.202	-4.577	-4.649
- 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>48.844</b>	<b>48.261</b>	<b>49.472</b>	<b>53.306</b>	<b>55.009</b>
- Investitionen AV	34.140	44.100	12.200	0	0
+ Einnahmen aus Anlagenabgängen	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus Investitionen</b>	<b>-34.140</b>	<b>-44.100</b>	<b>-12.200</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	81.329	34.593	0	-10.000	-15.000
- Dividendenzahlung	36.093	36.093	37.811	39.530	41.249
<b>Cash Flow aus Finanzierung</b>	<b>45.237</b>	<b>-1.500</b>	<b>-37.811</b>	<b>-49.530</b>	<b>-56.249</b>
<b>Finanzmittelbestand Anfang</b>	<b>54.792</b>	<b>114.733</b>	<b>117.394</b>	<b>116.854</b>	<b>120.630</b>
<b>Veränderung Finanzmittel</b>	<b>59.941</b>	<b>2.661</b>	<b>-540</b>	<b>3.775</b>	<b>-1.240</b>
<b>Finanzmittelbestand Ende</b>	<b>114.733</b>	<b>117.394</b>	<b>116.854</b>	<b>120.630</b>	<b>119.389</b>

Quelle: HSH Nordbank

**Economic Value Added**

in Tsd. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatz	126.170	129.381	136.141	141.793	144.017
<b>EBIT</b>	<b>105.089</b>	<b>108.901</b>	<b>115.054</b>	<b>120.139</b>	<b>122.004</b>
- cash operating taxes	-15.897	-18.232	-22.213	-23.347	-23.712
+ Neubewertung Immobilien	-7.361	3.625	22.571	24.585	24.973
+ Erträge aus Beteiligungen	1.741	1.767	1.793	1.820	1.848
<b>Nopat</b>	<b>83.572</b>	<b>96.060</b>	<b>117.206</b>	<b>123.197</b>	<b>125.112</b>
Invested Capital Jahresanfang	1.834.167	1.929.766	1.977.620	2.012.330	2.036.840
Invested Capital Jahresende	1.929.766	1.977.620	2.012.330	2.036.840	2.061.746
Invested Capital Durchschnitt	1.881.967	1.953.693	1.994.975	2.024.585	2.049.293
Capital Charge (IC*WACC)	107.380	111.981	115.744	119.333	122.841
ROIC in %	4,44	4,92	5,88	6,09	6,11
WACC in %	5,71	5,73	5,80	5,89	5,99
Spread ROIC - WACC in %	-1,27	-0,81	0,07	0,19	0,11
<b>EVA</b>	<b>-23.808</b>	<b>-15.921</b>	<b>1.462</b>	<b>3.865</b>	<b>2.271</b>
WACC in %	5,71	5,73	5,80	5,89	5,99
Diskontfaktoren	0,9642	0,9119	0,8619	0,8139	0,7679
Barwerte	-22.955	-14.518	1.260	3.146	1.744

Barwerte Planungsphase	-31.323
+ Barwert Terminal Value	30.172
<b>= Market Value Added</b>	<b>-1.151</b>
+ Net Asset Value (NNAV)	860.450
<b>= Shareholder Value</b>	<b>859.299</b>
Anzahl ausstehende Aktien in Tsd.	34.374
<b>Shareholder Value je Aktie in EUR</b>	<b>25,00</b>

**Sensitivitätsanalyse in Tsd. EUR**

	Terminal Growth
Beta	1,5%
0,59	26,5
0,69	<b>25,0</b>
0,79	22,7

**Zinsannahmen**

Risikofreier Zins	4,00
Risikoprämie Markt	4,10
Beta	0,69
EK-Zins	6,83
EK-Gewicht	52,05
FK-Zins vor Steuern	5,33
Steuerquote	15,83
<b>WACC in 2009</b>	<b>5,71</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. Als risikofreier Zins dient die Rendite 10jähriger Bundesanleihen, wobei wir uns am aktuellen Rand orientieren. Die Risikoprämie wird anhand der durchschnittlichen Aktienmarktrendite des CDAX seit 1985 und dem jeweils gültigen risikofreien Zins berechnet. Am Anfang jedes Kalenderquartals werden die Werte für den riskofreien Zins und die Marktprämie aktualisiert. 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 Marktwerten und der Verschuldung am investierten Kapital erfolgt. Den steuerlichen Vorteilen der Fremdfinanzierung wird dadurch Rechnung getragen, dass im WACC der Fremdkapitalzins nach Steuern (mit Hilfe der durchschnittlichen Steuerquote) eingesetzt wird.

Mittels der Economic Value Added-Analyse (EVA<sup>®</sup>) berechnet man den Unternehmenswert als Summe aus dem investierten Eigenkapital zu Marktwerten und dem Market Value Added (MVA), also der Wertschöpfung über das investierte Kapital hinaus. Den MVA erhält man, wenn man alle künftigen EVA<sup>®</sup>s diskontiert und addiert. Der EVA<sup>®</sup> gibt den Betrag der Wertschöpfung im betreffenden Jahr an, sofern er positiv ist. Ist er negativ, hat das Unternehmen Wert vernichtet. Man ermittelt EVA<sup>®</sup>s als Differenz aus dem betrieblichen Gewinn nach Steuern (NOPAT) und den absoluten Kapitalkosten. Die Kapitalkosten werden anhand des WACCs 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 Jahre explizit auf Basis unserer Planungsrechnung. Danach folgt eine Fade-out Phase mit vereinfachten Annah-

men. Dabei wird eine konstante Wachstumsrate der betrieblichen Erträge unterstellt. Das Unternehmen nährt sich der allgemeinen Marktentwicklung an und wächst nur noch wie der Gesamtmarkt. Der Spread zwischen operativer Rendite und WACC reduzieren sich in der Fade-out Phase bis am Ende genau die Kapitalkosten erwirtschaftet werden.

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® Europe ausgewählt. Dieser Index umfasst die 600 größten Unternehmen in Europa. Für alle diese Aktien werden die annualisierten Volatilitäten der täglichen prozentualen Kursveränderungen ermittelt.

Ausgehend vom Median\*\* aller Volatilitäten werden drei Risikoklassen bestimmt:

- **Niedriges Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie ist mindestens 15% kleiner als der Median.
- **Mittleres Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie liegt in einer Bandbreite von jeweils bis zu 15% unter bzw. über dem Median.
- **Hohes Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie ist mindestens 15% größer als der Median.

Alle sechs Monate wird die Einstufung einer Aktie in eine Anlagerisikoklasse aktualisiert. Dafür wird der Median aus allen Aktien des Gesamtmarktes neu ermittelt. Von diesem aktuellen Median werden neue absolute Grenzen zwischen den Risikoklassen festgelegt, die wiederum jeweils 15% unter bzw. über dem Median liegen. Die Aktie wird anhand ihrer Volatilität einer Risikoklasse zugeordnet. Für die Berechnung der Volatilitäten werden die täglichen prozentualen Kursveränderungen der zwölf Monate vor dem halbjährlichen Aktualisierungsstichtag genommen.

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

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

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

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

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

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

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

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

## Übersicht HSH Nordbank Aktien-Rating

Aktien-Rating 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
25.04.2007	29,88 €	Halten	29,50 €
17.08.2007	23,90 €	Kaufen	29,00 €
12.11.2007	26,90 €	Kaufen	31,00 €
25.04.2008	26,50 €	Kaufen	31,00 €
14.05.2008	27,90 €	Kaufen	31,00 €
15.08.2008	23,25 €	Kaufen	29,00 €
12.11.2008	19,91 €	Kaufen	25,00 €
05.05.2009	22,00 €	Kaufen	25,00 €

## Ratings der HSH Nordbank

	Coverage insgesamt	Inv.Bank.- Aktivitäten
Kaufen	92%	0%
Halten	8%	0%
Verkaufen	0%	0%

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 überprüfbaren Quellen, die wir für verlässlich erachten, bezogen hat. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernehmen wir keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen.

Die Aussagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben, sondern lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe. Sie stellen insbesondere kein Angebot zum Kauf oder Verkauf im rechtlichen Sinn dar. Ihre Lektüre kann daher eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Dafür stehen Ihnen unsere Mitarbeiter gerne zur Verfügung. Die HSH Nordbank AG kann nicht für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Veröffentlichung oder deren Inhalte entstanden sind oder die in einer anderen Weise im Zusammenhang mit diesen Dokumenten stehen.

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

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

## **Anschrift**

HSH Nordbank AG  
Gerhart-Hauptmann-Platz 50  
20095 Hamburg

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**

Sintje Diek  
Telefon +49-40-33 33-128 20  
sintje.diek@hsh-nordbank.com

### **Schifffahrts-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.