

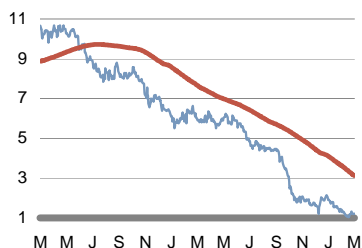
TAG Immobilien

TEG GR

- 2008: Statt avisiertes „schwarzer Null“ hoher Verlust von 30 Mio. EUR
- Massive Abwertungen senken NAV auf etwa 7,20 EUR je Aktie

Immobilien

Branche



Quelle: Bloomberg

Bewertung je Aktie in EUR

Net Asset Value 2008e	7,37
Economic Value Added 2008	1,50
Fair Value	1,50
52-Wochen-Hoch	6.62
52-Wochen-Tief	1.12

Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
EPRA	4.7	-13.0	-14.1
SDAX	-13.1	-26.4	-28.1

Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	43,0
Anzahl Aktien (Mio.)	32,6
Umsatz p.a. (Mio. EUR, EPRA)	37,7
Volatilität in % p.a. (2008)	62,7
Bloomberg	TEG GR
ISIN:	DE0008303504

Anteilseigner

Taube Hodson Stonex Partner	16%
Skagen AS/Funds	5%
Investorengruppe Dr. Ristow	7%
Ratio Asset Management	6%
European Asset Value Fund	6%
Streubesitz (inkl. übrige Institutionelle)	60%

Analyst

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

1,29 EUR

Kurs (Eröffnung)

hoch

Anlagerisiko

1,50 EUR

Kursziel

Halten

Rating bestätigt

Bitte beachten Sie den Disclosure auf der vorletzten Seite.

TAG Immobilien gab kürzlich enttäuschende vorläufige Geschäftszahlen für 2008 bekannt. Statt des noch im Herbst avisierten ausgeglichenen Ergebnisses wurde ein Konzernverlust von 30,6 Mio. EUR präsentiert. Dafür waren vor allem Abwertungen von Immobilien und Beteiligungen im Zuge des Abschwungs auf dem Immobilienmarkt verantwortlich. Das schwierige Marktumfeld ließ zudem nur wenige Verkäufe zu, so dass daraus nur ein geringer Gewinn erzielt wurde.

TAG erwirtschaftete 2008 einen vorläufigen Umsatz von 101,6 Mio. EUR. Davon entfielen 54,2 Mio. EUR auf Mieteinnahmen einschließlich Umlagen. Dank der Akquisitionen in den Jahren 2007/08 stiegen sie um knapp 17 Mio. EUR. Die Verkaufserlöse reduzierten sich wegen der Flaute auf dem Immobilieninvestmentmarkt hingegen um 36,4 auf 44,5 Mio. EUR. Für uns überraschend gab TAG die Baubetreuung und das Bauträgergeschäft auf. Die Dienstleistungserträge trugen daher nur noch wenig zum Umsatz bei. Die Roherträge aus dem Bestandsgeschäft verbesserten sich nicht zuletzt akquisitionsbedingt um 12,5 auf 34,3 Mio. EUR. Der Verkaufsertrag war mit 2,5 Mio. EUR indes um 8 Mio. EUR deutlich geringer als 2007. Die sinkenden Immobilienpreise führten zur Abwertung des Bestands um 24 Mio. EUR. Das ist deutlich mehr als wir im Herbst erwarteten, denn seinerzeit wurde noch um 10,6 Mio. EUR aufgewertet. Darüber hinaus wurden zum Jahresende auch bei Beteiligungen 9,3 Mio. EUR abgeschrieben. Aus dem fortgeführten Geschäft resultiert ein Vorsteuerverlust von 42 Mio. EUR. Nach Steuern verbessert sich das Ergebnis auf -32 Mio. EUR. Die aufgegebenen Aktivitäten in der Baubetreuung und dem Bauträgergeschäft führen zu einem zusätzlichen Verlust von 4,4 Mio. EUR. Der Konzernverlust beträgt mit Verlustanteilen Dritter 30,6 Mio. EUR. Der NAV wurde mit 7,20 bis 7,40 EUR je Aktie angegeben. Außer den Abwertungen war dies auch auf eine geänderte Berechnung zurückzuführen.

Wir gehen 2009 von weiteren Immobilienabwertungen aus und somit nochmals von einem Verlust. Eine Dividende wird es vorerst nicht geben. Mit den Kostensenkungsmaßnahmen und ohne die Bewertungseffekte rechnen wir indes mit steigenden operativen Erträgen, 2010 wieder mit einem Gewinn. Ab 2011 erwarten wir wieder Dividenden. Das Ertragspotenzial schätzen wir nun jedoch geringer ein, so dass wir einen niedrigeren Fair Value ermitteln und unser Kursziel auf 1,50 EUR je Aktie senken. Das Anlagerisiko ist wegen der gestiegenen Kursvolatilität inzwischen wieder hoch. Unser Rating bleibt dennoch Halten.

Kennzahlen in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Betriebliche Erträge	167.5	125.2	184.5	88.3	93.4	102.8	131.5	133.4	141.1
EBITDA	5.6	16.6	51.2	-13.8	11.1	36.6	55.3	55.6	56.5
EBIT	-15.8	16.0	48.8	-14.2	10.6	36.1	54.8	55.1	55.9
EBT	-33.2	5.5	29.8	-42.1	-18.8	6.2	24.8	25.8	26.2
Konzernjahresüberschuss	-35.4	4.9	19.3	-32.0	-11.1	4.4	18.3	19.9	21.3
Jahresüberschuss nach Dritten	-35.5	2.8	16.5	-30.6	-8.1	3.4	14.4	15.8	17.1
EPS in EUR	-4.65	0.09	0.51	-0.94	-0.25	0.11	0.44	0.48	0.53
Dividende	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.15	0.20	0.20
modifiziert KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	nm.	12.2	2.9	2.7	2.5
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	52.6	15.9	10.5	10.5	10.5

Quelle: HSH Nordbank

Wohnimmobilien

TAG Immobilien bewirtschaftet knapp 5.600 eigene und rund 5.400 fremde Wohnungen in den westdeutschen Ballungsräumen und Berlin. Nicht zuletzt wegen der Akquisition des VBL-Bestands stieg der Bewirtschaftungsrohertrag 2008 um 5,3 auf 15,7 Mio. EUR. Bei Einbezug des erworbenen VBL-Bestands zeigt TAG für 2008 einen Rückgang des Leerstands im Verkaufsbestand von 22% auf 15,7% und einen Anstieg der durchschnittlichen Miete um 9% auf 5,96 EUR je m². Da die Wohnungen der VBL eine niedrigere Miete als der Altbestand erbringen, stieg bei diesem die Miete daher merklich an. Ende 2007 lag die Durchschnittsmiete hier noch bei 5,47 EUR je m². Gleichzeitig gingen im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise jedoch die Bewertungen zurück, so dass der Wohnungsbestand 2008 um 1,7% bzw. etwa 7 Mio. EUR abwertete. In diesem schwierigeren Marktumfeld wird sich TAG künftig verstärkt auf die Vermietung konzentrieren und die Modernisierungs- und Neubauaktivitäten zurückfahren. Wir rechnen deshalb mit einer weiteren Reduktion des Leerstands. Die Mieterhöhungsspielräume dürften sich hingegen zunächst einengen. Neben dem geringen Investitionsbedarf besserte TAG zu Jahresbeginn die Liquidität durch den Verkauf von Wohnungen um 28 Mio. EUR auf. Dabei realisierte TAG noch Gewinne. Wir gehen für 2009 von einigen weiteren Wohnungsveräußerungen aus, vor allem an private Kapitalanleger.

Bewertung Peergroup

	Δ zu NAV	EV / EBIT lfd. GJ	Divi- dende GJ+1	
Gecina	-71%	3,3	3,3	18,1%
Fonciere d. Regions	-62%	26,8	26,3	15,4%
GAGFAH	-79%	16,2	14,9	34,0%
Deutsche Wohnen	-78%	18,5	17,7	2,4%
Colonia Real Estate	-78%	nm.	15,1	0,0%
Patrizia Immobilien	-79%	17,6	17,7	0,0%
Vivacon	-89%	9,2	8,7	7,5%
Mittelwert	-77%	15,3	14,8	11,1%
TAG Immobilien	-82%	55,3	16,2	0,0%

Quelle: Reuters, eigene Berechnungen

Gewerbeimmobilien

Der Gewerbeimmobilienbestand konzentriert sich mit rund 60% in München. Die Sparte konnte dank der Investition ins Siemens-Portfolio 2008 den Bewirtschaftungsrohertrag um 7,2 auf 18,6 Mio. EUR steigern. Der auf die Mieten bezogene Gesamt leerstand sank angabegemäß von 7,4% auf 6,8%. Die Flächenvakanz erhöhte sich hingegen auf 11%. Zusammen mit den Flächen aus ablaufenden Mietverträgen werden bis Ende 2011 rund 30% des Bestands neu zu vermieten sein. Dies dürfte in der Wirtschaftskrise zu eher geringeren Mietpreisen führen. Bereits 2008 sank die durchschnittliche Miete um 9% auf 6,56 EUR je m². Das war allerdings wesentlich auf das Siemens-Portfolio zurückzuführen. Bis 2010 rechnen wir wegen der Wirtschaftskrise mit einem weiteren Abschmelzen der durchschnittlichen Miete auf rund 6,30 EUR je m². Da auch der Leerstand zunächst anschwellen dürfte, erwarten wir 2009 weniger gewerbliche Mieteinnahmen. Erst ab 2011 gehen wir bei einer wirtschaftlichen Erholung wieder von steigenden Mietpreisen aus. In der Bewertung büßte der Bestand wegen angezogener Mietrenditen 2008 4,4% bzw. rund 17 Mio. EUR ein. Weitere Abwertungen sind 2009 wahrscheinlich. Als einziges größeres Vorhaben soll 2009/10 das Projekt „Südtor“ in Stuttgart realisiert werden. In das Objekt fließen noch rund 50 Mio. EUR, damit es im Sommer 2010 fertig wird.

Finanzierung und Restrukturierung

Die Finanzschulden stiegen 2008 um 5% auf 538 Mio. EUR. Davon sind 24% oder 130 Mio. EUR kurzfristig finanziert. Der durchschnittliche Kreditzins stieg 2008 um rund 20 Basispunkte auf 5,6% bei langfristigen und auf 5,7% für kurzfristige Darlehen. Den Loan-to-Value gibt TAG gegenüber 2007 unverändert mit 67% an. Die vereinbarten Financial Covenants sind aussagegemäß nicht betroffen. Der LTV dürfte sich angesichts der geplanten Investitionen und weiterer Immobilienabwertungen 2009 aber kaum verbessern. Gleichwohl gehen wir davon aus, dass die Prolongation von 34% der Kredite innerhalb der nächsten

zwei Jahre gelingen wird. Allerdings rechnen wir mit höheren Kreditmargen. Kostensenkungen plant TAG hingegen im Personal- und Sachaufwand. Bis 2010 sollen sie halbiert werden. Die Personalkosten sanken bereits 2008 um knapp 2,5 Mio. EUR. Ein ähnlicher Betrag steht noch aus, wozu auch der Ausstieg aus dem Baugeschäft beitragen dürfte. Die Aufgabe dieser Aktivitäten führte 2008 zu einmaligen Restrukturierungskosten von 4,4 Mio. EUR.

Bewertung und Ausblick

TAG hat die Berechnungsmethode für den NAV 2008 geändert. So sollen nicht aktivierte Werte für Dienstleistungsgeschäfte, Immobilien und latente Steuern nicht mehr angesetzt werden. Darüber hinaus schlugen sich die hohen Abwertungen bei Immobilien und Beteiligungen negativ nieder, so dass TAG für Ende 2008 einen NAV von nur noch 7,20 bis 7,40 EUR je Aktie avisierte. Damit entspricht der NAV nun nahezu dem bilanzierten Eigenkapital. Der Vergleichswert 2007 betrug rund 9,30 EUR je Aktie. Die mit dem Methodenwechsel verbundene deutliche Reduktion überrascht uns insofern nicht als wir schon seit dem Frühjahr 2008 keinen Fair Value mehr über 8 EUR je Aktie ermittelten. Für 2009 rechnen wir mit weiter nachgebenden Immobilienpreisen, vor allem im Gewerbebereich. Der NAV sollte daher aufgrund weiterer Immobilienabwertungen nochmals zurückgehen. Diese Abwertungen dürften zwar geringer ausfallen als 2008, aber erneut zu einem Verlust führen. Wir rechnen mit einem Vorsteuerverlust von bis zu 19 Mio. EUR. Eine Dividende wird es deshalb für 2009 ebenso wenig geben wie für 2008. Operativ sollte sich TAG allerdings schon 2009 erholen. Ohne Bewertungs- und einmalige Restrukturierungseffekte rechnen wir mit einem EBITDA von knapp 29 Mio. EUR nach etwa 20 Mio. EUR in 2008. Die Rückkehr in die Gewinnzone sehen wir erst 2010. In einer wirtschaftlichen Erholung ab 2011 dürften Wertaufholungen die Gewinne stark steigen lassen. Mittelfristig rechnen wir mit der Wiederaufnahme der Dividendenzahlungen.

2009:
Noch Verlust

2010:
Rückkehr in die Gewinnzone

ab 2011:
Aussicht auf Dividenden

Fair Value auf 1,50 EUR
gesenkt.

Anlagerisiko wieder hoch.

Rating auf Halten bestätigt.

Die Kursrückgänge seit dem letzten Herbst spiegeln das schwieriger gewordene Umfeld auf dem Immobilien- und Kapitalmärkten wider. Das Momentum für Immobilienaktien ist unverändert sehr negativ und Investoren antizipieren weiterhin Liquidierungsszenarien für höher verschuldete Immobilienunternehmen. Das gilt auch für TAG Immobilien. Wir gehen allerdings davon aus, dass das Unternehmen diese schwierige Zeit überstehen wird. Die eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen, das Zurückfahren geplanter Investitionen und Modernisierungen sowie die forcierten Vermietungsaktivitäten dürften die liquiditätswirksame Ertragslage verbessern. Die nicht zahlungswirksamen Belastungen aus weiteren Immobilienabwertungen sind hingegen durch den Kursverfall der letzten Monate bereits mehr als ausreichend antizipiert. Gleichwohl wird TAG u.E. nicht die wegen der höheren Risikoprämie gestiegenen Kapitalkosten erwirtschaften, so dass wir in unserem EVA[®]-Modell weiterhin einen fairen Wert deutlich unterhalb des NAV ermitteln. Da wir das langfristige Ertragspotenzial nunmehr geringer einschätzen, ermitteln wir auch einen entsprechend geringeren Fair Value von 1,50 EUR je Aktie. Das Anlagerisiko schätzen wir inzwischen wieder als ein hohes ein, da die Volatilität des Aktienkurses in den letzten Monaten stark zunahm. Unser Rating bestätigen wir hingegen auf Halten. Unser Kursziel auf Sicht von 12 Monaten senken wir um 0,65 EUR auf 1,50 EUR.

Bitte beachten Sie die Sensitivitätsanalysen unter Economic Value Added.

Gewinn- und Verlustrechnung

per 31.12. in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Mieteinnahmen	27,1	25,1	40,3	54,2	55,0	59,1	65,7	71,0	74,1
Immobilienverkäufe	121,9	72,7	81,0	44,6	48,7	32,4	41,8	39,8	45,2
Dienstleistungserlöse und Übriges	4,6	9,5	24,9	2,8	2,8	3,0	3,5	4,0	4,8
Umsatzerlöse	153,5	107,3	146,1	101,6	106,5	94,4	110,9	114,8	124,1
Bestandsveränderung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
akt. Eigenleistung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
sonstiger betrieblicher Ertrag	6,4	6,3	8,1	5,4	4,9	4,7	6,2	7,0	7,0
Neubewertung Immobilien	7,5	11,6	30,3	-18,7	-18,0	3,7	14,4	11,6	10,0
Betriebliche Erträge	167,5	125,2	184,5	88,3	93,4	102,8	131,5	133,4	141,1
bezogener Aufwand	132,7	85,8	104,9	61,9	66,4	51,8	61,1	61,8	68,3
Personalkosten	9,2	10,1	12,4	9,6	8,1	7,4	7,1	7,2	7,4
Operating Lease	0,0	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,3
Sonstiger betrieblicher Aufwand	18,9	9,8	12,6	13,3	6,4	6,7	7,8	8,4	9,1
Sonstige Steuern	1,0	1,0	1,3	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Beteiligungsergebnis (at cost Beteil.)	-0,1	0,0	0,1	-0,7	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,1
Ergebnis at equity Beteiligungen	0,0	-0,1	-0,3	-7,8	1,3	2,0	2,1	2,1	2,6
außerplanmäßig Ergebnis n.Steuern	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	5,6	16,6	51,2	-13,8	11,1	36,6	55,3	55,6	56,5
Amortization	19,8	0,0	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	0,0
planmäßige Abschreibungen	0,7	0,6	1,6	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EBIT	-15,8	16,0	48,8	-14,2	10,6	36,1	54,8	55,1	55,9
Zinserträge	1,0	2,6	6,1	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,6
Zinsaufwand	18,4	13,1	25,2	29,9	31,3	31,7	31,8	31,1	31,3
Zinsergebnis	-17,4	-10,5	-19,1	-27,9	-29,4	-29,9	-30,0	-29,3	-29,7
sonstiges Finanzergebnis	0,0	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	-42,1	-18,8	6,2	24,8	25,8	26,2
EE-Steueraufwand	2,1	0,5	10,5	-10,1	-7,7	1,8	6,4	5,9	4,9
Steueraufwandsquote in %	-6,4	9,8	34,8	29,4	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8
Konzernjahresüberschuss	-35,4	4,9	19,3	-32,0	-11,1	4,4	18,3	19,9	21,3
Ergebnis aufgegebene Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	-4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnisanteile Dritter	-0,1	-2,1	-2,8	5,8	3,0	-1,0	-4,0	-4,1	-4,2
Jahresüberschuss	-35,5	2,8	16,5	-30,6	-8,1	3,4	14,4	15,8	17,1
Ausschüttungsquote in %	0,0	0,0	19,8	0,0	0,0	0,0	34,0	41,3	38,1
Ausschüttungsquote in % (ohne Zuschreibung)	0,0	0,0	-23,6	0,0	0,0	0,0	n.a.	157,0	91,5
Ausschüttung	0,0	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	4,9	6,5	6,5
Bereinigung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigtes Ergebnis	-35,5	2,8	16,5	-30,6	-8,1	3,4	14,4	15,8	17,1
Ergebnis je Aktie in EUR	-4,65	0,09	0,51	-0,94	-0,25	0,11	0,44	0,48	0,53
Dividende je Aktie in EUR	0,00	0,00	0,10	0,00	0,00	0,00	0,15	0,20	0,20

Quelle: HSH Nordbank

Bilanz									
per 31.12. in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Langfristiges Vermögen									
Geschäfts-/Firmenwert	0,0	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	2,5
Immobilienanlagen	119,0	172,5	556,7	621,0	665,9	711,9	735,7	762,8	788,3
Übrige Sachanlagen	4,9	4,3	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Finanzanlagen	1,9	2,3	1,5	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	3,8
	130,2	183,0	564,3	631,5	680,0	727,0	752,5	780,4	806,0
Kurzfristiges Vermögen									
Vorräte	255,7	344,0	215,6	189,9	117,5	86,5	76,7	72,4	58,8
Forderungen aus L&L	67,9	37,3	65,7	2,5	18,7	20,6	26,3	26,7	28,2
sonstige kurzfr. Ford. u. Vermögen	12,8	10,0	26,5	2,5	10,3	11,3	14,5	17,3	18,3
Finanzielle Vermögenswerte	0,0	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	0,0
Liquide Mittel u. Wertpapiere	15,7	113,1	14,1	7,7	8,1	8,2	10,5	10,7	11,3
akt. Rechnungsabgrenzung kurzfristig	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Igfr. Vermögen zum Verkauf	0,0	4,2	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	352,3	509,6	322,3	207,7	154,7	126,8	128,2	127,2	116,8
Aktiva	482,5	692,5	886,6	839,3	834,7	853,7	880,6	907,7	922,8
Eigenkapital									
Gezeichnetes Kapital	10,0	32,6	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	219,6
Gewinnrücklage und Bilanzgewinn	-4,5	4,0	19,8	-11,3	-19,4	-16,0	-1,6	9,3	19,9
Neubewertungsrücklage	0,0	0,0	0,0	-14,0	-11,0	-8,0	-5,0	-2,0	0,0
Eigenkapital Aktionäre	82,2	256,3	272,0	226,9	221,8	228,2	245,6	259,5	272,1
EK-Anteile Dritter	8,0	31,7	34,5	27,4	24,4	25,4	29,3	33,5	37,7
	90,2	288,0	306,5	254,2	246,2	253,6	274,9	292,9	309,7
Langfristige Verbindlichkeiten									
Pensionsrückstellungen	2,3	2,2	2,0	2,0	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5
Sonstige Igfr. Rückstellungen	0,0	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	408,0	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	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
passive latente Steuern	1,6	1,5	8,4	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
	92,5	41,8	305,9	419,0	360,7	360,6	360,5	360,5	360,5
Kurzfristige Verbindlichkeiten									
Sonstige kurzfristige Rückstellungen	15,9	12,4	22,1	14,9	15,7	13,4	15,8	14,7	15,5
kurzfristige Finanzschulden/-kredite	238,2	271,1	217,4	130,1	183,4	188,2	182,8	197,6	192,7
übrige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	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	15,0	22,4	23,6	28,9	26,7	28,2
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	27,7	3,9	10,3	4,0	4,2	12,3	15,8	13,3	14,1
Ertragsteuerverbindlichkeit	1,0	2,7	4,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
passive Rechnungsabgrenzung kurzfr.	0,0	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	0,0
	299,7	362,7	274,2	166,0	227,8	239,6	245,2	254,2	252,5
Passiva	482,5	692,5	886,6	839,3	834,7	853,7	880,6	907,7	922,8

Quelle: HSH Nordbank

Kapitalflussrechnung

per 31.12. in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	-35,5	2,8	16,5	-30,6	-8,1	3,4	14,4	15,8	17,1
- Ergebnisanteile Dritter	-0,1	-2,1	-2,8	5,8	3,0	-1,0	-4,0	-4,1	-4,2
+ Abschreibungen / Neubewertung	23,8	-9,5	-27,9	19,1	18,6	-3,2	-13,9	-11,1	-9,4
- Zunahme Net Working Capital	-28,6	6,7	74,2	-92,4	-21,9	-10,0	-12,0	4,7	-14,2
- Zunahme Igfr. Forderungen/sonst.Vermögen	0,0	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	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0
+ Zunahme sonst. Igfr. Verbindl.	0,0	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	-0,1	3,6	0,9	1,7	0,9	0,0
- Gewinne aus Anlagenabgängen	0,0	0,8	0,0	1,1	0,8	0,8	2,3	3,0	3,0
- at-equity Beteiligungsergebnis	0,0	-0,1	-0,3	-7,8	1,3	2,0	2,1	2,1	2,6
- erhaltene Dividende	0,0	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	-39,7	4,3	5,0	5,1	5,1	4,6
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	20,2	-15,7	-69,1	42,1	27,7	12,4	15,5	3,2	25,1
- Investitionen	5,1	27,9	250,0	66,6	35,6	25,1	22,7	27,9	28,1
+ Desinvestitionen	5,1	8,1	13,7	1,1	8,0	8,0	15,0	15,0	15,0
+/- Saldo Verkauf aufgegeb. Geschäft	0,0	0,0	0,0	-5,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionen	0,0	-19,8	-236,3	-70,5	-22,6	-17,1	-7,7	-12,9	-13,1
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	28,2	171,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	-29,2	-34,9	192,6	25,2	-4,7	4,8	-5,5	14,8	-4,9
- Dividendenzahlung (inkl. Dritter)	0,0	0,0	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	4,9	6,5
+/- sonstige Transaktionen	0,0	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	21,9	-4,7	4,8	-5,5	9,9	-11,4
Finanzmittelbestand Anfang	3,9	23,1	124,6	11,9	5,5	5,9	6,0	8,3	8,4
Veränderung Finanzmittel	19,2	101,5	-112,7	-6,4	0,4	0,1	2,3	0,1	0,6
Finanzmittelbestand Ende	23,1	124,6	11,9	5,5	5,9	6,0	8,3	8,4	9,1

Quelle: HSH Nordbank

Economic Value Added

in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatz	93,4	102,8	131,5	133,4	141,1
EBIT	10,6	36,1	54,8	55,1	55,9
+ Zinsanteil Leasingraten	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1
- cash operating taxes	-2,5	-7,7	-11,6	-11,6	-11,7
NOPAT	9,0	29,4	44,2	44,5	45,3
Invested Capital Jahresanfang	813,4	790,8	802,6	818,9	852,3
Invested Capital Jahresende	790,8	802,6	818,9	852,3	864,8
Invested Capital Durchschnitt	802,1	796,7	810,8	835,6	858,5
Capital Charge (IC*WACC)	51,3	51,5	53,4	54,6	56,8
ROIC in %	1,12	3,68	5,45	5,33	5,28
WACC in %	6,40	6,46	6,58	6,54	6,62
Spread ROIC - WACC in %	-5,28	-2,78	-1,13	-1,21	-1,34
EVA	-42,3	-22,1	-9,2	-10,1	-11,5
WACC	6,40	6,46	6,58	6,54	6,62
Diskontfaktoren	0,9509	0,8932	0,8380	0,7866	0,7378
Barwerte	-40,3	-19,8	-7,7	-7,9	-8,5

Quelle: HSH Nordbank

Barwerte Planungsphase	-84,1
+ Barwert Fade-Out	Wachstumsrate: 1,50%
= Market Value Added	-191,0
+ Net Asset Value	267,3
= Shareholder Value vor Dritten	76,3
- Anteile Dritter am Jahresanfang	27,4
= Shareholder Value in Mio. EUR	48,9
Anzahl ausstehende Aktien in Mio.	32,6
Shareholder Value je Aktie in EUR	1,50
Discount / Premium EVA in % zum NAV	-79,6

Sensitivitätsanalyse je Aktie in EUR

Beta	Wachstumsrate in Fade-Out		
	1,0%	1,5%	2,0%
1,40	2,18	2,02	1,84
1,50	1,71	1,50	1,27
1,60	1,27	1,02	0,74

Quelle: HSH Nordbank

Zinsannahmen

Risikofreier Zins	4,00
Risikoprämie Markt	4,20
Beta	1,50
EK-Zins	10,30
EK-Gewicht	30,8
FK-Zins vor Steuern	5,89
Steuerquote	20,8
WACC in 2009	6,40

Quelle: HSH Nordbank

Kennzahlenüberblick

per 31.12.	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
<u>Kennzahlen in %:</u>									
Brutto-Marge	20,8	31,5	43,2	29,9	28,9	49,7	53,6	53,6	51,6
EBITDA-Marge	3,3	13,3	27,7	-15,6	11,9	35,6	42,1	41,7	40,0
EBIT-Marge	-9,4	12,8	26,5	-16,1	11,3	35,1	41,6	41,3	39,6
Umsatzrendite vor Steuern	-19,8	4,4	16,1	-47,7	-20,2	6,1	18,8	19,3	18,6
Umsatzrendite nach Steuern	-21,2	2,3	8,9	-34,6	-8,6	3,3	10,9	11,8	12,1
Steuerquote	-6,4	9,8	34,8	29,4	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8
Eigenkapitalrendite (Buchwerte)	-37,1	1,5	5,5	-10,9	-3,2	1,4	5,4	5,6	5,7
Eigenkapitalrendite (Marktwerte)	-37,4	1,5	4,8	-9,2	-3,0	1,6	5,7	5,8	5,9
ROIC	-3,82	2,72	3,77	-1,41	1,12	3,68	5,45	5,33	5,28
Ausschüttungsquote	0,0	0,0	19,8	0,0	0,0	0,0	34,0	41,3	38,1
<u>Kennzahlen absolut:</u>									
Netto-Verschuldung / EK Buchwert	3,47	0,73	1,67	2,14	2,19	2,14	1,95	1,88	1,76
Gesamtverschuldung / EK Buchwert	3,62	1,07	1,67	2,12	2,17	2,12	1,94	1,87	1,75
EK Buchwert / Bilanzsumme	0,19	0,42	0,35	0,30	0,29	0,30	0,31	0,32	0,34
Netto-Verschuldung / EK Marktwert	3,56	0,58	1,31	2,08	2,21	2,16	1,97	1,90	1,78
Gesamtverschuldung / EK Marktwert	3,71	0,85	1,31	2,06	2,19	2,14	1,96	1,89	1,77
EK Marktwert / Invested Capital	0,21	0,53	0,43	0,32	0,31	0,31	0,33	0,34	0,35
FCF / Verschuldung	0,09	-0,03	-0,52	-0,04	0,01	0,04	0,09	0,05	0,08
Investitionen / CF aus lf. Gesch.	0,26	-1,35	-3,62	1,58	1,28	2,02	1,47	8,83	1,12
Net Working Capital / Umsatz	1,64	2,40	1,36	1,80	1,47	1,24	0,87	0,90	0,75
Investitionen / Umsatz	0,03	0,17	1,36	0,75	0,38	0,24	0,17	0,21	0,20
<u>Bewertungskennzahlen:</u>									
aktueller Börsenkurs in EUR					1,29				
Marktkapitalisierung in Mio. EUR					42				
EV in Mio. EUR					584				
EV / Sales					6,2	5,7	4,4	4,4	4,2
EV / EBITDA					52,6	15,9	10,5	10,5	10,5
EV / EBIT					55,3	16,2	10,6	10,6	10,6
KUV					0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
KGV					n.m.	12,2	2,9	2,7	2,5
adj. KGV (+ AfA)					n.m.	12,2	2,9	2,7	2,5
<u>Net Asset Value:</u>									
Net Asset Value in Mio. EUR	90,2	369,8	402,4	267,3	248,8	256,2	277,6	295,6	312,3
NAV in EUR je Aktie (inkl. Anteile Dritter)	11,84	11,36	12,36	8,21	7,64	7,87	8,52	9,08	9,59
NAV in Mio. EUR ohne Anteile Dritter	82,2	326,6	358,0	239,9	224,4	230,9	248,2	262,1	274,7
NAV in EUR je Aktie (exkl. Anteile Dritter)	10,78	10,03	10,99	7,37	6,89	7,09	7,62	8,05	8,44
NAV nach EPRA in Mio. EUR (dis. 10 J.)	79,8	319,0	348,4	234,0	219,2	225,6	242,9	256,7	269,2
NAV nach EPRA in EUR je Aktie	10,47	9,80	10,70	7,19	6,73	6,93	7,46	7,88	8,27

Quelle: HSH Nordbank

Das Bewertungskonzept

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

Im Mittelpunkt unserer Betrachtung steht der faire Wert des Unternehmens. Diesen leiten wir aus dem NAV-Konzept und der am Shareholder Value ausgerichteten Economic Value Added Analyse (EVA[®]) ab. Durch diesen Ansatz wird transparent, wie hoch bei Immobilienaktiengesellschaften der Ab- bzw. Zuschlag zum Net Asset Value (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 risikofreien Zins und die Marktprämie aktualisiert. Das individuelle Unternehmensrisiko wird durch den Beta-Faktor berücksichtigt. Die gesamten Kapitalkosten setzen sich aus Eigen- und Fremdkapitalkosten zusammen. Dafür wird der WACC – weighted average cost of capital – verwendet.

Für die Unternehmensbewertung arbeiten wir mit einem 2-Phasen-Modell, um den Wachstumspfad des Unternehmens im Zeitablauf abzubilden. Wir machen eine Planungsrechnung für i.d.R. 5 Jahre. Danach folgt die Fade-out Phase mit vereinfachten Annahmen. In dieser Phase unterstellen wir eine konstante Wachstumsrate, mit der sich das Unternehmen der allgemeinen Marktentwicklung annähert.

Der Unternehmenswert wird mittels der Economic Value Added-Analyse (EVA[®]) als Summe aus dem investierten Eigenkapital zu Marktwerten – also dem Net Asset Value – und dem Market Value Added (MVA) – also der Wertschöpfung über das investierte Kapital hinaus – berechnet. Der MVA ist die Addition aller künftigen diskontierten EVA[®], die jeweils den Umfang der Wertschöpfung bzw. Wertvernichtung anzeigen. Der EVA[®] ist die Differenz aus dem betrieblichen Gewinn nach Steuern (NOPAT) und den absoluten Kapitalkosten, die anhand des WACC und des investierten Kapitals berechnet werden. Das investierte Kapital umfasst Eigenkapital inklusive Anteile Dritter und stiller Reserven, die Verschuldung und die Pensionsrückstellungen.

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 nach EPRA

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)	
Eigenkapital zu Buchwerten	
+ stille Reserven des Immobilienportfolios	
+ Finanzverbindlichkeiten	
+ Pensionsrückstellungen	
= Investiertes Kapital	fordert 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 drei 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%
Anlagerisiko	niedrig	Verkauf	Halten	Kauf	Kauf	Kauf
	mittel	Verkauf	Halten	Halten	Kauf	Kauf
	hoch	Verkauf	Halten	Halten	Halten	Kauf

Rating Historie

Datum der Veröffentlichung	Kurs in EUR bei Empfehlung	Rating	Kursziel in EUR
01.09.2006	8,00	Halten	8,70
05.12.2006	9,20	Halten	9,30
08.06.2007	9,50	Halten	11,40
30.05.2008	6,00	Kaufen	7,80
25.08.2008	4,58	Kaufen	6,80
21.11.2008	1,87	Halten	2,15
10.03.2008	1,29	Halten	1,50

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 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.

Die HSH Nordbank AG oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieser Finanzanalyse sind, ein Joint Venture gegründet. (Stand: 21. Januar 2009)

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.