PROSPEKT

Core German Residential II

Investering i tyske boligejendomme

Udbudt af

Core Property Management

15. november 2007

INDHOLDSFORTEGNELSE

1. RESUME 1

1.1 Tysk vækst 1
1.2 Tysk boligmarked 1
1.3 Investeringsstrategi 2
1.4 Tyske vækstcentre 2
1.5 Forventet afkast 3
1.6 Formelle forhold 3
1.6.1 Selskabsstruktur 4
1.6.2 Udbytte og Exit 4
1.6.3 Ejendomsforvalter, udbyder og omkostninger 4

2. ØKONOMI OG DEMOGRAFI 6

2.1 Tysk økonomi vokser igen 6
2.2 Demografisk udvikling 6

3. INVESTERINGSSTRATEGI 8

3.1 Allokering på byområder 8
3.2 Erhvervelsesmetoder 9
3.3 Fremskaffelse af ejendomme 9
3.4 Lokal investeringsstrategi 10
3.5 Typer af ejendomme 10

4. DET TYSKE BOLIGMARKED 12

4.1 Udbud og efterspørgsel 12
4.2 Tyske vækstcentre 13
4.3 Lav risiko for et tysk ejendomspriskrak 15
4.4 Boligmarkedet i Hamborg 15
4.5 Boligmarkedet i Berlin 16
4.6 Boligmarkedet i Hannover 17
4.7 Boligmarkedet i Düsseldorf 17
4.8 Boligmarkedet i Köln 17
4.9 Boligmarkedet i Bonn 17
4.10 Boligmarkedet i Frankfurt 18
4.11 Boligmarkedet i Wiesbaden/Mainz 18
4.12 Boligmarkedet i Nürnberg 18
4.13 Boligmarkedet i det øvrige Sydtyskland 19

5. FORVALTNINGSSTRATEGI 20

5.1 Lejeindtægter og driftsomkostninger 20
5.2 Lokal administration 20
5.3 Udvikling af ejendomme 21
5.4 Værdistigninger 21
5.5 Salg som ejerlejligheder 21
5.6 Tilpasninger af ejendomsporteføljen 22
5.7 Finansiering og belåningsgrad 22
5.8 Rente- og valutastyring 22
5.9 Brug af finansielle instrumenter 22

6. PROGNOSE OVER RESULTAT 23

6.1 Indtægter 24
6.2 Omkostninger 24
6.3 Skat og afskrivninger 25
6.4 Likviditet 25
6.5 Værdiansættelse af ejendomme og handelsomkostninger 25
6.6 Prognose for fuldt driftsår 2009 26

7. RISIKO OG FØLSOMHEDSBEREGNINGER 28

7.1 RISIKOFORHOLD 28
7.2 FØLSOMHEDSBEREGNINGER 28
7.3 GENNEMGANG AF FØLSOMHEDSPROGNOSER 29

8. FORMELLE FORHOLD 32

8.1 SELSKABSSTRUKTUR 32
8.2 STIFTELSE, TEGNINGSGARANTI OG INITIALKØB AF EJENDOMME 33
8.3 TEGNING AF AKTIER OG ANDELE 33
8.4 INCITAMENTSSTRUKTUR FOR CORE PROPERTY MANAGEMENT 34
8.5 LEDELSE 35
8.6 ØVRIGE LEDELSESPOSTER 36
8.7 ADMINISTRATION 36
8.8 FEES 37
8.9 FINANSIERING 38

9. UDBYTTE OG INDLØSNING AF AKTIER/ANDELE 39

9.1 UDBYTTEPOLITIK 39
9.2 EXIT WINDOWS 39
9.3 VÆRDIANSÆTTELSE OG OMSÆTNING AF AKTIER/ANDELE 39

10. SKATTEMÆSSIGE FORHOLD 40

10.1 SKATTEMÆSSIGE FORHOLD FOR EJENDOMSSELSKABET 40
10.2 SKATTEMÆSSIGE FORHOLD FOR INVESTORER 41

11. INDKØBT PORTEFØLJE OG REFERENCEPORTEFØLJER 43

11.1 INDKØBTE EJENDOMME 43
11.2 REFERENCEPORTEFØLJE - EJENDOMSSELSKABET BERLIN & HAMBORG A/S 44
11.3 REFERENCE PORTEFØLJE – EJENDOMSSELSKABET NORDTYSKLAND 46

12. CORE PROPERTY MANAGEMENT A/S 49

13. SAMARBEJDSPARTNERE 51

14. ORDFORKLARINGER 52

15. ERKLÆRINGER 54

15.1 ERKLÆRING FRA PROSPEKT- OG PROJEKTANSVARLIGE 55
15.2 ERKLÆRING FRA UAFHÆNGIG REVISOR 57
15.3 ERKLÆRING FRA ADVOKAT 59

16. VEDTÆGTER FOR SELSKABER I CORE GERMAN RESIDENTIAL II 61

16.1 VEDTÆGTER FOR CORE GERMAN RESIDENTIAL II KOMMANDITAKTIESELSKAB 62
16.2 VEDTÆGTER FOR KOMPLEMENTARSELSKABET CORE GERMAN RESIDENTIAL II APS 68
16.3 VEDTÆGTER FOR CORE GERMAN RESIDENTIAL II NR. 1 A/S 72
16.4 VEDTÆGTER FOR CORE GERMAN RESIDENTIAL II HAMBURG APS & CO. KG 76

17. AKTIONÆROVERENSKOMST 80

18. ADMINISTRATIONSAFTALER 84

18.1 ADMINISTRATIONSAFTALE FOR CORE GERMAN RESIDENTIAL II KOMMANDITAKTIESELSKAB 85
18.2 ADMINISTRATIONSAFTALE FOR CORE GERMAN RESIDENTIAL II NR. 1 A/S 93

19. PROGNOSER 95

19.1 PROGNOSE FOR 2008-2018 (HOVEDPROGNOSE) 96
19.2 FØLSOMHEDSPROGNOSE FOR 2008-2018 (REALPRISFALD) 98
19.3 FØLSOMHEDSPROGNOSE FOR 2008-2018 (OPTIMISTISK) 100
19.4 FØLSOMHEDSPROGNOSE FOR 2008-2018 (HØJRENTE) 102
19.5 FØLSOMHEDSPROGNOSE FOR 2008-2018 (TOMGANG) 104
19.6 FØLSOMHEDSPROGNOSE FOR 2008-2018 (LAVAFKAST) 106

1. Resume

Core German Residential II investerer i velbeliggende boligejendomme i udvalgte tyske metropoler med gode vækstudsigter:

- Beboelsesejendomme forventes købt til et bruttoafkast på ca. 6,7%.
- Ejendomme belånes med realkreditlån med 20-årig løbetid. Belåningsgraden er ca. 67%.
- Nettoafkastet af den indskudte kapital i ejendomsselskabet forventes at være godt 5% før værdiregulering og skat.
- Hvis ejendomspriserne stiger 2% p.a., vil det årlige afkast stige til knap 11% før skat målt på den indskudte kapital.
- Der forventes udloddet et årligt udbytte på ca. 4% fra ejendomsselskabet.
- Prisen på tyske ejendomme har været stort set uændret i 15 år, hvor prisen i de fleste europæiske lande er steget kraftigt.
- Ca. 80% af porteføljen forventes at være lejligheder til beboelse, og ca. 20% forventes at være butikker og kontorer.
- Core German Residential II vil give en god risikospredning med godt 7.000 lejligheder fordelt på over 200 ejendomme i 9 store byområder. Tyskland udgør knap 40% af det totale lejeboligmarked i Euroland.
- Der er tale om en illikvid investering i en unoteret aktie, som kræver en lang investeringshorisont.

1.1 Tysk vækst

Tyskland er igen på vej til at blive Europas vækstlokomotiv, efter at gennem en årrække at have været Europas ”syge mand”.

De tyske virksomheder spildte ikke tiden under den økonomiske stagnation. Der blev gennemført omfattende restruktureringer med en betydelig udflytning af arbejdspladser til lavtlønslande. Derfor står de tyske virksomheder i dag med en meget stærk konkurrenceevne.

Den tyske regering har gennem de senere år gennemført en række reformer af både arbejdsmarked og social- og sundhedssystem. Det har den gjort for at få presset på de offentlige udgifter ned, og for at lette nogle nødvendige omstruktureringer i erhvervslivet, f.eks. har man gjort det lettere at afskedige medarbejdere.

Resultatet er at tysk arbejdsløshed siden 2004 er faldet fra over 5 mio. arbejdsløse til ca. 3½ mio. arbejdsløse i oktober 2007. Målt i procent er arbejdsløsheden faldet fra 11,7% til 8,6%.

1.2 Tysk boligmarked

Efter genforeningen oplevede Tyskland et betydeligt byggeboom, som bl.a. var drevet af gunstige skatteordninger. Det resulterede i et massivt udbud af nye og renoverede boliger i især det tidligere Østtyskland.

Generelt har Tyskland over de seneste 10 år gradvis reduceret de skattemæssige incitamenter til at bygge nye boliger. Dermed er nytilgangen af boliger halveret fra midten af 1990’erne til i dag.

I flere af de store vesttyske byer har befolkningsvækst nu resulteret i et efterspørgselspres, som giver anledning til stigende leje – en situation som ikke er set siden genforeningsboomet.

Tyske ejendomspriser har, i modsætning til resten af Europa, næsten ikke bevæget sig siden midten af 1990’erne. I lande som Danmark, England, Holland og Spanien er ejendomspriserne derimod steget 150-180%.

Eksempelvis koster en 85 m^2 lejlighed i god stand og med god beliggenhed i Hamborg eller

i Frankfurt godt 1,1 mio. DKK. Til sammenligning koster en 90 m^2 lejlighed i København i dag knap 3 mio. DKK.

1.3 Investeringsstrategi

Ejendomsselskabets investeringsstrategi går ud på at erhverve boligejendomme i udvalgte store tyske byområder. Ejendommene skal kunne karakteriseres som:

1. velbeliggende
2. velholdte

Ejendommene købes enkeltvis. Denne indkøbsmetode gør det muligt at:

1. opbygge en portefølje, som udelukkende består af ejendomme, der opfylder investeringskriterierne
2. erhverve ejendomme til en markant billigere pris end ved køb af store ejendomsporteføljer

1.4 Tyske vækstcentre

De store byer med vækst er valgt, fordi vi i Core Property Management har en tro på en fortsat urbaniseringsproces, hvor udvikling af byens erhvervsøkonomiske grundlag går hånd i hånd med de fordele, som storbyen bringer i form af nærhed til kultur, uddannelse, private og offentlige serviceydelser samt mulighed for social interaktion. Den fortsatte udvikling mod mindre husholdninger vil formentlig øge denne tendens.

De udvalgte tyske storbyer Hamborg, Hannover, Düsseldorf, Köln, Bonn, Frankfurt, Wiesbaden / Mainz og Nürnberg forventes i de kommende 10-15 år at få en befolkningstilvækst og en højere økonomisk vækst end resten af Tyskland.

Berlin er også valgt, men vækstudsigterne for denne by er mere usikre, selvom der er tale om Tysklands hovedstad, regeringssæde og klart største by.

De valgte byer med stigende befolkningstal og økonomisk vækst medfører øget sikkerhed for, at boliger og butikker kan lejes ud - og til stigende lejeniveauer.

Store områder i det tidligere Østtyskland og i et bælte over Kassel mod Ruhr-området forventes derimod at få et faldende befolkningstal, samtidigt med at de tilbageværende får en gennemsnitsalder, der er højere end i vækstområderne.

Forventet afkast på investering i Core German Residential II

Beregning af afkast pr. investeret krone i ejendomsselskabet		Kommentar
Bruttoafkast på ejendomme	6,65%	Leje divideret med pris
Tomgang inkl. udg. på tomme lejligheder	-0,17%	
Lokal adm. & vedligehold	-0,53%	
Afkasttab på handelomkostninger på 8,4%	-0,47%	Mægler, statsafgift, notar m.m.
Nettoafkast på ejendomme før fees	**5,47%**	
Årlig management fee	-0,50%	til CPM
Afkasttab på engangsfee på 1,25% til udbyder	-0,07%	
Andre driftsomkostninger	-0,08%	Revisor, advokat m.m.
Nettoafkast på ejendomme efter fees/omk.	**4,83%**	Afkast pr. krone investeret er også afkastet pr. 1 krone egenkapital
Rentesats i alt	**4,75%**	
Afkast efter renter på belånt portefølje	**0,08%**	Afkast pr. krone belånt ejendom
Afkastbidrag fra egenkapital investeret	4,83%	Nettoafkast på ejendommene
Afkastbidrag fra den belånte del	0,15%	Der er lånt 2 gange egenkapitalen
Afkastbidrag fra EUR/DKK swap	0,15%	Renteforskel mellem EUR og DKK
Samlet afkast af egenkapital	**5,13%**	
Afkast med værdiregulering på 2,0% p.a.	**11,04%**	
Afkast med værdiregulering på 2,0% p.a. efter skat	**9,29%**	

1.5 Forventet afkast

Ejendomsporteføljen forventes at give et bruttoafkast på 6,7%.

Herfra skal trækkes tomgangsleje, lokal administration, vedligeholdelse og afkasttab på handelsomkostningerne, hvilket reducerer afkastet til 5,5% (nettoafkast).

Fratrækkes yderligere managementfee samt afkasttab på engangsfee til udbyder (Core Property Management) og andre driftsomkostninger, reduceres afkastet til 4,8%.

Dette er afkastet for hver 1 krone investeret i ejendomsmassen.

For at øge ejendomsbalancen lånes der 2 kroner for hver 1 krone, der er indskudt i ejendomsselskabet - således at der kan erhverves ejendomme for 3 kroner.

Handelsomkostninger og engangsfee er ikke amortiseret i afkastberegningen.

Finansieringsomkostningerne er i alt skønnet til 4,75% inklusiv rentemarginal til realkreditinstitut.

Dermed bidrager 1 krone lånt og investeret i ejendomme med 4,83% - 4,75% = 0,08% i afkast.

Afkastet for hver 1 krone investeret egenkapital i ejendomsselskabet kan dermed opgøres som 4,82% plus to gange 0,075% = 0,15%. Hertil kan lægges forventet indtjening på valutaterminsforretning EUR/DKK på 0,15%, som omlægger egenkapitalen fra DKK til EUR. Afkastet er herefter 5,1% før skat og før værdiregulering.

Ejendommene forventes belånt hos Nykredit, således at der kan erhverves ejendomme for et beløb, der er ca. tre gange så stort som den tegnede egenkapital i ejendomsselskabet. Det svarer til en belåningsprocent på ca. 67%.

Det viste afkast på 5,1% er startafkastet i år 1. I de følgende år forventes lejen at kunne hæves, og dermed vil det løbende afkast stige.

Stiger lejen og fastholdes samme "kapitaliseringsfaktor," vil der kunne foretages en positiv værdiregulering af ejendomsmassen. I tabellen øverst på siden kan man se afkastet før skat ved forskellige leje- og deraf følgende værdistigningstakter.

Afkast ved værdistigning

Værdistigning	Afkast på egenkapital
0%	5,1%
2%	**11,1%**
4%	17,1%

Stiger ejendommene med fx 2%, som er tæt på det forventede langsigtede inflationsniveau i Euroland, vil afkastet stige fra 5,1% til 11,1%. Stiger ejendomspriserne med 4%, dvs. en årlig realprisstigning på 2%, vil afkastet inklusiv værdiregulering stige til 17,1% før skat.

1.6 Formelle forhold

Der udbydes minimum 300 mio. DKK i Core German Residential II og maksimalt 1.750 mio. DKK. Tegnes det maksimale beløb, vil der således skulle købes ejendomme for et beløb på 5,25 mia. DKK.

Tegningen er maksimeret til 1.750 mio. DKK af hensyn til ønsket om inden for maksimalt 12 måneder at have erhvervet den fulde ejendomsportefølje. Der er mulighed for at øge tegningen med yderligere 750 mio. DKK, så den samlede tegning maksimalt udgør 2.500 mio. DKK.

Forøgelse af den maksimale tegning fra 1.750 mio. DKK til 2.500 mio. DKK kan ske hvis:

1. Bestyrelsen for ejendomsselskabet finder at indkøbsrytme af ejendomme forløber tilfredsstillende set i lyset af den forhøjede tegning.

2. Der er aftalt købsvilkår for minimum 1.000 mio. DKK plus 2 gange forhøjelsen af den maksimale tegning.

Tegningsperioden for Private Banking-investorer, der investerer via aktieselskaberne, er 1. december 2007 – 14. januar 2008, med betaling 21. januar 2008. Tegningskursen er 103,75.

Tegningsperioden for institutionelle investorer, der investerer direkte i kommanditaktieselskabet, er 14. januar – 30. marts 2008 - med betaling senest 4. april 2008. Investorer der betaler senere end 21. januar 2008, betaler en rentekompensation herfor.

Alle selskaber i Core German Residential II er stiftet af Core Property Management A/S, som

også har refunderet selskaberne alle stiftelsesomkostninger.

Tegning af kapital sker via en såkaldt *private placement* til en udvalgt kreds af institutionelle investorer og velhavende private investorer, som tegner aktiekapital i form af en ikke-offentlig tegning. Fordi hver investor skal tegne for minimum 400.000 DKK, er nærværende prospekt undtaget fra reglerne i prospektbekendtgørelse nr. 306 af 28. april 2005.

En investering i Core German Residential II bør have en lang tidshorisont som eksempelvis 10 år. Investeringen sker via en unoteret aktie, som er illikvid og vanskelig at omsætte.

1.6.1 Selskabsstruktur

Core German Residential II er struktureret med to niveauer af selskaber.

Private investorer og selskaber investerer ved at købe aktier i et af de syv aktieselskaber benævnt:

- Core German Residential II nr. 1 A/S
- Core German Residential II nr. 2 A/S
- Core German Residential II nr. 3 A/S
- Core German Residential II nr. 4 A/S
- Core German Residential II nr. 5 A/S
- Core German Residential II nr. 6 A/S
- Core German Residential II nr. 7 A/S

De syv aktieselskaber investerer den tegnede aktiekapital i:

- Core German Residential II Kommanditaktieselskab,

som ejer alle de erhvervede ejendomme via 9 tyske kommanditselskaber. Flere af de nævnte aktieselskaber benyttes til store investorer som ønsker en 10%-aktieandel, som giver mulighed for skattefri udlodning. Der kan blive oprettet flere af disse selskaber.

PAL-beskattede investorer investerer direkte i aktieandele i kommanditaktieselskabet. Denne struktur er etableret for at skabe skattetransparens for PAL-beskattede pensionskasser.

Se afsnit 8.1 for en nærmere beskrivelse af selskabsstrukturen.

1.6.2 Udbytte og Exit

Der forventes en udbytteprocent på 4%, som udbetales første gang for 2009 i april 2010. Den del af selskabets overskud, der ikke udloddes, vil blive benyttet til renoveringsopgaver, afdrag på gæld, køb af nye ejendomme eller tilbagekøb af aktier i ejendomsselskabet i forbindelse med *Exit Windows*.

Udbyttebetaling kræver, at den bogførte egenkapital er højere end aktiekapitalen.

Selskabets aktier og aktieandele er unoterede, og kan derfor kun omsættes, hvis sælger kan finde en anden køber. Core Property Management vil søge at være behjælpelig med at finde en køber til eventuelle aktier.

Alternativt kan investor benytte sig af muligheden for at sælge aktierne/andelene tilbage til selskabet. Efter 7 år og derefter hvert 3. år skabes *Exit Windows*, hvor Core German Residential II kan tilbagekøbe egne aktier fra de investorer, der ønsker at sælge.

1.6.3 Ejendomsforvalter, udbyder og omkostninger

Projektet udbydes og forvaltes af Core Property Management A/S, der er ejet af:

- Nykredit
- Sydbank
- Spar Nord Bank
- Core Property Managements partnerkreds

Nærmere beskrivelse af selskabet findes i kapitel 12.

Core Property Management varetager

- opkøb af ejendomme
- forhandling af finansiering
- løbende lånepleje
- løbende optimering af selskabets indtjening
- overvågning, udvikling og pleje af ejendomsporteføljen

Core Property Management modtager herfor et løbende årligt fee på 0,5% af ejendomsselskabets balance inklusiv moms.

Der betales et engangsfee på 2,5% af ejendomsbalancen inklusiv handelsomkostninger. Dette fee er opdelt i to elementer og opkræves af to omgange.

Den ene halvdel, dvs. 1,25% af ejendomsbalancen, opkræves i form af en overkurs ved aktieimmissionen svarende til en overkurs på 3,75%, således at 1 aktie på 50.000 DKK koster 51.875 DKK. Overkursen tilfalder den bank, hvor tegning finder sted.

Den anden halvdel, dvs. 1,25% af ejendomsbalancen, opkræves i Core German Residential II Kommanditaktieselskab i takt med at ejendommene erhverves. Dette engangsfee tilfalder Core Property Management A/S og vil afhænge af ejendomsselskabets endelige ejendomsbalance.

Ved senere salg af ejendommene, eksempelvis ved investorernes tilbagesalg af aktier til selskabet ved de såkaldte *Exit Windows* (se afsnit 9.2), er Core Property Management berettiget til at opkræve et fee på 0,5% af salgsprisen.

De institutionelle investorer betaler et lavere engangsfee, men skal til gengæld betale performancefee, hvilket er nærmere beskrevet i kapitel 8.

2. Økonomi og demografi

2.1 Tysk økonomi vokser igen

Tyskland er igen på vej til at blive Europas vækstlokomotiv efter at have været "Europas syge mand" gennem en årrække.

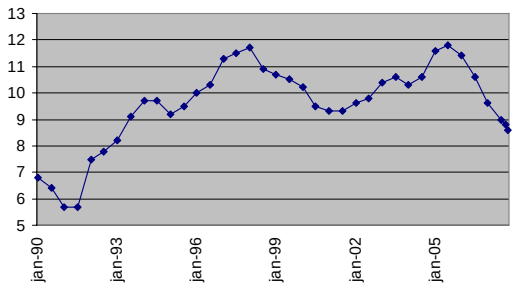
Tysk økonomi oplever i disse år en vækst og optimisme, som ikke er set siden det økonomiske boom, der fulgte i kølvandet på genforeningen i 1989.

De tyske virksomheder spildte ikke tiden under den økonomiske stagnation. Der blev gennemført omfattende restruktureringer med en betydelig udflytning af arbejdspladser til lavtlønslande. Derfor har de tyske virksomheder i dag en meget stærk konkurrenceevne.

Den tyske regering har gennem de senere år gennemført en række reformer af både arbejdsmarked og social- og sundhedssystem for at nedbringe presset på de offentlige udgifter. Det har de gjort for at lette forskellige omstruktureringer i erhvervslivet, fx har man gjort det lettere at afskedige medarbejdere.

Resultatet er, at tysk arbejdsløshed siden 2004 er faldet fra over 5 mio. arbejdsløse til ca. 4 mio. arbejdsløse. Målt i procent er arbejdsløsheden faldet fra 11,7% til 8,6% i oktober 2007.

Tysk arbejdsløshed i procent

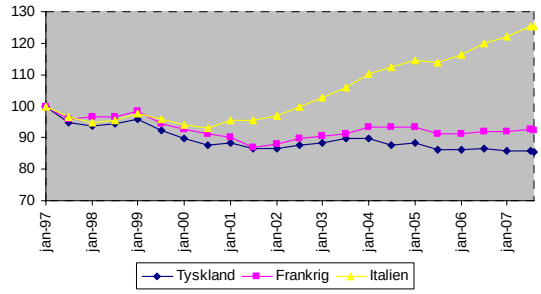


Kilde: Sydbank, økonomisk afdeling

Konkurrenceevnen er markant forbedret sammenlignet med andre europæiske lande som fx Frankrig og Italien. Virksomhederne er trimmede til globaliseringens udfordringer, og selv de stive arbejdsmarkedsstrukturer er blødt op via en række reformer, som er gennemført i de seneste år.

Konkurrenceevnen målt ved enhedslønomkostninger er således faldet med 15% fra indeks 100 i 1997 til indeks 85 i 2007.

Tysk konkurrenceevne, 1997 = indeks 100



Kilde: Sydbank, økonomisk afdeling

I Frankrig er faldet i enhedslønomkostningerne kun 8% og i Italien er de steget 25%.

Tyskland er således et af de europæiske lande, der har udnyttet globaliseringen og via en forbedret konkurrenceevne har skabt øget eksport og flere job.

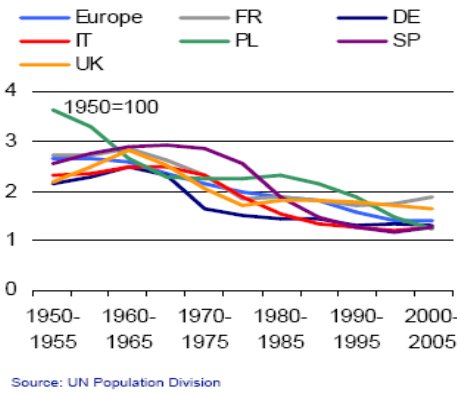
Tyskland er med 82,4 mio. indbyggere Europas største land og tegner sig for ca. 1/3 af Eurolands samlede bruttonationalprodukt.

2.2 Demografisk udvikling

I de fleste europæiske lande vil befolkningstallet falde i de kommende 20-30 år. Samtidigt vil der ske store demografiske ændringer i aldersammensætningen.

Værst står det til i Øst- og Sydeuropa, men også i Tyskland forventes befolkningstallet at falde på grund af det lave antal nyfødte.

Udvikling i fertilitet



Kilde: Deutsche Bank Research m juli 2005

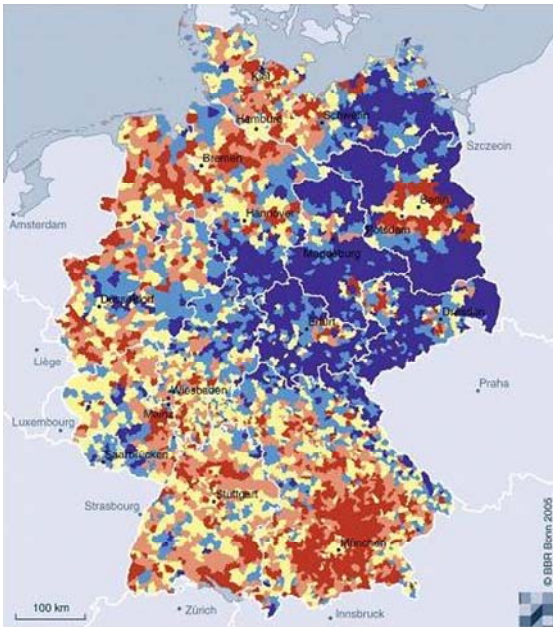
Den lave fertilitet bliver ikke opvejet af indvandring. Fremskrivninger af den tyske befolkning peger derfor typisk mod et fald på over 10% frem mod år 2050.
Dette scenarium kan dog udvikle sig mere positivt, hvis fødselskvotienten øges fra de nuværende 1,4 børn pr. kvinde. Årsagen til den lave fertilitetskvote skal bl.a. søges i den lange pe-

riode med moderat økonomisk udvikling og dårlige pasningsordninger for børn.

Der er i de tyske medier stor fokus på børnefamiliernes levevilkår, og på hvad samfundet kan gøre for at hjælpe. Bedre børnepasning og den øgede økonomiske vækst kan resultere i en forøgelse af fertilitetskvoten mod fx 1,6 -1,8. Det er en udvikling, som også er set i andre vesteuropæiske lande.

Internt i Tyskland fortsætter den betydelige "folkevandring" fra øst mod vest. En tendens som tydeligt fremgår af nedenstående figur, som viser den forventede ændring i befolkningen for perioden 2002–2020.

Forventet befolkningsudvikling



Ændring i befolkningstal 2002 – 2020 i %

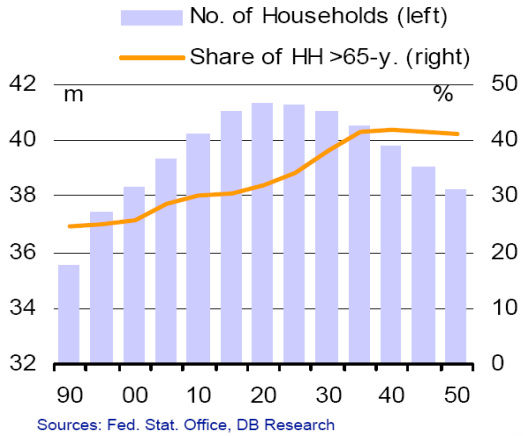
- Til under – 10
- -10- under -3
- -3 til under 3
- 3 til under 10
- 10 og op

Kilde: BBR-Bevölkerungsprognose 2002-2020/Exp

Befolkningen ventes at falde i et bælte fra det tidligere Østtyskland over Kassel og Salzgitter i Midttyskland mod Ruhr-distriktet. Vækst er der derimod i det nordvestlige- og det meste af det sydlige Tyskland.

Man skal dog være opmærksom på, at efterspørgslen efter boliger i højere grad afhænger af udviklingen i antallet af husstande end af den generelle befolkningsudvikling.

Udvikling i antal husstande



Kilde: Deutsche Bank

Hvad angår antal husstande er udsigterne markant mere positive. Som det fremgår af ovenstående tabel, vil antallet af husstande stige helt frem til 2025 - og man skal helt frem til 2050, før antallet af husstande er nede på samme niveau som i 2000.

Den forventede udvikling i antal husstande er også skævvredet mod de tidligere vesttyske delstater.

Konklusionen er, at man kan forvente, at en række af de store vesttyske byer over de næste 20 år kan se frem til en kraftig stigning i antallet af husholdninger og dermed også en øget efterspørgsel på boliger.

3. Investeringsstrategi

I det følgende beskrives ejendomsselskabets investeringsstrategi. Den omfatter beskrivelse af den valgte allokering på byområder, strategi for valg af ejendomstype og lokalisering i byområde.

Strategien er, hvis man skal udtrykke det enkelt, at købe velholdte og velbeliggende ejendomme i store tyske byer med befolknings-mæssig vækst.

3.1 Allokering på byområder

Valget af de geografiske områder, der skal investeres i, er den vigtigste beslutning i investeringsstrategien. I kapitel 4 er der redegjort nærmere for valget af de enkelte byer, som er taget med som investeringsområder.

Ejendomsporteføljen forventes allokeret mellem følgende 9 byområder:

- Hamborg
- Hannover
- Berlin
- Düsseldorf
- Köln
- Bonn
- Frankfurt
- Wiesbaden/Mainz
- Nürnberg

De sydtyske områder i Bayern og Baden-Würtenberg er som nævnt de områder, der oplever den største befolkningsmæssige- og økonomiske udvikling, og er derfor de meste attraktive investeringsområder. Men det er også de områder, hvor ejendomspriserne er højest, og hvor udlejningsejendomme både giver et lavt afkast og er vanskeligere at erhverve, idet mange allerede er udstykket og solgt som ejerboliger. Sydtyskland er derfor underrepræsenteret i investeringsallokeringen.

Investeringsområderne har det til fælles, at der er tale om store byområder, som Core Property Management forventer vil opleve en langsigtet vækst. Den økonomiske og sociale udvikling går i retning af centralisering i færre store byer, som kan tilbyde indbyggerne et bredt udvalg af uddannelser, jobmuligheder, offentlige ydelser og kulturtilbud. På samme måde efterspørger virksomhederne specialiseret arbejdskraft som fx logistik- og supportfunktioner af enhver type, og den kan bedst erhverves i de store byområder.

Den generelle udvikling med flere - men også mindre og ældre - husholdninger, peger også på en vandring mod de store byområder.

I et byområde vil investeringerne blive lagt i de mere centrale lokaliteter på bekostning af yderområder. Det er Core Property Managements opfattelse, at de bedre lokaliteter på sigt vil opleve den største værdistigning.

Ejendomsselskabet forventer at allokere investeringer på byer, som vist i nedenstående tabel.

Byområde	Allokering i %	Brutto afkast	Netto afkast
Hamborg	15,0%	6,2%	5,1%
Berlin	10,0%	6,2%	4,9%
Hannover	10,0%	7,3%	5,9%
Düsseldorf	15,0%	7,0%	5,8%
Köln	15,0%	6,5%	5,4%
Bonn	5,0%	7,1%	5,9%
Frankfurt/Offenbach	10,0%	6,4%	5,3%
Wiesbaden/Mainz	10,0%	6,8%	5,6%
Nürenberg	10,0%	6,8%	5,6%
Andre byer	0,0%	6,8%	5,6%
I ALT	**100%**	**6,6%**	**5,5%**

Der er lagt op til en vis fleksibilitet i allokering på byområder, idet den endelige allokering vil afhænge af, hvilke muligheder der opstår for at erhverve de rette ejendomme i de forskellige områder. For at sikre en vis spredning af ejendomsinvesteringerne er der dog fastlagt både minimal og maksimal allokering på byområder jf. tabellen nedenfor.

Byområde	Allokering i %	Min allokering	Max allokering
Hamborg	15,0%	10,0%	20,0%
Berlin	10,0%	5,0%	15,0%
Hannover	10,0%	5,0%	15,0%
Düsseldorf	15,0%	5,0%	20,0%
Köln	15,0%	5,0%	20,0%
Bonn	5,0%	0,0%	10,0%
Frankfurt/Offenbach	10,0%	5,0%	20,0%
Wiesbaden/Mainz	10,0%	5,0%	15,0%
Nürnberg	10,0%	5,0%	15,0%
Andre byer	0,0%	0,0%	15,0%
I ALT	**100%**		

Det kan komme på tale at tilføje yderligere en by i det sydtyske område, hvis de rette investeringsmuligheder byder sig.

Ejendomsporteføljen fordeles jævnt med 10-15% til de enkelte byer, dog får Bonn 5%.

3.2 Erhvervelsesmetoder

Ejendommene erhverves på tre måder:

- Ved ”stock pick” (selektiv udvælgelse), hvor der erhverves en ejendom af gangen
- Ved køb af små porteføljer
- Ved projektkøb

Langt de fleste ejendomme forventes erhvervet som ”stock pick”, hvor der købes en enkeltstående ejendom.

Fordelen ved køb af enkelte ejendomme eller små porteføljer er, at det sker i et marked, som er forholdsvis illikvidt og med ringe gennemsigtighed. For en fokuseret investor giver det mulighed for gode køb.

Markedet for investeringsejendomme kan groft opdeles i 3 investorsegmenter:

- Små ejendomme i prisintervallet 1-2 mio. EUR, der er domineret af tyske privatpersoner som købere.

- Mellemstore ejendomme på 2-10 mio. EUR, hvor der ikke er en veldefineret købergruppe.

- Større ejendomskomplekser over 10 mio. EUR, der er domineret af institutionelle investorer.

Core German Residential II forventes primært at erhverve ejendomme i prisintervallet 2-10 mio. EUR, der efter Core Property Managements vurdering rummer de bedste muligheder for gode køb.

Det vil også komme på tale at erhverve mindre ejendomsporteføljer på to til fem ejendomme typisk i størrelsen 10-40 mio. EUR (75-300 mio. DKK). Fordelen ved mindre porteføljer er selvfølgelig muligheden for en hurtig opbygning af ejendomsporteføljen. Ulempen er, at porteføljekøb ofte indebærer en uhomogen ejendomsmasse

Det forventes at en mindre del af porteføljen (i niveauet 5%) erhverves som projektkøb, hvor der fra en lokal ejendomsdeveloper erhverves et såkaldt *turn key-projekt*, hvor placering, pris og kvalitet aftales for en ejendom, der leveres 2-3 år senere. Projektkøb er især relevant i de ”dyre” byer såsom Hamborg, Köln og Frankfurt, hvor prisen på ældre ejendomme nærmer sig prisen på nybyggede ejendomme.

Der forventes ikke købt ejendomme i form af store porteføljer. For det første er de ofte prissat for højt sammenlignet med køb af enkeltejendomme og små porteføljer. For det andet rummer en portefølje typisk en stor del ejendomme, som er ganske uinteressante for en fokuseret køber.

3.3 Fremskaffelse af ejendomme

Det tyske marked for boligejendomme er præget af mange mindre mæglere, som ofte også har ejendomsadministration som et stort – og måske som det vigtigste – forretningsområde.

Der er meget få mæglerkæder for boligejendomme – og som kun har fokus på mæglervirksomheden. Dermed bliver det vigtigt at skabe et netværk hos de lokale mindre mæglere i de byområder, der investeres i. Core Property Management har da også brugt betydelige ressourcer på at opbygget og vedligeholde et kontaktnet med ca. 120 mindre mæglere i de 9 byområder.

Gennem 2007 har Core Property Management stået for henved 10% af omsætningen af velbeliggende boliginvesteringsejendomme i byerne Hamborg, Hannover, Düsseldorf, Köln, Bonn og Frankfurt/Wiesbaden.

Dermed har Core Property Management opnået et særdeles godt indblik i markeds-flow og prissætning. I mange tilfælde har den lokale mægler, som kun omsætter 5–10 ejendomme om året, vist sig at være dårligere orienteret end Core Property Management i forhold til hvilke priser, der aktuelt handles til i det lokale marked.

Mæglerhonoraret er højt, typisk over 3% - og det betales af køber. En ejendom udbydes ofte gennem flere mæglere, og der er en vis konkurrence mellem dem om at være den første til at fine en køber. Denne situation giver selvfølgelig mulighed for at forhandle mæglerhonoraret ned.

Det er ikke kun mellem mæglerne, der er konkurrence. I den nuværende markedssituation opleves - i de byområder, hvor den udenlandske interesse er størst - en stigende konkurrence mellem køberne hos den enkelte mægler. En konkurrence som let fører til, at mægleren vælger den køber, som vil betale det højeste mæglerhonorar.

Køb direkte hos sælger er selvfølgelig den mest attraktive situation. Dermed spares mæglersalæret, men sælger er typisk professionel nok til at lægge en del af det sparede salær oven i købsprisen.

Når der er tale om professionelle sælgere i form af store firmaer, offentlige myndigheder, boligselskaber og lignende, vælger disse ofte en aktionsmodel, hvor priserne presses højt op.

Det er bemærkelsesværdigt, at de betydelige handelsomkostninger, der er ved at købe enkelte ejendomme, og som i et vist omfang kan undgås ved store engros-køb, ganske enkelt er lagt oven i salgsprisen. Dermed er afkastet efter handelsomkostninger overraskende lavt for disse engrosporteføljer.

3.4 Lokal investeringsstrategi

Det er Core Property Managements opfattelse, at gode ejendomme med god placering på sigt giver en markant bedre mulig for lejeforhøjelser end ejendomme i mindre gode placeringer.

Med den nuværende prissætning af ejendomme er gode velbeliggende ejendomme i mange af byerne prissat for lavt set i forhold til ejendomme i dårlig stand og/eller dårlig beliggenhed.

Retter det tyske boligmarked sig, vil prisstigningerne efter Core Property Managements overbevisning, være klart størst i de gode områder og for de charmerende ejendomme.

En meget vigtig del af den lokale investeringsstrategi er at udvælge ejendomme med netop de karakteristika, som gør den pågældende ejendom attraktiv for lejere at bo i. Disse karakteristika findes, når man overvejer følgende faktorer:

- Placering i forhold til indkøb, offentlig transport, grønne områder.
- Mulighed for parkering, gerne i P-kælder.
- Orientering af bygning i forhold til sol og lysindfald i øvrigt.
- Minimering af gadestøj er en vigtig faktor. Er der for kraftig støj, er ejendommen ikke attraktiv. Ved støjbelastning er det vigtigt med soveværelse mod gård.
- Indretning af lejlighederne, gerne stort køkken, ikke for store badeværelser og helst køkken / badeværelse / stue mod gade.
- Størrelse på 2-5 værelser er mest optimalt. I m^2 svarer dette til 50-100 m^2. Er alle lejlighederne for små, med 1-værelses eller små 2-værelses lejligheder, erhverves ejendommen normalt ikke.
- Vedligeholdelsesstand har betydning, dels fordi det kræver betydelig styring at gennemføre store renoveringsopgaver på afstand, og dels fordi de dårlig vedligeholdte ejendomme ikke nødvendigvis er prissat med den nødvendige dekort.
- Ejendommens og lejlighedernes ”udstråling og sjæl”. Ved enhver ejendomsvurdering indgår et subjektivt element, som ikke kan kvantificeres, men som er meget vigtig for en lejers opfattelse af ejendommen og den enkelte lejlighed. Groft sagt kan man sige, at ”grimme” og ”ucharmerende” lejligheder er sværere at udleje.

I de ejendomme, som er centralt placeret, vil der typisk være tale om butikslejemål i stuen, samt enkelte kontorlejemål. For den samlede portefølje forventes 20-25% af arealet at være udlejet til butikker og kontorer.

3.5 Typer af ejendomme

Omfattende bombardementer under 2. verdenskrig har haft stor betydning for de tyske byområder og den måde de præsenterer sig på i dag. De typer af ejendomme, som forventes erhvervet, kan af samme grund grupperes i følgende fire typer: Altbau, Wiederaufbau, Betonbauten og Neubau. De beskrives kort i det følgende.

Altbau, der omfatter ejendomme fra ca. 1870-1914. Disse ejendomme er typisk charmerende med højt til loftet, stuk, trægulve og detaljer, som tiltaler mange lejere. Ejendommene er vedligeholdelsesmæssigt komplicerede, fordi de har bjælkelag i træ, ældre vand-, varme- og el-installationer og mange bygningselementer, som kan kræve vedligeholdelse.

Mellem 15% og 25% af porteføljen forventes placeret i denne type ejendomme. De er typisk egnet til udstykning som ejerlejligheder på grund af placering og ejendommenes charme.

Wiederaufbau, der omfatter ejendomme opført efter krigen i 1950'erne og starten af 1960'erne. Disse ejendomme er typisk i tegl (evt. pudset), med tegltag eller betonsten og med etageadskillelse i beton. Vinduerne er ofte udskiftet til nye rammer i plastik eller metal. Disse ejendomme er forholdsvis lette at vurdere bygningsmæssig stand på og vedligeholdelsen er ikke kompliceret. Mellem 20–35% af porteføljens ejendomsmasse forventes at være fra denne periode.

Betonbauten, fra 1960'erne og 1970'erne. Disse bygninger er ofte relativt ucharmerende og placeret i forstæder. Der kan være problemer med betonflader, som er udsatte for vind og vejr. Ved køb af denne type ejendomme skal der altid fortages en omhyggelig vurdering af betonfladernes stand. Core Property Management forventer at en mindre del på 10–20% af ejendomsporteføljen vil bestå af denne type ejendomme.

Neubau, fra 1980'erne og frem. Byggeri fra denne periode er normalt i god stand med en rimelig eller god arkitektonisk fremtoning. Mange af disse bygninger kan findes med god bymæssig beliggenhed. Der kan være tale om støttet byggeri, som i støtteperioden vil være behæftet med lejerestriktioner. En relativ stor del af ejendomsporteføljen forventes at ligge i denne kategori med 25–50%.

Mange af disse bygninger er opført med særlig byggestøtte, som binder enten alle eller en del af ejendommens lejemål til en særlig leje og med anvisningsret for kommunen. Støtten er ofte givet i form af lån med lav rente. Det er Core Property Managements vurdering, at disse ejendomme, såfremt bindingsperioden maksimalt er 5-10 år, kan være meget attraktive investeringsmæssigt.

Når bindingsperioden er udløbet, vil lånet typisk skulle indfries helt, men til gengæld vil lejefastsættelsen blive frigivet og lejeanvisningsretten bortfalder.

4. Det tyske boligmarked

Tyskland har Europas største lejeboligmarked. Det er en følge af, at Tyskland har den største befolkning og en af de laveste boligejerandele i Europa.

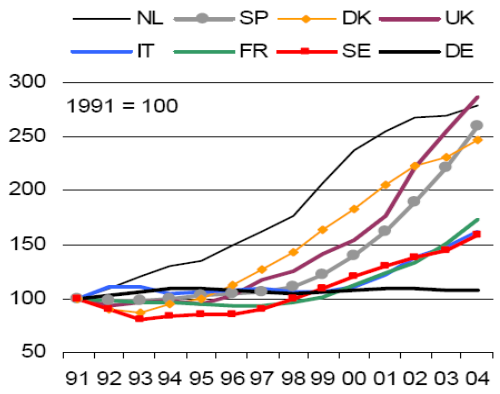
I Tyskland bor kun 44% af befolkningen i ejerbolig, mod 60-70% i de skandinaviske lande og 70-80% i Sydeuropa. Af Tysklands 39 mio. husstande bor 22,6 mio. til leje, heraf 13,5 mio. hos mindre private ejede udlejningsejendomme og 9,1 mio. husstande hos institutionelle udlejere.

Andel af lejeboliger i Euroland	
Tyskland	39%
Frankrig	22%
Italien	10%
Holland	6%
Spanien	6%
Grækenland	4%
Belgien	4%
Østrig	3%
Portugal	3%
Finland	2%
Irland	1%

Kilde: Core Property Management, beregning af data fra Deutsche Bank Research, Dr. Tobis Just 28.11.2005

Det tyske lejeboligmarked udgør næsten 40% af det samlede lejeboligmarked i Euroland, fulgt af Frankrig og Italien, som er markant mindre. I Euroland er der samlet ca. 54 mio. lejeboliger. En investering i tyske boligudlejningsejendomme vil derfor give en bred eksponering mod det samlede lejeboligmarked i Euroland.

Tyske ejendomspriser har været stabile siden starten af 90'erne, mens priserne i mange andre lande er steget markant.



Kilde: Deutsche Bank

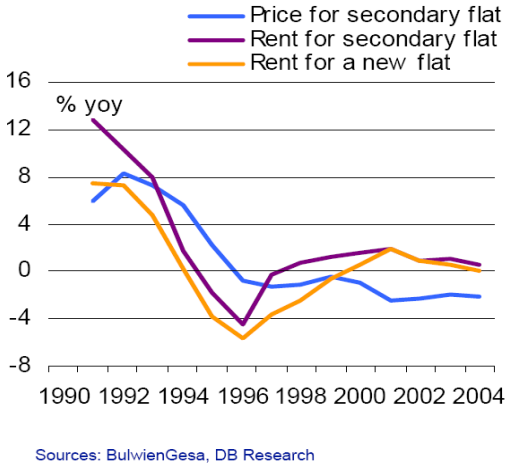
Da der i samme periode har været en vis inflation, er de tyske reale boligpriser direkte faldet, og det er ganske enestående i den vestlige verden.

I grafen i første kolonne viser den sorte linie udviklingen i de nominelle tyske ejendomspriser.

Som det fremgår, er priserne på boliger i Danmark, England, Holland og Spanien steget 150-180%. I Sverige og Frankrig er de steget ca. 60%, hvorimod den nominelle prisudvikling i Tyskland har været under 10% for hele perioden.

Ses der på huslejeniveauer, kan man se, at samme tendens har gjort sig gældende her som for huspriserne.

Huslejeudviklingen Tyskland



Kilde: Deutsche Bank

Siden 1994 har stigningen i lejeniveauet for hele Tyskland ligget tæt på 0% p.a. for lejligheder i eksisterende ejendomme (vist som *secondary flats* i figuren ovenfor).

Siden 2005 er lejen dog steget i de fleste tyske byer.

4.1 Udbud og efterspørgsel

Prisdannelsen på ejendomme er bestemt af dels udbuddet fra den bestående beholdning af ejendomme samt nybyggeri og dels efterspørgslen.

I Tyskland er udbuddet præget af et markant fald i nybyggeriet, som er reduceret fra 0,5 mio. enheder til 0,25-0,3 mio. enheder årligt. En halvering over 10 år. Trækkes herfra sammenlægninger af boliger og nedrivning af *plattenbau,* er nettotilgangen i dag for lav til at kunne

opfylde det forventede efterspørgsel efter boliger.

Faldet i nybyggeriet skyldes især en markant reduktion af de skattesubsidier, som gennem mange år har præget tysk boligpolitik. Senest er den såkaldte *Eigenheimzulage*, der var et skattetilskud til nybyggeri af eget hjem, afskaffet i foråret 2006.

Interessen for at investere i bolig forventes også øget, fordi Tyskland i lighed med en række andre Vesteuropæiske lande sparer for lidt op til pension. Der er derfor i Tyskland en øget interesse i at eje egen bolig som en form for opsparing. Denne udvikling forventes accelereret, når det såkaldte *Riester Rente*-pensionsprogram udvides til også at omfatte ejerboliger og ikke kun investeringer i finansielle aktiver.

4.2 Tyske vækstcentre

I takt med øget velstand og fornyet tysk økonomisk dynamik forventer Core Property Management, at ejendomsprisudviklingen vil koncentrere sig om de store metropoler med økonomisk fremgang. Ved ejendomsinvestering er det ikke så meget et lands generelle økonomiske vækst, men de specifikke områders vækst, der skal fokuseres på. Vækst skaber vækst og tiltrækker arbejdskraft, som medfører en stigende befolkning og øget efterspørgsel efter boligydelser.

I et stadigt mere integreret Europa forventes udviklingen i stigende grad at blive regionaliseret, frem for at være national. Europa forventes at blive kendetegnet af en række regionale vækstcentre.

Derfor vil der være betydelige forskelle på efterspørgslen efter boliger i vækstcentre og periferiområder. Denne generelle udvikling med vandring fra land mod de store byer vil fortsætte.

Dette vil afspejle sig i en lavere tomgangsrisiko i vækstcentrene, stigende husleje og stigende huspriser.

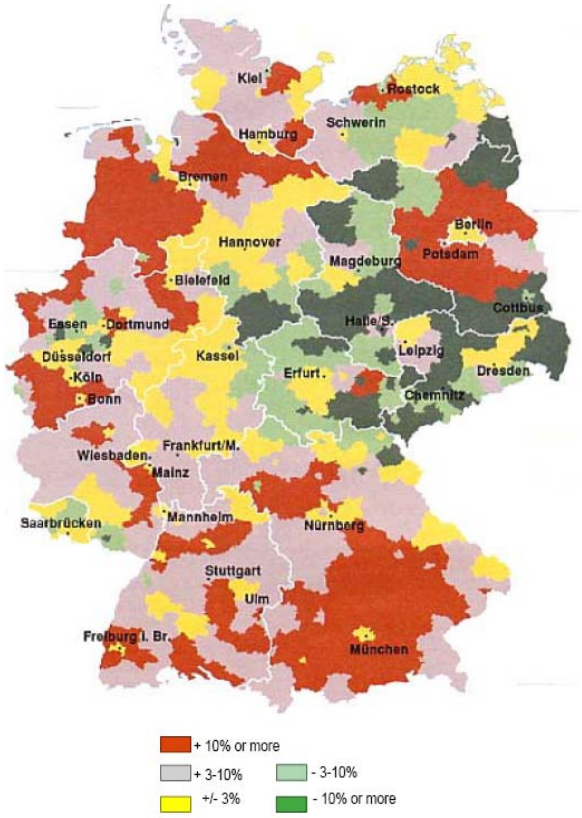
De sidste 10 års stagnation forventes at fortsætte i de marginaliserede områder. Som følge af den demografiske udvikling vil dele af Tyskland opleve en befolkningsnedgang over de kommende 20 år. Samtidig vil befolkningen søge mod de dynamiske vækstområder, hvor der skabes nye arbejdspladser.

Der er set samme udvikling i Danmark, hvor ejendomspriserne har stagneret eller direkte er faldet i de marginaliserede områder, men steget markant i de store byer som København og Århus.

Ejendomspriser fastsættes som for andre varer som ligevægten mellem udbud og efterspørgsel. Udbuddet af nye boliger er givet ved nybyggeri og begrænses især af ledige byggegrunde i de lokaliteter, som er eftertragtede. Efterspørgsel er i høj grad bestemt af udviklingen i antallet af husstande. Udviklingen i antal husstande er præget af betydelige regionale forskelle. I store træk forventes befolkningen og antal husstande at falde i det gamle Østtyskland på nær Berlin samt i et bælte midt igennem Tyskland fra øst mod vest mod Ruhrdistriktet.

Som det fremgår af nedenstående figur, er udviklingen i antal husstande markant mere positiv end udviklingen i antal indbyggere, men den er præget af betydelige regionale forskelle. Frem til 2020 vil taberne især være det tidligere Østtyskland og et bælte gennem midten af Tyskland (Kassel) over mod Ruhr-distriktet (nord for A40). En række byområder vil derimod opleve kraftig vækst, det gælder fx Hamborg, Frankfurt og Köln.

Antal husstande frem til 2020



Kilde: Kempen & Co. research, juni 2005

I nedenstående tabel ser vi på de største tyske byer.

De byer som ejendomsselskabet investerer i er vist med grøn farve i tabellen.

Befolkningsstørrelse ultimo 2005

Berlin	3,395,189
Hamburg	1,743,627
München	1,259,677
Köln	983,35
Frankfurt	651,90
Stuttgart	592,57
Dortmund	588,17
Essen	585,43
Düsseldorf	574,51
Bremen	546,85
Hannover	515,73
Leipzig	502,65
Duisburg	501,56
Nürnberg	499,24
Dresden	495,18
Bochum	385,63
Wuppertal	359,24
Bielefeld	326,93
Bonn	312,82
Mannheim	307,90
Karlsruhe	285,26
Wiesbaden	274,61
Münster	270,87
Gelsenkirchen	268,10
Augsburg	262,68
Mönchengladbach	261,44
Aachen	258,21
Chemnitz	246,59
Braunschweig	245,27
Krefeld	237, 701

Mainz	194,37

Tyskland er præget af en meget decentral bystruktur med mange, men forholdsvise mindre byer.

Der er kun 4 byer med ca. 1 mio. indbyggere eller mere. Der er 11 byer med omkring 1/2 mio. indbyggere og knap 30 byer med 200.000-300.000 indbyggere.

De større byområder er valgt fordi en langsigtet værditilvækst på en boliginvestering kræver, at der opstår mangel på byggegrunde. I byområder som er rigeligt forsynet med velbeliggende byggerunde, vil værditilvæksten blive maksimeret af stigningen i byggeomkostningerne.

Befolkningsvækst set i forhold til gennemsnit af 50 største byer

München	30,1%
Frankfurt	29,8%
Stuttgart	27,4%
Köln	24,6%
Freiburg	23,5%
Karlsruhe	21,2%
Hamburg	20,5%
Hamm	20,0%
Wiesbaden	19,5%
Bonn	18,1%
Augsburg	13,4%
Bielefeld	11,7%
Braunschweig	10,8%
Mannheim	10,4%
Nürnberg	10,0%
Münster	9,0%
Ludwigshafen	8,3%
Düsseldorf	5,7%
Hannover	4,6%
Oldenburg	4,5%
Bochum	4,0%
Mainz	3,8%
Dortmund	3,8%
Berlin	2,9%
Bremen	0,8%
Mönchengladbach	0,2%
Lübeck	0,0%
Leverkusen	-0,9%
Solingen	-1,2%
Hagen	-4,2%

I ovenstående tabel er vist den nuværende vækst i de største tyske byer set i forhold til den gennemsnitlige vækst i de 50 største tyske byer.

Core German Residential II investerer kun i byer med en positiv vækst – set i forhold til den gennemsnitlige vækst. De udvalgte byer vokser mellem 3% (Berlin) og 25% (Köln) over den gennemsnitlige vækst.

Den hollandske Investment Bank *Kempen & Co.* har i 2005 udarbejdet en prognose for den forventede prisudvikling på tyske boliger frem mod 2020.

Denne prognose fremgår af figuren på næste side.

De områder, som bliver ramt af en forventet negativ prisudvikling (røde og orange områder), er de samme områder, som er ramt af afindustrialisering (outsourcing fra Tyskland til billigere produktionslande) og af kollapset i den tidligere østtyske industri som fulgte genforenin-

gen på grund af med omveksling af østmark til D-mark i forholdet én til én. Dette ødelagde med et slag det tidligere Østtysklands konkurrenceevne.

Skøn over stigning i ejendomspriser

Kilde: Kempen & Co, juni 2005

De grønne områder omkring Hamborg, Syd- og Vesttyskland ved Frankfurt/Main og Stuttgart, samt Sydtyskland med bl.a. Nürnberg og München forventes at få kraftig prisstigning.

Til sammenligning er i nedenstående tabel vist priser for ejerboligejendomme i København, Berlin og Hamborg. Idet boligudlejningsejendomme i Tyskland normalt kan udstykkes til ejerlejligheder, er det relevant at sammenligne med danske ejerboliger.

Priser på danske og tyske ejerboliger i DKK

	Nye boliger Pris pr. m^2	Gl. boliger Pris pr. m^2
København	28.000 - 38.000	26.000 - 32.000
Berlin	15.000 - 18.000	9.000 - 14.000
Hamborg	15.000 - 22.000	10.000 – 20.000

Ejerboliger i København er dobbelt så dyre som i Tyskland.

4.3 Lav risiko for et tysk ejendomspriskrak

Gennem de seneste år har der været talt og skrevet meget om muligheden for et væsentligt fald i ejerboligpriserne i det amerikanske, engelske, spanske og danske ejendomsmarked på 20-25%.

En korrektion af ejendomspriserne i disse lande synes naturlig efter mange års ubrudt prisstigning og deraf følgende byggeboom.

I Tyskland er situationen, efter Core Property Managements opfattelse, den modsatte.

- Ejendomspriserne i Tyskland er stort set ikke steget i 15 år
- Tysk økonomi er i væsentlig bedring
- Byggeaktiviteten har gennem mange år været lav
- Nybygningsprisen ligger fortsat væsentligt over prisen på ældre ejendomme
- Lånerenten ligger under afkastet på investeringsejendomme, dvs. der er en lille positiv rentemarginal

Core Property Management finder derfor grundlæggede det tyske ejendomsmarked i de store vesttyske byer som meget sundt og attraktivt.

En global ejendomskrise vil naturligvis påvirke det tyske ejendomsmarked, specielt via udenlandske investorers investeringslyst, samt en mere forsigtig kreditgivning fra bankerne.

Men da man allerede i dag kan købe tyske ejendomme til et afkast der ligger over finansieringsrenten, er der en naturlig grænse for hvor stort et prisfald der kan forekomme.

4.4 Boligmarkedet i Hamborg

Hamborg er med 1,7 mio. indbyggere Tysklands andenstørste by. Hele delstaten Hamborg har 3,4 mio. indbyggere.

Byen konkurrerer med München om at være Tysklands rigeste område, og har en bred erhvervsøkonomisk base:

- Er Tysklands førende medieby, med hovedkontorer for aviser, forlag og tv-virksomheder
- Europas andenstørste containerhavn med bred shippingvirksomhed
- Stor koncentration af flydelsfabrikation, den tyske del af Airbus ligger i Hamborg

- Mange uddannelsesinstitutioner, som føder byens mange teknologibaserede virksomheder.

Byen har en god infrastruktur med lufthavn, stor havn og et vigtigt jernbaneknudepunkt. Store dele af den øst/vestgående samhandel med Rusland og Østeuropa går gennem Hamborgs havn.

Havnen er inde i en rivende udvikling, bl.a. drevet af udviklingen i containertrafikken. Hamborgs havn er i dag den 8. største containerhavn i verden, og kæmper med Rotterdam om at være Europas største.

Fra Hamborg går der hurtigtog til Tysklands nye hovedstad Berlin. Turen tager halvanden time. Hamborg er en meget grøn by, idet grønne arealer og vand udgør 40% af byens overfladeareal. Byen er i gang med en stor byudvikling i de gamle havnearealer, hvor en ny stor bydel *Hafen City* skyder op i disse år.

Hamborg har gennem de seneste år haft en positiv befolkningstilvækst, og denne udvikling forventes at fortsætte.

I Hamborg omsættes ca. 550 udlejningsejendomme om året. Prisniveauet i gode områder er 1.200-2.000 EUR/m2. Lejeniveauet pr. måned er 7-14 EUR/m^2 og op mod 19 EUR/m^2 i de dyreste områder og i nybyggeri.

4.5 Boligmarkedet i Berlin

Berlin er Tysklands klart største by med knap 3,4 mio. indbyggere. Det er mere end Hamborg, München og Frankfurt tilsammen. I de senere år har indbyggertallet været konstant, men stigende når man inkluderer forstæderne.

Økonomisk set er Berlin med et BNP pr. indbygger på 21.000 EUR mere end 20% ”fattigere” end det gennemsnitlige niveau for Tyskland. Arbejdsløsheden er dobbelt så høj som i resten af Tyskland.

Det berlinske ejendomsmarked blev præget af byggeboomet efter genforeningen, som skabte et overudbud af boliger og erhvervslejemål. Samtidig kollapsede den tidligere østtyske industri og i Vestberlin lukkede fabrikker, som havde overlevet på skattesubsidier.

Tilgangen af boliger i form af nybyggeri er faldet markant. Antal m^2 pr. indbygger er lavt med ca. 39 m^2 mod 44 m^2, som er gennemsnittet for hele Tyskland. Ud af 1,9 mio. boligenheder i Berlin er 0,3 mio. betonbyggeri i form af såkaldt *plattenbau*, som er i ringe stand og charmeforladt.

Der er typisk tale om ejendomme opført i det tidligere Østberlin. Mange af disse ejendomme er renoverede, men svære at udleje. En række af disse boligblokke forventes at blive revet ned på et senere tidspunkt.

Berlin kan på længere sigt rette sig som metropol. I dag er det først og fremmest en by, som er præget af offentlige institutioner som regeringsby for Tyskland, samt en stor koncentration af uddannelsesinstitutioner, herunder tre store universiteter.

Blandt vækstfremmende forhold kan fremhæves:

- Berlins gode infrastruktur:
  a. Der er kun 50 km til motorvejsovergangen til Polen, som er den vigtigste forbindelse mellem Vest- og Østeuropa.
  b. Hurtigtogsforbindelse til bl.a. Hamborg (1½ time)
  c. Etableringen af en forventet ny storlufthavn, som vil blive den tredje største i Tyskland (efter Düsseldorf og Frankfurt).
- *Spin-off* fra de stærke forskningsmiljøer på de højere uddannelser.
- Udvikling af især biotekindustri og medievirksomhed. Flere medievirksomheder er flyttet fra Hamborg til Berlin.
- Berlins status som en levende og spændende by, som tiltrækker unge beboere.

Andelen af ejerboliger er i Berlin kun 20%. I Berlin lejer man sin bolig, man køber den ikke. Boligmarkedet er præget af et fortsat overudbud af boliger, hvilket har givet en tomgang på hen ved 6% af den samlede boligmasse eller over 120.000 lejemål.

Priserne for de erhvervede ejendomme forventes i niveauet 1.000-1.600 EUR/m^2. Berlin er et stort marked med en årlig omsætning af udlejningsejendomme i niveauet 3.600 stk. Lejeniveauet er lavt med 4-8 EUR/m^2 pr. måned i store dele af byen.

På grund af den betydelige udenlandske investeringsinteresse er priserne på boligudlejningsejendomme steget kraftigt i Berlin siden sommeren 2005. Det har bragt bruttoafkastet ned på 4,5-6,5% for mere centralt beliggende ejendomme.

4.6 Boligmarkedet i Hannover

Hannover by har ca. 520.000 indbyggere, og Hannover og omegn har 1,2 mio. indbyggere. Hannover er hovedstad i delstaten Niedersachsen.

Hannover er erhvervsmæssigt kendetegnet ved:

- En god infrastruktur med tog, lufthavn og logistikknudepunkt nær den nord-sydgående og den øst-vestgående motorvej.
- Hovedsæde for flere bank- og forsikringsvirksomheder.
- En erhvervsstruktur der er under forandring fra produktion til service, idet en række traditionelle produktionsvirksomheder outsourcer arbejdspladser, samtidig med at nye og mindre virksomheder kommer til.
- Tysklands næststørste messecenter.

Byens erhvervsstruktur har hidtil formået at tilpasse sig, så lukningen af traditionelle fabrikker er blevet afløst af nye arbejdspladser. I fremstillingssektoren er VW, Varta, Continental og Airbus nogle af de vigtigste større arbejdspladser.

Hannover blev ødelagt under 2. verdenskrig, så en stor del af byen er genopbygget herefter. Dette har resulteret i en meget effektiv infrastruktur.

Der er i byen kun ganske få kvarterer med en stor koncentration af sociale problemer, og hvor ejendomsselskabet ikke vil erhverve ejendomme.

Der omsættes ca. 400 udlejningsejendomme årligt til priser på 1.000-1.500 EUR/m2. Lejeniveauet pr. måned er 5-8 EUR/m^2 og med en topleje på 8-9 EUR/m^2. De mere centrale områder handles til et bruttoafkast på 7%-8%.

4.7 Boligmarkedet i Düsseldorf

Düsseldorf er hovedstad i delstaten Nordrhein-Westfalen. Byen har knap 600.000 indbyggere, og et enormt opland med sin beliggenhed på kanten af Ruhr-området og midt i et af de mest befolkede områder i Tyskland, hvor Bonn, Köln, Düsseldorf, Essen og Dortmund stort set er vokset sammen til et stort sammenhængende byområde.

Düsseldorf er hovedkvarter for koncerner som Vodafone, C&A, E-Plus, Henkel, Rheinmetall, Metro og Thyssen-Krupp. Herudover har Düsseldorf et stort messeområde og et universitet – og lufthavnen er Tysklands næststørste efter Frankfurt.
Düsseldorf er erhvervsmæssigt et meget dynamisk område, hvor man er nået langt i omstillingen fra traditionel industri til et globaliseret servicesamfund. Rent fysisk ses dette ved, at der i centrum ligger flere meget store industriområder, hvor flere er ved at blive omdannet til kontor, beboelse og anden anvendelse.

Byen har en befolkningsmæssig nettotilvandring på 5-10.000 personer om året. Det betyder, at tomgangsrisikoen for boliger er forholdsvis lav. Det påstås, at der er mangel på gode boliger, og for byen som helhed er der en tomgang på skønsmæssigt 5%. Bortfaldet af skattemæssigt transportfradrag for lønmodtagere vil formentligt medføre, at flere ønsker at bo nær centrum frem for være en af de ca. 280.000 mennesker, der dagligt pendler til byen.

Der omsættes årligt ca. 500 udlejningsejendomme, og priserne ligger mellem 1.000-1.800 EUR/m^2. Huslejeniveauet er med 6-12 EUR/m^2 pr. måned. Bruttoafkastet af boligejendomme er ca. 7%.

4.8 Boligmarkedet i Köln

Köln er Tysklands fjerdestørste by med 1 mio. indbyggere og 3 mio. indbyggere i området omkring. Industrielt er byen førende inden for kemi- og medievirksomheder, og er Tysklands 2. største universitetsby, kun overgået af Berlin.

Byen er for en stor dels vedkommende opført efter krigen.

Der omsættes årligt 700 - 750 udlejningsejendomme til priser på 1.200-2.000 EUR/m^2. Bruttoafkastet ligger i niveauet 6-6,5%. Lejeniveauet ligger på 6,5 – 11 EUR/m2.

4.9 Boligmarkedet i Bonn

Flytningen af Tysklands hovedstad fra Bonn til Berlin medførte en økonomisk nedtur for Bonn. Efterfølgende er det lykkedes at vende udviklingen, således at befolkningstallet er svagt stigende med lidt over 300.000 indbyggere. En medvirkende årsag har været, at Bonn er blevet base for en række FN-organisationer. Herudover huser byen fortsat en række statslige organisationer og er hovedsæde for tidligere statslige virksomheder, såsom Deutsche Telekom, T-Mobile, Deutsche Post og Postbank. Hertil kommer etablering af et dynamisk it-miljø med mange små virksomheder.

Der omsættes 200-250 udlejningsejendomme om året til priser i niveauet 1200-1800 EUR/m^2. Lejeniveauet ligger relativt højt med 6-10 EUR/m^2 pr. måned. Bruttoafkastet ligger i niveauet 7-7,5%.

4.10 Boligmarkedet i Frankfurt

Frankfurt am Main har 650.000 indbyggere, og i området bor der ca. 5 mio. mennesker. Frankfurt er som bekendt Tysklands og kontinental-Europas finansielle centrum med over 300 inden- og udenlandske banker, med bl.a. hovedsædet for den Europæiske Central Bank, Bundes Bank m.fl. Herudover har byen en varieret erhvervsstruktur.

Investeringsmæssigt er Frankfurt særdeles interessant. Afkastet på ejendomme nær centrum ligger relativt højt, og der er få tomme lejligheder. Lejeniveauet i Frankfurt ligger ganske højt som følge af mange vellønnede tilflyttere, der bl.a. arbejder i den finansielle sektor. *High end-markedet* vurderes som større i Frankfurt end i mange andre større tyske byer.

Frankfurt er en fascinerende blanding af et internationalt finanscenter – og få gader derfra hyggelige 2-4 etagers beboelsesejendomme med mange træer i gadebilledet.

I forlængelse af Frankfurt ligger Offenbach, der er en selvstændig by. Offenbach er kendetegnet ved mange indvandrer og typiske arbejderkvarterer. Der forventes også investeret i udvalgte dele af Offenbach, ligesom andre mindre satellitbyer kan komme på tale som investeringsområder.

Der omsættes årligt ca. 450 udlejningsejendomme til priser på 1.400-2.000 EUR/m2. Lejeniveauet pr. måned er 6-12 EUR/m^2 med top leje på 15-17 EUR/m^2. De bedste bydele handles til et bruttoafkast på 5,5-6%. De fleste gode områder handles til et bruttoafkast på 6,5%

4.11 Boligmarkedet i Wiesbaden/Mainz

Byerne Wiesbaden og Mainz ligger på hver sin side af floden Mainz. Wiesbaden har 275.000 indbyggere og Mainz har 195.000 indbyggere, så sammen udgør de et koncentreret byområde med knap 500.000 indbyggere. Wiesbaden og Mainz ligger en lille halv times kørsel fra Frankfurt, og betragtes som en del af Frankfurt-området.

Mainz er hovedstaden i Rheinland Pfalz og er i høj grad præget af administration og også en del industrivirksomheder er lokaliseret her. Størstedelen af boligmassen er opført efter krigen.

Wiesbaden er hovedstad i delstaten Hessen. Wiesbaden har en utrolig velbevaret bykerne med mange smukke altbau-bygninger. Den amerikanske hær har koncentreret en del af sine styrker og administration i byen, og det forventes at den flytter flere aktiviteter til byen i de kommende år.

Der omsættes årligt ca. 300 udlejningsejendomme til priser på 1.000- 1.500 EUR/m2. Lejeniveauet pr. måned er 6-7 EUR/m^2. De fleste gode områder handles til et bruttoafkast på 6,5-7,5%

4.12 Boligmarkedet i Nürnberg

Nürnberg har 500.000 indbyggere og er den andenstørste by i det velhavende Bayern. Nürnberg har et naturligt opland på 1,7 mio. indbyggere. Nürnberg er kendt som it-by med mange ingeniører og it-arbejdere. 90.000 mennesker arbejder i 8.000 it-relaterede virksomheder. Herudover er byen også en stor uddannelsesby med 90.000 studenter. Ligesom byen også lægger vægt på at være messe- og kongresby. Arbejdsløsheden er kun 6,6% og dermed en af tysklands laveste. Kun München og Stuttgart har en lavere arbejdsløshed.

Nürnberg er en velstående by med en BPI på niveau med Köln og Wiesbaden. Byen har en befolkningsmæssig tilvækst, der ligger pænt over gennemsnittet for hele Tyskland. Fra starten af 1990'erne frem til midten af 1990'erne faldt befolkningstallet, da området var i dyb krise efter tabet af mange arbejdspladser. En målbevidst politik og satsning på it har medført en succesfuld "turn around" så befolkningstallet gennem de sidste 10 år er vokset med ca. 15.000 indbyggere.

Udover Nürnberg forventes også investeret i Fürt, der er en selvstændig by - men bygget sammen med Nürnberg. I Fürt bor ca. 115.000 indbyggere, heraf en del indvandrere. Fürt er kendetegnet ved en meget høj befolkningsmæssig vækst, samtidig med at byen er særdeles velbevaret.

Huslejen i Nürnberg målt som *Mietspiegel* var faldende i starten af 90'erne i forbindelse med den økonomiske krise. Gennem de sidste 10 år er *Mietspiegel* steget fra 4,61 EUR/m2 til 5,89 EUR/m2 i 2006. Gode udlejningsejen-

domme giver et afkast i niveauet 6,5-7% og handles til en pris på 1.000-1.500 EUR/m2.

4.13 Boligmarkedet i det øvrige Sydtyskland

Udover Nürnberg overvejes investering i andre sydtyske byer.

Som tidligere nævnt er sydtyskland relativ dyr, og ejendomsselskabet overvejer derfor andre attraktive investeringsmuligheder, i bl.a. nedenstående 2 investeringsområder.

Syd for Frankfurt ligger de tre næsten sammenvoksede byer **Heidelberg**, **Mannheim** og **Ludwigshafen**. Sammenlagt har de 3 byer næsten 620.000 indbyggere fordelt på Heidelberg 150.000, Mannheim 310.000 og Ludwigshafen 160.000.

Stuttgart hovedstad i delstaten Baden Württemberg og har 590.000 indbyggere og er Tysklands 6. største by. Stuttgart er en af Tysklands mest velstående byer og en af de byer der ventes at opleve den største befolkningsmæssige tilvækst.

Andre områder kan også komme på tale idet der lægges vægt på en større sammenhængende bymæssig bebyggelse, samtidig med at der forvaltningsmæssigt skal kunne opnås en kritisk masse af ejendomme. Som udgangspunkt søges porteføljen dog koncentreret i de beskrevne byer.

5. Forvaltningsstrategi

Når erhvervelsesfasen er afsluttet, vil Core Property Management rette fokus på optimering af den løbende drift og udvikling af ejendomsmassen.

5.1 Lejeindtægter og driftsomkostninger

I Tyskland betaler lejer foruden lejen et a conto-beløb, som skal dække en række driftsudgifter på ejendommen (*Nebenkosten*). Beløb som i Danmark typisk er indeholdt i lejen.

Udover huslejen betaler lejerne udgifterne til

- skatter og afgifter
- forsikringer
- vand og fælles el
- vicevært og renholdelse
- småvedligeholdelse
- serviceabonnementer

Dette beløb betales a conto og udgør normalt 25-35% af lejen. Beløbet afregnes i henhold til et regnskab én gang årligt. Dette forhold bør man have med, når man sammenligner driftsudgifter med, hvad man kender i Danmark.

Herudover betaler lejer naturligvis også udgifter til

- opvarmning
- el

Det tyske lejemarked er reguleret som i Danmark, men er ikke så detailstyret. Lejen for eksisterende lejekontrakter må ikke fastsættes højere end 20% over et såkaldt *Mietspiegel* (et gennemsnitsniveau), der udarbejdes af de kommunale myndigheder i de enkelte byer.

Mietspiegel er det gennemsnitlige lejeniveau, som beregnes via en stor stikprøve hvert andet eller tredje år. Dette tal suppleres med en række kriterier, som skal afspejle lejlighedens alder og funktionelle kvaliteter. For hvert kriterium, der er opfyldt, kan lejen lægges på et højere niveau.

Ved genudlejning peger nyere retspraksis på, at lejen fastlægges uden hensyn til *Mietspiegel*, dog må lejen ikke være fastsat urimeligt højt.

Lejeforhøjelser for eksisterende boliglejemål kræver, såfremt lejer ikke accepterer forhøjelsen, at udlejer gennemfører den via domstolene. Det er derfor forholdsvis kompliceret at ændre lejen på eksisterende lejemål. Lejen kan ikke stige med mere end 20% over en 3-årig periode.

Mietspiegel forventes at udvikle sig på niveau med den generelle inflation, men vil principielt kunne udvikle sig både højere og lavere end den generelle inflation.

Erhvervslejemål indgås typisk med en trappeleje eller en indeksering. Det er normalt, at kontrakten lyder på et givent antal år med option for lejer til at forlænge lejekontrakten på uændrede vilkår i yderligere et antal år.

Indeksering af erhvervslejemål er ikke altid med 100%, men kan ske med en lavere sats. Dette sker typisk i områder, hvor tomgangen har været høj.

Der er afsat et beløb til den del af ejendommens vedligeholdelse, som ikke indgår under *Nebenkosten* (dvs. betales af lejer). Den løbende vedligeholdelse initieres og styres af den lokale administrator, mens alle større renoveringsopgaver igangsættes efter ordre fra Core Property Management.

5.2 Lokal administration

Den lokale administration af de enkelte ejendomme i Tyskland overlades til lokale administrationsfirmaer. På grund af lejeboligmarkedets store udbredelse er der mange og dygtige firmaer at vælge imellem. Den lokale administrator tager sig af:

- Nyudlejning
- Gennemgang af lejlighed ved lejerskifte
- Opkrævning af leje
- Afregning af a conto-regnskab for *Nebenkosten*
- Alle løbende småvedligeholdelsesopgaver

Det er Core Property Managements opgave at tilse den enkelte administrator og sikre kvaliteten af det udførte arbejde. Det gælder især om at sikre, at den lokale administrator ved enhver nyudlejning søger at optimere denne ved at søge en højere leje, evt. efter en renovering.

Disse opgaver kræver betydelig opmærksomhed for at sikre at de bliver udført så optimalt som muligt. Core Property Management anvender derfor ganske mange ressourcer på at drøfte alle væsentlige beslutninger såsom genudlejning, renoveringer, rapportering etc. med de lokale administratorer - og der foretages jævnlige besøg hos de lokale administratorer, også for at besigtige ejendomme og vedligeholdelsesarbejder/renoveringer. Core Property Managements opgave er endvidere at

foretage benchmarking af de enkelte administratorer og levere ”ejerøjne” på samtlige beslutninger.

5.3 Udvikling af ejendomme

En udvikling af ejendomsporteføljen gennem forbedringer af lejlighederne kan øge forrentningen. Lejen kan forhøjes med op til 11% af det investerede beløb ved forbedringer. Dette vil øge afkastet.

Den type ejendomme, som forventes erhvervet, vil være i så god stand, at der ikke umiddelbart skal afholdes store udgifter til klimaskærm (facade, tag og fundamenter) eller på generelle mangler i de enkelte lejligheder.

Det vil være normalt, at der for hver ejendom fastlægges en standardiseret renoveringskutyme, som den lokale administrator følger i forbindelse med lejerskifte. Ved ældre ejendomme kan der være tale om udskiftning af fx køkken og renovering af badeværelse. Omfanget af disse renoveringer vil være nøje afstemt efter, hvilke muligheder der er for lejeforhøjelser som følge af den gennemførte renovering.

Der vil blive lagt særlig vægt på at gennemføre et løft af ejendommens fællesarealer, herunder især indgangsparti, opgang, udenomsarealer og eventuel fjernelse af graffiti, der erfaringsmæssigt betyder meget for lejernes helhedsopfattelse af en ejendoms stand og udtryk. Udgifterne hertil er beskedne set i forhold til den værdi, lejerne tillægger disse forhold.

5.4 Værdistigninger

En værdistigning på boligudlejningsejendomme kan være begrundet i to forhold.

- For det første vil en lejestigning ved en uændret kapitaliseringsfaktor (afkast for investor) give sig udslag i en højere ejendomsværdi. Lejestigningen kunne være begrundet i markedsmæssige forhold, som øget efterspørgsel af lejeboliger, eller forårsaget af lejeforhøjelser begrundet i forbedringer af lejemålet.

- For det andet kan en øget efterspørgsel efter boligudlejningsejendomme fra investorernes side give sig udslag i, at ejendommene bliver handlet til et lavere afkast og dermed en højere pris (yield compression). Den øgede efterspørgsel kan eksempelvis skyldes tro på stigende lejeniveau, eller knaphed på jord og bygninger i storbyerne.

Generelt vil ejendomme som minimum følge inflationsudviklingen, som typisk også afspejler udviklingen i lejeniveauet. I forhold hertil har det tyske ejendomsmarked siden starten af 1990’erne udviklet sig atypisk, idet ejendomspriserne ikke har kunnet følge med inflationen. Baggrunden var som tidligere beskrevet et skattefinansieret byggeboom efter genforeningen. Det har indtil nu taget 10 år at eliminere dette overudbud skabt i starten af 90’erne.

En værdistigning på lang sigt vil efter Core Property Managements opfattelse afhænge ikke bare af den generelle økonomiske og befolkningsmæssige udvikling i Tyskland, men også af den enkelte ejendoms placering.

Det er derfor, at investeringsstrategien, som beskrevet i kapitel 3, har fokuseret på udvælgelse af de byområder, som Core Property Management forventer vil være vækstcentre, hvor befolkningsvækst, øget velstand, mangel på boliger og knaphed på jord vil medføre ekstraordinære prisstigninger.

5.5 Salg som ejerlejligheder

I Tyskland er det muligt umiddelbart at udstykke udlejningsejendomme til ejerlejligheder. Derfor er der i Tyskland ikke den store forskel mellem prisen på ejerlejligheder og prisen på udlejningsejendomme.

Retten til udstykning gælder dog ikke for de ejendomme, som er opført med særlig støtte – i hvert fald ikke i den periode, hvori støtten er gældende.

Andelen af tyskere, der ejer egen bolig er 44% mod 54% i Danmark. Den tyske ejerandel er Vesteuropas laveste.

Såfremt tyske lejere får øget tillid til fremtiden, kan det vise sig muligt at foretage en udstykning til ejerlejligheder af specielt attraktive ejendomme med god beliggenhed. En positiv udvikling i det tyske ejendomsmarked vil formentlig øge interessen for at eje sin bolig frem for at leje den. Boligudgifterne for tyskere har været faldende og er billige set i europæisk sammenhæng.

Eventuel udstykning og salg af ejendommene som ejerlejligheder kan være en potentiel exitstrategi. I dagens marked handles ejerlejligheder til en mindre merpris i forhold til udlejningsejendomme.

En betydelig del af de ejendomme, som Core German Residential II vil erhverve, er både

velholdte og velbeliggende og derfor velegnede til en eventuel udstykning til ejerlejligheder.

5.6 Tilpasninger af ejendomsporteføljen

Ejendommene er erhvervet som en langsigtet investeringshorisont, der som minimum løber til førstkommende Exit Windows.

På grund af de tyske skatteregler kan der ikke både købes og sælges ejendomme vilkårligt, idet dette vil udløse øget beskatning i Tyskland.

Salg af ejendomme vil derfor først finde sted i forbindelse med Exit Windows, og vil blive optimeret set i forhold til de skatteregler, som må være gældende på dette tidspunkt.

5.7 Finansiering og belåningsgrad

Der er beskrevet en række formelle finansieringsdetaljer i afsnit 8.9.

Den indskudte kapital i ejendomsselskabet suppleres med realkreditbelåning, som øger balancen med en faktor 3, således at der for hver 1 krone aktiekapital lånes yderligere 2 kroner. Dette svarer til en belåningsgrad af balancen på ca. 67% (beregnet uden hensyn til initiale fes).

Det er hensigten at opretholde belåningsgraden over 60%, hvilket på grund af det løbende overskud eller eventuelle opskrivninger af ejendomsporteføljens værdi kan kræve, at der enten sker udlodning af udbytte fra ejendomsselskabet, eller at der erhverves nye ejendomme.

Der kan i kortere perioder være en belåningsgrad, som er lavere end 60%.

5.8 Rente- og valutastyring

Det er en integreret del af Core Property Managements forvaltning af ejendomsselskabet, at forholde sig aktivt til finansieringssiden, herunder valg af rentefiksering.

Som det er beskrevet i kapital 7 om risiko, er det risikomæssigt ikke hensigtsmæssigt at fastlåse finansieringsrenten på meget lange perioder i et ejendomsselskab, hvor lejeindtægterne i et vist omfang er relateret til den generelle inflations- og konjunkturudvikling.

Det er hovedsigtet med lånestrategien, at den belånte del af porteføljen ikke må give et betydeligt underskud efter finansieringsomkostninger. Dvs. at låneomkostningerne på ca. 67% af ejendomsporteføljen ikke må kunne stige markant over det løbende nettoafkast på porteføljen, dvs. ca. 4,8%.

Det er samtidig et mål, at selskabets finansiering skal være så fleksibel, at det er muligt at sælge ejendomme i forbindelse med Exit Windows mv., uden at selskabet vil lide væsentlige tab ved indfrielse af fastrentelån.

Finansieringen vil primært ske via realkreditlån, som optages i enten DKK eller EUR. Renten på disse lån vil være afhængig af de aktuelle markedsforhold på tidspunktet for låneoptagelsen. Valget af obligationstype og valuta vil blive bestemt af hvilken type og valuta, som vil give den mest optimale finansiering.

Vælges lån i DKK, vil valutarisikoen blive afdækket via en swap fra DKK til EUR.

Finansieringen forventes at blive optaget som 20-årige realkreditlån i EUR med en 3-måneders variabel rente.

Renterisikoen forventes helt eller delvist afdækket ved indgåelse af renteswaps med en løbetid på 3-5 år. Afdækning af renterisikoen kan også ske ved køb af et renteloft.

Rentestrategien vil blive fastlagt, når lånene hjemtages i 2008 og vil i høj grad afhænge af rentekurvens hældning på det pågældende tidspunkt.

5.9 Brug af finansielle instrumenter

Der vil ske brug af finansielle instrumenter i form af rentecaps, rentecollars, renteswaps og valutaterminsforretninger.

Brugen af de enkelte instrumenter sker ud fra en vurdering af, hvilket finansielle instrument som lettest og billigst giver ejendomsselskabet den ønskede eksponering mod en given rente.

Der kan i forbindelse med brug af finansielle instrumenter ske sikkerhedsstillelse over for bankmodpart i form af pant i aktiver ejet af ejendomsselskabet.

Der er en kort beskrivelse af udvalgte finansielle instrumenter i kapitel 14.

6. Prognose over resultat

I den prognose, som vi gennemgår på de næste sider, og som belyser indtægter, udgifter, cash flow m.m., tager udgangspunkt i:

- de bruttoafkast, som der aktuelt kan erhverves boligudlejningsejendomme til
- den allokering på byområder, som er beskrevet i kapitel 3

Prognosen er vist samlet for Core German Residential II Kommanditaktieselskab. Der tages således ikke hensyn til overkursen på 3,75%, der betales ved tegning via aktieselskaberne. Prognosen viser heller ikke de særlige forhold for PAL-beskattede investorer, som kan opnå lempelse i PAL-skatten for betalt tysk skat.

Den viste prognose er beregnet med et samlet engangsfee på 1,25%, som er gældende for Private Banking-investorer. Der er ikke vist prognoser for en institutionel investor, som eventuelt betaler et lavere engangsfee mod til gengæld at betale performancefee.

Prognosen er vist med et forventet indskud på 1.750 mio. DKK. Et indskud som vil resultere i en samlet investering på 5.250 mio. DKK inklusiv alle handelsomkostninger og engangsfees.

Prognosen er vist for det første fulde driftsår, som er 2009, beregnet med de forudsætninger, som er vist nedenfor.

Der er i bilagene i kapitel 19 vist skøn over 2008, hvor ejendomsselskabets balance er under opbygning. Derudover vises skøn over årene frem til og med 2018.

De viste prognoser for 2008 i kapitel 19 er beregnet som henholdsvis 35% af et fuldt driftsår beregnet for 2009 under den forudsætning, at ejendomsselskabet for 2009 har erhvervet den fulde ejendomsportefølje. Dog er udgiftsposterne for "ledelse og udvikling", "diverse, advokat, rejseudg. etc.","revision og regnskab", samt "renter finansiering" skønnet anderledes end 35% af et fuldt driftsår - typisk højere.

Forventet allokering på byområder samt forventet brutto- og nettoafkast

Område	Allokering i %	Allokering excl. omk. og fees	Allokering incl. omk. og fees	Forventet bruttoafkast	Forventet nettoafkast
Hamborg	15%	716.311.330	787.500.000	6,20%	5,13%
Berlin	10%	477.540.887	525.000.000	6,20%	4,93%
Hannover	10%	477.540.887	525.000.000	7,25%	5,87%
Düsseldorf	15%	716.311.330	787.500.000	7,00%	5,77%
Köln	15%	716.311.330	787.500.000	6,50%	5,41%
Bonn	5%	238.770.443	262.500.000	7,10%	5,86%
Frankfurt/Offenbach	10%	477.540.887	525.000.000	6,40%	5,29%
Wiesbaden/Mainz	10%	477.540.887	525.000.000	6,75%	5,56%
Nürnberg	10%	477.540.887	525.000.000	6,75%	5,58%
I ALT	**100%**	**4.775.408.865**	**5.250.000.000**	**6,65%**	**5,46%**

Forventet pris pr. m^2, størrelse og antal lejligheder samt tomgang

Område	Pris pr. m2 i EUR	Gns. størrelse	Antal lejligheder	Antal m2	Forventet tomgang	Faktor Pris/leje	Brutto afkast
Hamborg	1.600	60	1.002	60.093	1,8%	16,1	6,2%
Berlin	1.100	70	832	58.272	3,0%	16,1	6,2%
Hannover	1.100	60	971	58.272	2,5%	13,8	7,3%
Düsseldorf	1.400	60	1.145	68.678	2,0%	14,3	7,0%
Köln	1.600	60	1.002	60.093	1,5%	15,4	6,5%
Bonn	1.400	60	382	22.893	2,0%	14,1	7,1%
Frankfurt/Offenbach	1.600	65	616	40.062	2,0%	15,6	6,4%
Wiesbaden/Mainz	1.400	65	704	45.785	2,0%	14,8	6,8%
Nürnberg	1.500	60	712	42.733	2,0%	14,8	6,8%
I ALT	**1.430**	**62,0**	**7.366**	**456.882**	**2,0%**	**15,0**	**6,6%**

6.1 Indtægter

Indtægterne er skønnet ved brug af de antagelser om allokering på byområder og afkast, som er vist i tabellen på forrige side. Alle tal nedenfor vist er for 2009.

Idet ejendomsporteføljen er under opbygning, vil de faktiske bruttoafkast først være kendt, når hele porteføljen er erhvervet.

Det er forudsat, at:

- 15% af porteføljen anskaffes i Hamborg til et bruttoafkast på 6,2%
- 15% af porteføljen anskaffes i Köln til et bruttoafkast på 6,5%
- 15% af porteføljen anskaffes i Düsseldorf til et bruttoafkast på 7%.

De resterende 55% af porteføljen fordeles med:

- 10% på Berlin til et bruttoafkast på 6,2%
- 10% til Hannover til et bruttoafkast på 7,25%
- 10% til Frankfurt/Offenbach til et bruttoafkast på 6,4%
- 10% til Nürnberg til et bruttoafkast på 6,75%
- 5% til Bonn med et bruttoafkast på 7,1%

Der forventes en gennemsnitlig pris på knap 1.430 EUR/m^2, svarende til ca. 10.600 DKK/m^2.

Man skal være opmærksom på, at i Tyskland måles udlejningsarealer netto og ikke brutto, som i Danmark. Det vil sige, at ejendomsarealet viser summen af alle nettoarealerne i de enkelte lejemål, og er målt som det indvendige areal eksklusiv mur, andel i fællesarealer og terrasser/altaner. Dermed er priserne på boligudlejningsejendomme i Tyskland reelt endnu lavere, når man sammenligner med Danmark.

Prognosen forudsætter en investering på 5,25 mia. DKK efter tegning af 1.750 mio. DKK, hvilket giver mulighed for at erhverve knap 7.400 lejemål med 450.000 m^2 lejeareal.

Den gennemsnitlige lejlighedsstørrelse er sat til 62 m^2 målt som nettoareal.

6.2 Omkostninger

Som beskrevet tidligere betaler lejerne en væsentlig del af ejendommens driftsudgifter i modsætning til i Danmark, hvor de fleste af disse omkostninger afholdes af ejendommens ejer.

Ejendomsselskabet skal selv afholde følgende omkostninger, som er indregnet i prognosen:

1. **Lokale administrationsomkostninger**
   Administrationsomkostningerne er sat til 3,6% inklusiv tysk moms af lejeindtægterne.

2. **Vedligeholdelsesomkostninger**
   Udgifterne til vedligeholdelse (den del som ikke betales af lejerne) er sat til 34 DKK/m^2 årligt (4,5 EUR/m^2), idet de erhvervede ejendomme forventes at være i god stand.

3. **Renteudgifter og låneomkostninger**
   I prognosen tages udgangspunkt i et EUR-lån hvor renten via en renteswap fastlåses til 4,75% p.a.

   Der er vist beregning med en alternativ rentesats i kapitel 7.

   I 2008 fratrækkes 0,25% af lånebeløbet, som skal dække etableringsprovision til Nykredit og refundere Nykredit de omkostninger, der afholdes til ekstern vurdering af de enkelte ejendomme.

4. **EUR/DKK-swap**
   I forbindelse med omlægning af egenkapitalen i DKK til EUR opnås en renteindtjening på ca. 0,15% p.a. Dette sker via en valutaswap, som eliminerer den teoretiske valutakursrisiko på egenkapitalen, som er indbetalt i DKK, men investeret i EUR-denominerede ejendomme.

5. **Regnskab og revision**
   Udgifter til bogføring, regnskab og revision er sat til 2 mio. DKK. Posten omfatter bl.a. tysk skatteregnskab, tysk momsregnskab, dansk skatteregnskab og årsrapport for ejendomsselskabet.

6. **Fee for ledelse og udvikling**
   I løbende fee er afsat 0,5% p.a. af balancen inklusiv dansk og tysk moms.

7. **Engangsfee**
   I 2008 betales et engangsfee på 1,25% af ejendomsbalancen inklusiv handelsomkostninger. I prognosen er engangsfee udgiftsført med 0,5% under initiale finansieringsomkostninger, 0,25% er tillagt ejendommens anskaffelsessum som en del af anskaffelsesomkostningerne, og 0,5% er udgiftsført direkte under egenkapital og fremgår af likviditetsoversigten.

Beløbet dækker arbejdet med at udarbejde investeringskoncept, stifte ejendomsselskabet, markedsundersøgelser, udvælgelse af ejendomme, købsforhandlinger, organisering af rådgivere og samarbejdspartnere i Tyskland, udarbejdelse af prospekt, stiftelse af selskab samt finansieringsforhandlinger og fremskaffelse af kapital til ejendomsselskabet.

Bemærk at kurstillægget på 3,75%, som betales ved tegning i aktieselskaberne ikke er medtaget i nærværende prognoseberegninger som er vist for kommanditaktieselskabet.

8. **Tomgangsleje og følgeudgifter**
   Der forventes en gennemsnitlig tomgang på 2,0%. Den forventede tomgang i de enkelte byer fremgår af tabellen side 23.

   I forbindelse med tomgang vil udlejer skulle betale *Nebenkosten* for de ikke udlejede lejligheder. Dette beløb af sat til 20% af tomgangslejen og udgør 1,32 mio. DKK (2009-kroner).

9. **Bestyrelseshonorar, advokat, m.m.**
   Der er indregnet 0,4 mio. DKK (2009-kroner) til eksterne bestyrelsesmedlemmer. Bestyrelsesmedlemmer ansat i Core Property Management aflønnes ikke af Ejendomsselskabet. Herudover er der afsat 0,2 mio. DKK til generalforsamlinger og diverse kontorhold samt 0,25 mio. DKK til advokatbistand.

   Til rejser og ophold for medarbejdere i Core Property Management i Tyskland er afsat 1,15 mio. DKK.

6.3 Skat og afskrivninger

Der er indregnet aktuel skat og udskudt skat i henhold til gældende skatteregler for Tyskland. Se kapital 10 for en nærmere beskrivelse af de skattemæssige forhold.

Der er i prognoserne indregnet tysk skat med 15,83%. På grund af bygnings-afskrivninger er den løbende skattebetaling minimal, men der hensættes i prognoserne til udskudt skat på de foretagne værdireguleringer på ejendommene og på de foretagne skattemæssige afskrivninger. Den udskudte skat forfalder til betaling, når selskabets ejendomme afhændes.

Der er benyttet en forventet afskrivningsprocent på 1,52%, der er beregnet som vist i nedenstående tabel. I Tyskland kan der afskrives på beboelsesejendomme med en sats, som er 2% for ejendomme opført efter 1925 og 2,5% for ejendomme opført før 1925. Der kan kun afskrives på selve bygningsdelen, som er sat til 70% af anskaffelsesprisen inklusiv anskaffelsesomkostninger.

Afskrivninger	Sats	Fordeling af ejd.	Ejd. del af købspris
Bolig ældre end 1925	2,50%	15%	70%
Bolig nyere end 1925	2,00%	65%	70%
Kontor & butik	2,50%	20%	70%
Afskrivningssats i alt		100%	**1,52%**

Skatten som påhviler aktionærerne er ikke indregnet i prognosen.

6.4 Likviditet

Herudover bliver ejendommenes løbende cash flow påvirket af:

1. **Afdrag på realkreditlån**
   Der benyttes stående realkreditlån, som ikke kræver årlige afdrag. I prognosen er det forudsat, at overskydende likviditet benyttes til ekstraordinære afdrag på realkreditbelåningen.

2. **Forbedring af ejendommene**
   I prognosen er det ikke afsat midler til udvikling og større renoveringsopgaver på ejendommene. Der er til gengæld heller ikke indregnet øgede lejeindtægter begrundet i disse forbedringer på ejendomsmassen. I praksis vil en del af de midler, der er forudsat benyttet til ekstraordinære afdrag, blive benyttet til forbedringer på ejendommene.

3. **Udbytte**
   Der forventes en udbytteudbetaling på 4% årligt fra 2010.

6.5 Værdiansættelse af ejendomme og handelsomkostninger

I prognosen indgår ejendommene initialt (ved den første indregning) med den samlede anskaffelsespris, som består af købsprisen med tillæg af anskaffelsesomkostninger.

Efter den første indregning til anskaffelsespris inklusiv handelsomkostninger, værdiansættes ejendommene i prognosen til dagsværdi, hvilket er i overensstemmelse med principperne for investeringsejendomme.

I prognosen er det forudsat, at dagsværdien ved første regnskabsaflæggelse pr. 31. december 2008 svarer til købsprisen med et

skønnet tillæg på 75% af anskaffelsesomkostningerne, idet det er forudsat, at købsprocessen synliggør tekniske-, drifts- og kommercielle optimeringsmuligheder, som kan begrunde en øget salgsværdi af ejendommene.

Fra og med 2009 er det i prognosen lagt til grund, at ejendommenes markedsværdi tillægges en generel værdistigning på 2% p.a. Det svarer til den budgetterede generelle stigning i lejeindtægter samt omkostninger.

Omkostninger ved køb af tyske ejendomme er relativt store. De er skønnet til 8,4% og omfatter:

1. **Ejendomsmæglersalær**
   I Tyskland betales salæret af køber. Standardsatsen er 3-5%, men vil typisk kunne forhandles ned til 3% eller lavere. Dette beløb er momspligtigt. Der er afsat 3,0% plus tysk moms på 19% til denne post.

2. **Notar**
   Udgifter til notaren, som står for tinglysning af ejendom og pant, udgør 0,5-1%, og er sat til 0,7%.

3. **Omsætningsafgift (*Grunderwerbsteuer*)**
   Der er en omsætningsafgift på 3,5% (i Berlin dog 4,5%).

4. **Byggeteknisk gennemgang samt valuar- og advokatomkostninger**
   Der er hensat udgifter på 0,40% til advokat og arkitekt i forbindelse med berigtigelse af handlen og due diligence-processen af juridiske forhold, herunder lejekontrakter og ejendommens byggetekniske stand.

De tilsvarende omkostninger ved en dansk ejendom er 0,6% i skødestempel, 1,5% til stempel af pantebrev, skønsmæssigt 0,5% til advokat (berigtigelse) samt ca. 2,5% til mægler, som dog betales af sælger. Dermed er de samlede handelsomkostninger godt 5%.

Omkostningerne ved handel med tyske ejendomme er således ca. 3 procentpoint højere end ved handel med danske ejendomme. Man skal dog være opmærksom på, at disse omkostninger i et frit marked, som ejendomsmarkedet typisk er, er indregnet af potentielle købere, således at ejendommens pris reflekterer dette forhold. Med andre ord ser købere på afkastet af en ejendom efter at alle købsomkostninger er indregnet i kalkulen.

6.6 Prognose for fuldt driftsår 2009

Nedenfor er vist en prognose for 2009. Prognosen er vist for et tegnet beløb på 1.750 mio. DKK, som vil resultere i en forventet investering på 5.250 mio. DKK.

De samlede lejeindtægter efter fradrag for tomgang vil være 317,6 mio. DKK.

Efter fradrag af udgifter til:

- lokal tysk administration af ejendommene (opkrævning af leje, lokal bogføring, styring af viceværter og håndværkere) på 11,4 mio. DKK
- vedligeholdelse, som er skønnet til 15,6 mio. DKK
- udgifter til ledelse og udvikling (fee til Core Property Management) på 26,3 mio. DKK
- revision og regnskab
- udgifter på tomme lejemål samt bestyrelse mv. på 5,3 mio. DKK

vil overskuddet udgøre 259 mio. DKK før finansielle poster.

Dette overskud før renter svarer til et afkast på 4,9% af primobalancen på 5,25 mia. DKK.

Prognose med leje og værdistigning 2,0% p.a. og rente 4,75% p.a.

Driftsprognose (Tal i 1.000 DKK)	**2009**	**2018**
Lejeindtægter efter tomgang	317.659	379.632
LEJEINDTÆGTER I ALT	**317.659**	**379.632**
Tysk administration	-11.436	-13.668
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-1.321	-1.580
Vedligeholdelse	-15.623	-18.672
Ledelse og udvikling	-26.250	-30.695
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-2.000	-2.390
Revision og regnskab	-2.000	-2.390
DRIFTSUDGIFTER I ALT	**-58.630**	**-69.395**
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	**259.029**	**310.237**
Renter finansiering	-166.250	-141.585
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	**95.307**	**171.180**
Værdiregulering af ejendomme	101.719	121.564
OVERSKUD FØR SKAT	**197.026**	**292.744**
Skat af årets resultat	-31.189	-46.341
OVERSKUD EFTER SKAT	**165.837**	**246.403**
Ordinært overskud i % af KAS-kapital	**5,45%**	**9,78%**
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	**9,48%**	**14,08%**

Balanceprognose ultimo (Tal i 1.000 DKK)	**2009**	**2018**
Ejendomme	5.187.685	6.199.763
Likvide beholdninger	89.772	88.644
Aktiver i alt	**5.277.457**	**6.288.407**
Egenkapital	**1.826.616**	**3.084.785**
Hensat til udskudt skat	11.706	289.378
Realkreditlån	3.437.099	2.900.197
Selskabsskat	2.036	14.047
Passiver i alt	**5.277.457**	**6.288.407**

Akk. skattemæssige afskrivninger på ejd.	106.663	817.753
Akk. værdireguleringer på ejd.	-1.800	1.010.278

Bemærk at lejeindtægterne er reguleret med den forventede reguleringsstats også for 2009.

Renteudgiften er 166,3 mio. DKK og indtjening fra EUR/DKK-swap er 2,5 mio. DKK, hvilket giver et ordinært overskud før skat på 95,3 mio. DKK. Det svarer til 5,5% af den indskudte kapital på 1.750 mio. DKK i kommanditaktieselskabet. Bemærk at der ikke er taget hensyn til overkursen på tegning i aktieselskaberne, som *feeder* kapital til kommanditaktieselskabet.

Det ordinære overskud før skat er 95,3 mio. DKK eksklusiv værdireguleringer. Efter værdireguleringer på 2,0% af ejendommenes værdi er overskuddet før skat 197 mio. DKK, og efter skat af årets resultat er overskuddet dermed 165,8 mio. DKK, svarende til 9,5% af den indbetalte kapital i kommanditaktieselskabet.

Likviditetsprognose

Likviditetsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2009	2018
Lejeindtægter	317.659	379.632
Driftsudgifter	-58.630	-69.395
Renteudgifter	-166.250	-141.585
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528
Løbende skattebetaling	-5.535	-12.536
Afdrag på lån	-62.901	-80.538
Likviditetsoverskud	**26.871**	**78.105**
Likviditet primo	62.901	80.538
Udbyttebetaling	0	-70.000
Likviditet ultimo	**89.772**	**88.644**

Det likviditetsmæssige overskud i 2009 er 89,8 mio. DKK. Der forventes udloddet 4% af 1.750 mio. DKK for 2009 (i april 2010) svarende til 70 mio. DKK. Den overskydende likviditet er i prognoserne forudsat benyttet til ekstraordinære afdrag på selskabets låneportefølje.

I prognosen forudsættes, at både indtægter, udgifter og ejendommenes værdi følger den almindelige prisudvikling, der er skønnet til 2% p.a.

I dette forløb vil det ordinære resultat før skat og eksklusiv værdiregulering af ejendomme forrente den investerede kommanditaktiekapital med 5,5% i 2009 stigende til 9,8% i 2016.

Overskuddet efter værdireguleringer og skat vil forrente den investerede kommanditaktiekapital med 9,5% i 2009 stigende til 14,1% i 2018.

For at illustrere det investeringsmæssige resultat over en længere årrække, er der nedenfor vist afkastet inklusiv udbytte reinvesteret før skat hos investor.

Afkast inklusiv udbytte reinvesteret (før skat)

Tal i 1.000 DKK	2009	2018
Akkumuleret udbytte og 4% afkast heraf	0	740.796
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.	1.826.616	3.825.581

Periodeafkast	2008 - 2018
Afkast over 11 år i Ejendomsselskabet incl. værdiregulering, udb. og efter skat	**119%**
Samme afkast over 11 år, men efter fradrag af tillæg for tegning via aktieselskab.	**110%**

Der er taget hensyn til den årlige udbyttebetaling på 4% fra 2010. Endvidere forudsættes at denne reinvesteres til 4% p.a.

Under disse forudsætninger vil den investerede kapitalen vokse fra 1.750 mio. DKK i 2008 til 3.822 mio. DKK i 2018. Det svarer til et afkast på 118% over 11 år, efter at der er afsat 289,4 mio. DKK til hensat skat.

Tages der hensyn til at kurstillægget ved tegning via aktieselskaberne er 3,75%, som dermed reducerer aktieselskabernes tegning i kommanditaktieselskabet tilsvarende, reduceres afkast for en investering via aktieselskaberne til 110% over den 11-årige periode.

7. Risiko og følsomhedsberegninger

Projektet har en række risikoelementer, som hver især eller i kombination kan give anledning til, at de viste prognoser for selskabets økonomiske udvikling vil afvige fra det viste.

7.1 Risikoforhold

De væsentligste risici for investorerne er beskrevet nedenfor. Beskrivelsen omfatter de risici, som udbyderen skønner, har særlig betydning for ejendomsselskabets økonomiske udvikling og dermed for investering i aktierne. De beskrevne risici er ikke fuldstændig udtømmende beskrevet. De er heller ikke prioriterede efter hverken sandsynligheden for, om de indtræffer - eller efter omfanget af mulige konsekvenser for investeringen.

De vigtigste risici omfatter:

1. Ændring i markedsforhold, som umuliggør erhvervelse af ejendomme til de forudsatte vilkår
2. Ændring i lånerenten
3. Øget tomgang
4. Fremtidig udvikling af lejeniveau og ejendomspris
5. Ændring af skatteforhold

Ad. 1. Der tale om investering i en portefølje af ejendomme, hvor hovedparten først skal erhverves i løbet af de kommende 12 måneder. Bruttoafkastet på de erhvervede ejendomme er derfor først kendt, når disse endeligt er erhvervet.

Hvis der skulle ske en markant prisstigning på de ejendomme, som skal erhverves, vil projektets rentabilitet således falde. Til gengæld vil der være en kapitalgevinst på de ejendomme, som er erhvervet.

Ad. 2. Den fremtidige rente kendes ikke. Renten forventes fastlåst via renteswaps for en 3-5-års periode, men dette sker først i begyndelsen af 2008.

Endvidere er renten valgt fastlåst for en mellemlang periode på 3–5 år og ikke for en lang periode på 10–20 år. Denne strategi er valgt, fordi mulighederne for at hæve lejen er størst, når den generelle økonomiske udvikling er god. Det er også i denne situation, at inflation og rente vil være høj.

Der vil selvfølgelig være en tidsforskydning mellem en lejeændring og en inflationsdrevet ændring af renten, men på længere sigt vil der være en naturlig risikoafdækning ved at vælge variabelt forrentede lån på en boligudlejningsejendom i stedet for en fast lang rente.

Ad. 3. Der kan ske ændringer i udlejningssituationen, som giver en højere tomgang end forventet og/eller giver anledning til et lavere udviklingsforløb i de fremtidige lejestigninger. Dette forløb er også vist nedenfor i form af en prognose med en højere tomgang og en prognose med 0-stigning i den fremtidige leje.

Ad. 4. Den fremtidige prisudvikling på tyske boligejendomme kendes ikke. Dette risikoforløb er vist i form af en beregning med 0-stigning i både leje- og prisudvikling på ejendommene, hvilket svarer til et fald i realleje og realpris på ejendommene.

Ad. 5. Der kan ske ændringer i de nuværende skatteforhold, som vil ændre den fremtidige beskatning af ejendomsselskabets aktiviteter. Det kunne fx være en ændring af afskrivningsreglerne for boligejendomme i Tyskland eller at selskabet blev omfattet af tysk erhvervsskat, *Gewerbesteuer*, jf. kap. 10.

7.2 Følsomhedsberegninger

Der er i det følgende beskrevet fem følsomhedsberegninger, der illustrerer projektets følsomhed over for afkastet på erhvervede ejendomme, leje- og omkostningsudvikling, værdiregulering, renteændringer og tomgangsleje. Der henvises endvidere til bilagene i kapitel 19.

1. En **realprisfaldsprognose** med 0-inflation, hvor indtægter, udgifter og ejendommenes værdi slet ikke reguleres over tid - og leje og ejendomsværdi derfor falder målt i reale termer. Renten er sat til 4,75% p.a.
2. En **optimistisk prognose**, hvor indtægter og udgifter reguleres med 2% p.a. og ejendommens værdi reguleres med 4% årligt. Renten er sat til 4,75% p.a.
3. En **højrenteprognose**, hvor prisstigningstakten er sat til 2% p.a., men hvor renten forudsættes at stige øjeblikkeligt fra 4,75% til 5,5% inklusiv marginal til realkreditinstitut.
4. En **tomgangsprognose**, hvor tomgangsprocenten øjeblikkeligt fordobles fra 2% til 4% i gennemsnit.
5. En **lavafkastprognose**, som viser konsekvenserne af, at afkastet på de ejendomme, som skal erhverves, bliver lavere end forudsat. Der er benyttet et bruttoafkast på 6,2% i stedet for 6,7%.

De viste prognoser er beregnet med den forudsætning, at det frie cash flow anvendes til den forventede årlige udlodning af udbytte på 4% af kommanditaktiekapitalen og til at nedbringe realkreditlån.

Beregningerne er vist efter hensat skat til genvundne afskrivninger og eventuel værdiregulering.

Resume af risiko Afkast i % efter skat	I % årligt	2008-2018
Hoved prognose	**7,4%**	**119,0%**
Realprisfald prognose	**3,7%**	**49,0%**
Optimistisk prognose	**9,8%**	**181,0%**
Højrente prognose	**6,7%**	**105,0%**
Tomgangs prognose	**7,2%**	**114,0%**
Lavafkast prognose	**6,7%**	**105,0%**

I ovenstående tabel er vist afkast for dels hele perioden på 11 år og dels omregnet til procent p.a. beregnet for forskellige prognoser.

Det er i beregningerne forudsat, at udbytte på 4% årligt geninvesteres til 4% p.a. og ikke til den "interne rente", som er vist i tabellen overfor. Endvidere er det forudsat, at overskydende likviditet benyttes til afdrag på låneporteføljen.

7.3 Gennemgang af følsomheds-prognoser

De fem følsomhedsberegninger som er omtalt i afsnit 7.2 er nedenfor gennemgået i detaljer.

Realprisfaldsprognose
I prognosen med realprisfald, dvs. uden leje- og værdistigninger de næste 11 år, forventes overskuddet efter værdiregulering og skat i 2009 at være 5,1% af kommanditaktiekapitalen stigende til 6,5% i 2018.

Konservativ prognose: Uændret leje og ingen værdistigning og rente 4,75% p.a.

Driftsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2009	2018
Lejeindtægter efter tomgang	311.430	311.430
LEJEINDTÆGTER I ALT	**311.430**	**311.430**
Tysk administration	-11.211	-11.211
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-1.295	-1.295
Vedligeholdelse	-15.317	-15.317
Ledelse og udvikling	-26.250	-25.430
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-2.000	-2.000
Revision og regnskab	-2.000	-2.000
DRIFTSUDGIFTER I ALT	**-58.073**	**-57.253**
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	**253.357**	**254.177**
Renter finansiering	-166.250	-142.321
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	**89.635**	**114.384**
Værdiregulering af ejendomme	0	0
OVERSKUD FØR SKAT	**89.635**	**114.384**
Skat af årets resultat	-14.189	-18.107
OVERSKUD EFTER SKAT	**75.446**	**96.277**
Ordinært overskud i % af KAS-kapital	**5,12%**	**6,54%**
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	**4,31%**	**5,50%**

Balanceprognose ultimo (Tal i 1.000 DKK)	2009	2018
Ejendomme	5.085.966	5.085.966
Likvide beholdninger	84.100	39.604
Aktiver i alt	**5.170.066**	**5.125.570**
Egenkapital	**1.736.225**	**2.049.352**
Hensat til udskudt skat	0	113.064
Realkreditlån	3.437.099	2.958.099
Selskabsskat	1.138	5.056
Passiver i alt	**5.174.462**	**5.125.570**

Akk. skattemæssige afskrivninger på ejd.	106.663	817.753
Akk. værdireguleringer på ejd.	-103.519	-103.519

Over en 11-årig periode vil selskabets egenkapital, inklusiv udbytte og afkast af udbytte reinvesteret, være steget (efter skat i selskabet) fra 1.750 mio. DKK (investeret beløb i 2008) til 2.602 mio. DKK, efter at der er hensat 113 mio. DKK til udskudt skat på foretagne skattemæssige afskrivninger.

Tal i 1.000 DKK	2009	2018
Akkumuleret udbytte og 4% afkast heraf	0	552.881
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.	1.736.225	2.602.232

Periodeafkast	2008 - 2018
Afkast over 11 år i Ejendomsselskabet incl. værdiregulering, udb. og efter skat	**49%**
Samme afkast over 11 år, men efter fradrag af tillæg for tegning via aktieselskab.	**43%**

Optimistisk prognose
I det optimistiske forløb, som er vist nedenfor, stiger lejen og omkostningerne med 2% p.a. og ejendommenes værdi reguleres med 4% p.a.

I denne prognose stiger afkastet efter værdireguleringer og skat fra 14,4% i 2009 til 21,8% i 2018 målt i forhold til kommanditaktiekapitalen.

Optimistisk prognose: Prisstigning 2% p.a., værdistigning 4% p.a. og rente 4,75% p.a.

Driftsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2009	2018
Lejeindtægter efter tomgang	317.659	379.632
LEJEINDTÆGTER I ALT	**317.659**	**379.632**
Tysk administration	-11.436	-13.668
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-1.321	-1.580
Vedligeholdelse	-15.623	-18.672
Ledelse og udvikling	-26.250	-36.918
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-2.000	-2.390
Revision og regnskab	-2.000	-2.390
DRIFTSUDGIFTER I ALT	**-58.630**	**-75.618**
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	**259.029**	**304.014**
Renter finansiering	-166.250	-142.396
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	**95.307**	**164.146**
Værdiregulering af ejendomme	203.439	289.557
OVERSKUD FØR SKAT	**298.746**	**453.703**
Skat af årets resultat	-47.291	-71.821
OVERSKUD EFTER SKAT	**251.455**	**381.882**
Ordinært overskud i % af KAS-kapital	**5,45%**	**9,38%**
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	**14,37%**	**21,82%**

Balanceprognose ultimo (Tal i 1.000 DKK)	2009	2018
Ejendomme	5.289.405	7.528.472
Likvide beholdninger	89.772	82.561
Aktiver i alt	**5.379.177**	**7.611.033**
Egenkapital	**1.912.234**	**4.175.913**
Hensat til udskudt skat	27.809	499.712
Realkreditlån	3.437.099	2.922.474
Selskabsskat	2.036	12.933
Passiver i alt	**5.379.177**	**7.611.033**

Akk. skattemæssige afskrivninger på ejd.	106.663	817.753
Akk. værdireguleringer på ejd.	99.920	2.338.987

Selskabets egenkapital, inklusiv udbytte og afkast af udbytte reinvesteret, vil være steget (efter skat i selskabet) fra 1.750 mio. DKK til 4,176 mio. DKK, efter at der er hensat 500 mio. DKK til udskudt skat på foretagne skattemæssige afskrivninger.

Tal i 1.000 DKK	2009	2018
Akkumuleret udbytte og 4% afkast heraf	0	740.796
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.	1.912.234	4.916.709

Periodeafkast	2008 - 2018
Afkast over 11 år i Ejendomsselskabet incl. værdiregulering, udb. og efter skat	**181%**
Samme afkast over 11 år, men efter fradrag af tillæg for tegning via aktieselskab.	**170%**

Dette svarer til et afkast på 181% over 11 år, dvs. siden 2008.

Højrenteprognose

I nedenstående prognose er prisstigningstakten for leje og ejendomsværdistigningen fortsat 2% p.a., men det forudsættes, at renten stiger øjeblikkeligt med 0,75%-point til 5,50%.

I dette forløb er overskuddet efter skat og værdireguleringer i 2008 8,2% målt i forhold til kommanditaktiekapitalen på 1.750 mio. DKK stigende til 12,7% i 2016.

Egenkapitalen, inklusiv udbytter og afkast på udbytter reinvesteret, vil i prognosen med høj rente stige fra 1.750 mio. DKK i 2008 til 2.934 mio. DKK i 2018, efter at der er hensat 289,4 mio. DKK til udskudt skat på værdireguleringer og af foretagne skattemæssige afskrivninger på ejendommene.

Dette svarer til et afkast på 105% over 11 år.

Højrenteprognose: Prisstigning 2% p.a., værdistigning 2% p.a. og rente 5,5% p.a.

Driftsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2009	2018
Lejeindtægter efter tomgang	317.659	379.632
LEJEINDTÆGTER I ALT	**317.659**	**379.632**
Tysk administration	-11.436	-13.668
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-1.321	-1.580
Vedligeholdelse	-15.623	-18.672
Ledelse og udvikling	-26.250	-30.695
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-2.000	-2.390
Revision og regnskab	-2.000	-2.390
DRIFTSUDGIFTER I ALT	**-58.630**	**-69.395**
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	**259.029**	**310.237**
Renter finansiering	-192.500	-169.833
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	**69.057**	**142.932**
Værdiregulering af ejendomme	101.719	121.564
OVERSKUD FØR SKAT	**170.776**	**264.496**
Skat af årets resultat	-27.034	-41.870
OVERSKUD EFTER SKAT	**143.742**	**222.626**
Ordinært overskud i % af KAS-kapital	**3,95%**	**8,17%**
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	**8,21%**	**12,72%**

Balanceprognose ultimo (Tal i 1.000 DKK)	2009	2018
Ejendomme	5.187.685	6.199.763
Likvide beholdninger	63.522	64.756
Aktiver i alt	**5.251.207**	**6.264.519**
Egenkapital	**1.804.522**	**2.934.930**
Hensat til udskudt skat	9.587	289.378
Realkreditlån	3.437.099	3.030.637
Selskabsskat	0	9.575
Passiver i alt	**5.251.207**	**6.264.519**

Akk. skattemæssige afskrivninger på ejd.	106.663	817.753
Akk. værdireguleringer på ejd.	-1.800	1.010.278

Tal i 1.000 DKK	2009	2018
Akkumuleret udbytte og 4% afkast heraf	0	644.996
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.	1.804.522	3.579.925

Periodeafkast	2008 - 2018
Afkast over 11 år i Ejendomsselskabet incl. værdiregulering, udb. og efter skat	**105%**
Samme afkast over 11 år, men efter fradrag af tillæg for tegning via aktieselskab.	**97%**

Tomgangsprognose

I nedenstående prognose er prisstigningstakten for leje og ejendomsværdistigningen fortsat 2% p.a. og renten 4,75% p.a., mens det forudsættes, at tomgangen stiger øjeblikkeligt fra 2% til 4% i 2008.

I dette forløb er overskuddet efter skat i 2009 9,1% målt i forhold til kommanditaktiekapitalen på 1.750 mio. DKK stigende til 13,7% i 2018.

Egenkapitalen, inklusiv udbytte og afkast på udbytte reinvesteret, vil i prognosen med høje tomgangsprocenter stige fra 1.750 mio. DKK i 2008 til 3.096 mio. DKK i 2018, efter at der er hensat 289,4 mio. DKK til udskudt skat. Dette svarer til et afkast på 114% over 11 år.

Tomgangsprognose: Prisstigning 2% p.a., værdistigning 2% p.a., rente 4,75% p.a. og tomgang 4%

Driftsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2009	2018
Lejeindtægter efter tomgang	311.448	372.209
LEJEINDTÆGTER I ALT	**311.448**	**372.209**
Tysk administration	-11.212	-13.401
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-2.563	-3.063
Vedligeholdelse	-15.623	-18.672
Ledelse og udvikling	-26.250	-30.695
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-2.000	-2.390
Revision og regnskab	-2.000	-2.390
DRIFTSUDGIFTER I ALT	**-59.648**	**-70.611**
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	**251.800**	**301.598**
Renter finansiering	-166.250	-140.497
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	**88.078**	**163.629**
Værdiregulering af ejendomme	101.719	121.564
OVERSKUD FØR SKAT	**189.797**	**285.193**
Skat af årets resultat	-30.045	-45.146
OVERSKUD EFTER SKAT	**159.752**	**240.047**
Ordinært overskud i % af KAS-kapital	**5,03%**	**9,35%**
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	**9,13%**	**13,72%**

Balanceprognose ultimo (Tal i 1.000 DKK)	2009	2018
Ejendomme	5.187.685	6.199.763
Likvide beholdninger	82.936	82.218
Aktiver i alt	**5.270.621**	**6.281.981**
Egenkapital	**1.818.443**	**3.096.405**
Hensat til udskudt skat	11.706	289.378
Realkreditlån	3.439.580	2.883.348
Selskabsskat	892	12.851
Passiver i alt	**5.270.621**	**6.281.981**

Akk. skattemæssige afskrivninger på ejd.	106.663	817.753
Akk. værdireguleringer på ejd.	-1.800	1.010.278

Tal i 1.000 DKK	2009	2018
Akkumuleret udbytte og 4% afkast heraf	0	644.996
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.	1.818.443	3.741.400

Periodeafkast	2008 - 2018
Afkast over 11 år i Ejendomsselskabet incl. værdiregulering, udb. og efter skat	**114%**
Samme afkast over 11 år, men efter fradrag af tillæg for tegning via aktieselskab.	**106%**

Lavafkastprognose: Prisstigning og værdistigning på 2% p.a., rente 4,75% p.a. og bruttoafkast på 6,15%

Driftsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2009	2018
Lejeindtægter efter tomgang	296.147	353.922
LEJEINDTÆGTER I ALT	**296.147**	**353.922**
Tysk administration	-10.661	-12.742
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-1.232	-1.473
Vedligeholdelse	-15.623	-18.672
Ledelse og udvikling	-26.250	-30.695
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-2.000	-2.390
Revision og regnskab	-2.000	-2.390
DRIFTSUDGIFTER I ALT	**-57.766**	**-68.362**
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	**238.381**	**285.560**
Renter finansiering	-166.250	-146.008
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	**74.659**	**142.080**
Værdiregulering af ejendomme	101.719	121.564
OVERSKUD FØR SKAT	**176.378**	**263.644**
Skat af årets resultat	-27.921	-41.735
OVERSKUD EFTER SKAT	**148.457**	**221.909**
Ordinært overskud i % af KAS-kapital	**4,27%**	**8,12%**
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	**8,48%**	**12,68%**

Balanceprognose ultimo (Tal i 1.000 DKK)	2009	2018
Ejendomme	5.187.685	6.199.763
Likvide beholdninger	70.246	63.907
Aktiver i alt	**5.257.931**	**6.263.670**
Egenkapital	**1.803.273**	**2.948.101**
Hensat til udskudt skat	10.474	289.378
Realkreditlån	3.444.184	3.016.751
Selskabsskat	0	9.440
Passiver i alt	**5.257.931**	**6.263.670**

Akk. skattemæssige afskrivninger på ejd.	106.663	817.753
Akk. værdireguleringer på ejd.	-1.800	1.010.278

Tal i 1.000 DKK	2009	2018
Akkumuleret udbytte og 4% afkast heraf	0	644.996
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.	1.803.273	3.593.097

Periodeafkast	2008 - 2018
Afkast over 11 år i Ejendomsselskabet incl. værdiregulering, udb. og efter skat	**105%**
Samme afkast over 11 år, men efter fradrag af tillæg for tegning via aktieselskab.	**98%**

Lavafkastprognose

I nedenstående prognose er prisstigningstakten for leje og ejendomsværdistigningen fastlagt til 2% p.a. og renten 4,75% p.a., mens det forudsættes, at de erhvervede ejendomme købes til et lavere bruttoafkast på 6,15% i stedet for et bruttoafkast på 6,65%.

I dette forløb er overskuddet efter værdiregulering og skat i 2009 8,5% målt i forhold til kommanditaktiekapitalen på 1.750 mio. DKK stigende til 12,7% i 2018.

Egenkapitalen inklusiv udbytte og afkast på udbytte reinvesteret vil i prognosen med lavafkast stige fra 1.750 mio. DKK til 2.948 mio. DKK i 2016, efter at der er hensat 289,4 mio. DKK til udskudt skat. Dette svarer til et afkast på 105% over 11 år.

8. Formelle forhold

Nedenfor er beskrevet selskabsstruktur, udbud af andele/aktier, ledelse af selskabet, aftaler, finansiering, værdiansættelse af aktier/andele og omsætning heraf.

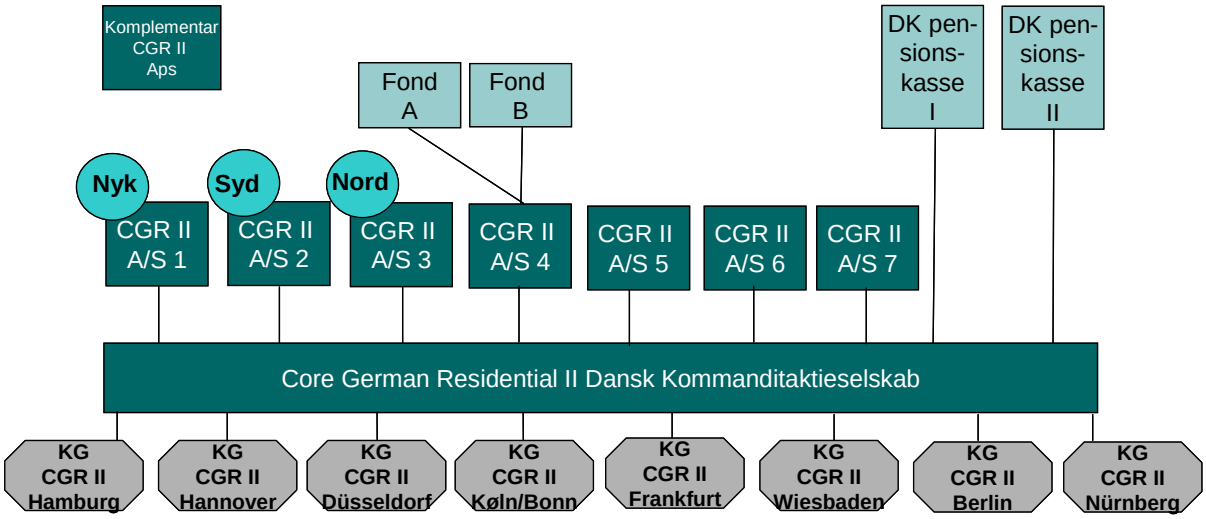
8.1 Selskabsstruktur

Core German Residential II er struktureret, så det er attraktivt for både personligt beskattede, privates pensionsmidler, selskabsbeskattede investorer og PAL-beskattede pensionskasser.

Hensigten har været at skabe en fælles struktur, som kan tilfredsstille flere typer af investorer, så ejendomsselskabet kan opnå en større samlet investering med deraf følgende større risikospredning og stordriftsfordele.

Core German Residential II er fællesbetegnelsen for følgende selskabsstruktur:

Oversigt selskabsstruktur



Note: Komplementarselskabet Core German Residential ApS er komplementarselskab for samtlige tyske KG'ere samt for Core German Residential II Dansk Kommanditaktieselskab

Alle ejendomme ejes af tyske kommanditselskaber, et for hver by. Disse tyske kommanditselskaber ejes 100% af et dansk kommanditaktieselskab. I dette selskab kan PAL-beskattede investorer tegne aktieandele direkte.

Der forventes indgået en aktionæroverenskomst mellem aktionærerne i Core German Residential II Kommanditaktieselskab, som sikrer store investorer en plads i bestyrelsen. Aftalen er vist i kapitel 17.

Alle øvrige investorer investerer via aktieselskaber, som ejer en forholdsmæssig andel af kommanditaktieselskabet. Disse fire aktieselskaber er:

Core German Residential II nr. 1 A/S, som henvender sig til Private Banking-kunder i Nykredit Bank.

Core German Residential II nr. 2 A/S, som henvender sig til Private Banking-kunder i Sydbank.

Core German Residential II nr. 3 A/S, som henvender sig til Private Banking-kunder i Spar Nord Bank.

Core German Residential nr. 4 A/S, som henvender sig til institutionelle investorer, som ikke er PAL-beskattede.

Core German Residential nr. 5-7 m.fl. A/S, som henvender sig til investorer der ønsker at opnå ejerandel på min. 10% af hensyn til mulighed for skattefri udlodning til holdingselskab.

Det provenu, som hvert af aktieselskaberne opnår ved udstedelse af aktier til investorerne, placeres i aktieandele i "Core German Residential II Kommanditaktieselskab".

Baggrunden for at ejendomme i hver by er placeret i et skattetransparent tysk KG er at det vil være lettere at foretage porteføljesalg, når

ejendommene engang i fremtiden skal afhændes. De tyske KG'er er som nævnt udelukkende ejet af kommanditaktieselskabet og i selskabsstrukturen indgår følgende selskaber:

1. Core German Residential II Berlin ApS & Co. KG
2. Core German Residential II Hamburg ApS & Co. KG
3. Core German Residential II Hannover ApS & Co. KG
4. Core German Residential II Düsseldorf ApS & Co. KG
5. Core German Residential II Köln/Bonn ApS & Co. KG
6. Core German Residential II Frankfurt ApS & Co. KG
7. Core German Residential II Wiesbaden ApS & Co. KG
8. Core German Residential II Nürnberg ApS & Co. KG

8.2 Stiftelse, tegningsgaranti og initialkøb af ejendomme

De af Core Property Management stiftede selskaber *Komplementarselskabet Core German Residential II ApS* og *Core German Residential II nr. 4 A/S* har stiftet *Core German Residential II Kommanditaktieselskab* med en kapital på 500.000 DKK.

Endvidere er de syv aktieselskaber, som er omtalt i afsnit 8.1, stiftet den 21. oktober 2007 med indskud fra Core Property Management på 500.000 DKK for hvert selskab.

Sydbank, Nykredit Bank og Spar Nord Bank har givet tilsagn om på anfordring at stille en tegningsgaranti for minimum 300 mio. DKK. Når tegningsgarantierne stilles, kan der på denne baggrund afgives bindende tilsagn om køb af ejendomme for 3 gange tegningsgarantien svarende til den forventede belåningsgrad i selskabet.

Såfremt institutionelle investorer afgiver bindende tegningstilsagn, vil der på baggrund af tegningssagn ligeledes kunne indgås bindende aftaler om køb af ejendomme.

Forhandlinger med sælgere om indkøb af ejendomme er påbegyndt i november måned 2007.

Opkøb af ejendomme i Berlin til Core German Residential II i afventer dog, at Ejendomsselskabet Nordtyskland afslutter det resterende indkøb af ejendomme for ca. 40 mio. EUR.

Core Property Management vil refundere alle omkostninger til stiftelse af de nævnte selskaber og betaler direkte revisionsmæssig og juridisk rådgivning.

8.3 Tegning af aktier og andele

Udbuddet af aktier og andele sker med en minimumstegning på 400.000 DKK pr. investor, så prospektbekendtgørelsen nr. 306 af 28. april 2005 ikke er gældende.

Følgende investorer kan med fordel investere i selskabet:

- Selskaber som ønsker en 10%-ejerandel, så de kan modtage skattefrit udbytte fra 1/1 2009
- Langsigtede institutionelle investorer, som er PAL-beskattede
- Private investorer med frie midler
- Private investorer med rate- eller kapitalpensionsmidler, hvor en andel af de samlede ratepensionsordninger kan investeres i unoterede aktier, jf. nedenstående oversigtsboks.

Andel af unoterede aktier	i % af depot
0 - 2 mio. DKK	25,0%
2 - 4 mio. DKK	50,0%
Over 4 mio. DKK	75,0%

Der må maksimalt investeres 20% af pensionsmidlerne i et selskab.

Tegning sker i to typer af juridiske selskaber: For PAL-beskattede investorer sker tegning direkte i *Core German Residential II Kommanditaktieselskab*, hvori der tegnes andele. Hver andel har en størrelse på 50.000 DKK.

For andre investorer sker tegning i selskaberne *Core German Residential II I – VII A/S*, der er en række aktieselskaber for Private Banking-kunder i henholdsvis Nykredit Bank, Sydbank og Spar Nord Bank samt for institutionelle kunder. Hertil kommer en række selskaber for holdingselskabsinvestorer. Hver andel har en størrelse på 50.000 DKK og tegningskursen er 103,75. svarende til 51.875 DKK. Overkursen tilfalder den bank, hvor tegningen finder sted.

Tegningsperiode for aktieselskaber
Tegningsperioden er 1. december 2007 til 14. januar 2008.

Betaling af aktier sker den 21. januar 2008.

Tegningen sker i følgende selskaber:

Core German Residential II nr. 1 A/S, som henvender sig til Private Banking-kunder i Nykredit Bank.

Core German Residential II nr. 2 A/S, som henvender sig til Private Banking-kunder i Sydbank.

Core German Residential II nr. 3 A/S, som henvender sig til Private Banking-kunder i Spar Nord Bank.

Core German Residential II nr. 4 A/S, som henvender sig til institutionelle investorer, der ikke er PAL-beskattede, samt selskabets ledelse (partnergruppe).

Core German Residential II nr. 5 – nr. 7 A/S, som henvender sig til holdingselskabsinvestorer.

Der kan om nødvendigt blive etableret flere aktieselskaber til investorer, som ønsker 10%-andele.

Tegningsperiode for kommanditaktieselskab
Tegningsperioden for kommanditaktieselskabet løber fra 14. januar til 30. marts 2008.

De institutionelle PAL-beskattede investorer tegner direkte i kommanditaktieselskabet.

Betaling af tegning i kommanditaktieselskabet kan finde sted ad flere omgang. Der vil blive beregnet rente af tegningsbeløb, såfremt betaling finder sted på forskellige tidspunkter. På den måde stilles alle tegninger ens.

Ved overtegning vil der af Core Property Management blive foretaget en diskretionær fordeling af de tegnede beløb. Der vil dog ikke ske reduktion af ønske om tegning fra aktieselskaberne.

Maksimal tegning
Der udbydes minimum 300 mio. DKK i Core German Residential II.

Den maksimale tegning er fastsat til 1.750 mio. DKK.

Hertil kommer en bemyndigelse til bestyrelsen om at hæve den maksimale tegning i kommanditaktieselskabet med op til 750 mio. DKK til maksimalt 2.500 mio. DKK.

Den maksimale tegning kan forhøjes, hvis bestyrelsen i kommanditaktieselskabet vurderer, at indkøbsrytmen for ejendomme forløber tilfredsstillende – og hvis der er indkøbt ejendomme for minimum 1 mia. DKK plus 2 gange forhøjelsen af den maksimale tegning.

Ved opgørelse af ovennævnte købsbeløb indgår alle handelsomkostninger og engangsfee til Core Property Management.

En ejendom kan registreres som indkøbt, hvis der er:

- Sket registrering hos den tyske notar
- Aftalt pris med sælger

8.4 Incitamentsstruktur for Core Property Management

Der er tale om en langsigtet illikvid investering, hvor investorer ikke umiddelbart kan udskifte Core Property Management, som varetager forvaltningen af ejendomsselskabet. Det er heller ikke muligt umiddelbart at afhænde investeringen, idet dette kræver en anden køber.

Det er derfor af stor betydning, at Ejendomsselskabets administrationsaftale med Core Property Management, herunder aflønningsformen for Core Property Management, som har ansvaret for forvaltning af ejendomsporteføljen, er struktureret på en måde, så den fremmer en adfærd, som vil resultere i størst mulige afkast for investorerne i ejendomsselskabet.

Dette sker på to måder:

For det første vil partnergruppen, som har ansvaret for ejendomsforvaltningen, bestående af de tre nuværende partnere i Core Property Management samlet investere minimum 20 mio. DKK i ejendomsselskabet. Denne investering opretholdes så længe partnerne er ansat i Core Property Management. Dermed har forvalterteamet (partnergruppen) et betydeligt incitament til at forvalte ejendomsselskabet på en måde, så indskuddet ikke tabes.

For det andet vil den nævnte investering - samt den aftalte struktur for performancefee for institutionelle investorer - sikre, at partnergruppen søger at optimere afkastet på investeringen.

Performancefee beregnes på de nævnte intervaller og tilgår udelukkende partnergruppen, som dermed har et betydeligt økonomisk incitament til at maksimere investeringens afkast.

Betaling af performancefee falder sammen med de *Exit Windows*, som tillader investorerne at afhænde deres aktieandele/aktier i ejendomsselskabet.

Performancefee'ets struktur er degressiv. Det vil sige, at det marginale fee falder med afkastets størrelse. Se afsnit 8.8. Dermed har partnergruppen et incitament til ikke at øge ejendomsselskabets risikoprofil markant for herved at indtjene performancefee, uden at skulle deltage i et eventuelt tab som følge af den høje risikoprofil. Performancefee beregnes med en såkaldt *High Water Mark-klausul* for 3-års perioderne, så der ikke kan betales performance for en god 3-års periode, der følger en meget dårlig 3-års periode, som har trukket afkastet ned og ikke udløst performancefee.

Det er tilladt for partnerkredsen at investere for private midler i fast ejendom og ejendomsfonde.

For at forhindre situationer, hvor handel med en ejendom kan skabe tvivl om hvorvidt den skulle være tilgået ejendomsselskabet eller partneren, må partnerkredsen ikke - så længe ejendomsselskabet erhverver ejendomme - for egen regning investere i tyske boligejendomme i de byer, hvor selskabet er aktivt.

8.5 Ledelse

Ledelsen af selskaberne nævnt i afsnit 8.1 er som følger:

<u>For investorselskaberne:</u>
- Core German Residential II nr. 1 A/S
- Core German Residential II nr. 2 A/S
- Core German Residential II nr. 3 A/S
- Core German Residential II nr. 4 A/S
- Core German Residential II nr. 5 A/S
- Core German Residential II nr. 6 A/S
- Core German Residential II nr. 7 A/S

Indgår som direktion:
- Niels Lorentz Nielsen

Som bestyrelse:
- John Bødker
- Per Yderholm
- Niels Lorentz Nielsen

<u>For komplementarselskabet</u>:
- Komplementarselskabet Core German Residential II Aps

Indgår som direktion:
- Niels Lorentz Nielsen
- John Bødker

Der er ingen bestyrelse i komplementaren, der er et anpartsselskab.

<u>For det egentlige ejendomsselskab:</u>
- Core German Residential II Kommanditaktieselskab

Indgår som direktion
- Niels Lorentz Nielsen
- John Bødker

Indgår som bestyrelse:
- Niels Lorentz Nielsen
- Henning Kjær
- Per Yderholm

Det er hensigten at Niels Lorentz Nielsen, Henning Kjær og Per Yderholm snarest udtræder af ejendomsselskabets bestyrelse, samtidig med at der vælges repræsentanter fra pensionskasser og blandt øvrige investorer.

Som det fremgår af administrationsaftalen kan ledelsen af kommanditaktieselskabet, der er stillet til rådighed af Core Property Management, ikke ændres i administrationsaftalens uopsigelighedsperiode. Formålet med denne bestemmelse er bl.a. at sikre de investorer, der har besluttet investering i ejendomsselskabet i tiltro til partnergruppens kompetencer.

<u>For de 100 % ejede tyske KG datterselskaber:</u>
- Core German Residential II Berlin ApS & Co. KG
- Core German Residential II Hamburg ApS & Co. KG
- Core German Residential II Hannover ApS & Co. KG
- Core German Residential II Düsseldorf ApS & Co. KG
- Core German Residential II Köln/Bonn ApS & Co. KG
- Core German Residential II Frankfurt ApS & Co. KG
- Core German Residential II Wiesbaden ApS & Co. KG
- Core German Residential II Nürnberg ApS & Co. KG

Indgår som direktion:
- Niels Lorentz Nielsen
- John Bødker

Der er ingen bestyrelse i disse datterselskaber.

8.6 Øvrige ledelsesposter

Af formelle hensyn skal det oplyses, at ledelsen for de under punkt 8.5 nævnte selskaber, også sidder i ledelsen for følgende selskaber:

Niels Lorentz Nielsen indgår i direktionen og i bestyrelsen for Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab, Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland V A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland VI A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland VII A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland VIII A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland IX A/S. Direktion i Komplementarselskabet Nordtyskland ApS. Direktion og bestyrelsen i Core Property Management A/S. Direktion i BOCAJ K/S og Lorentz & Bork Holding ApS.

John Bødker indgår i direktionen for Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab og er bestyrelsesmedlem i følgende selskaber: Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland V A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland VI A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland VII A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland VIII A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland IX A/S. Direktions i Komplementarselskabet Nordtyskland ApS. Bestyrelsesmedlem og direktion i Core Property Management A/S. Direktion i Bøgeskovinvest ApS. Direktion i Ejendomsselskabet Vævergade K/S. Ledelse i Ejendomsinvestorernes fællesorganisation af 13.12.1995 a.m.b.a.

8.7 Administration

Der er indgået en ledelses- og administrationsaftale mellem Core Property Management og Core German Residential II Kommanditaktieselskab og Komplementarselskabet Core German Residential II ApS, som er gældende indtil 31/12 2014. Herefter kan aftalen opsiges med 6 måneders varsel ved kvalificeret flertal blandt aktionærerne.

Administrationsaftalen er gengivet i kapitel 18, hvoraf den nærmere opgavefordeling fremgår, ligesom aftalen også beskriver beregning og opkrævning af fee fra Core Property Management.

Der er også indgået administrationsaftaler mellem Core Property Management og investorselskaberne: Core German Residential II nr. 1 – nr. 7 A/S. Eksempel på disse aftaler er alle gengivet i kapitel 18.

Der benyttes i det følgende betegnelse Core Property Management om dels Core Property Management og det ledelsesteam Core Property Management stiller til rådighed for ejendomsselskabet.

Den lokale administration i Tyskland varetages af lokale administratorer i hver af de valgte byer, der erhverves ejendomme i. De lokale administratorer vil hver især varetage følgende opgaver:

- Opkrævning af betalinger i selskabets navn, herunder deposita, husleje, forudbetalte fællesudgifter og forbrugsudgifter til særlig pantsat konto.
- Modtagelse af opsigelser, opgørelse af flytterapporter og afregning af deposita.
- Udlejning af lejemål, herunder udarbejdelse af lejekontrakt og opkrævning af deposita.
- Varsling af leje og årlig afregning af fællesudgifter, *Nebenkosten*.
- Betaling af alle løbende udgifter på ejendommene, dvs. forsikring, forsyning som vand, varme, el, gas og serviceabonnementer mv. fra særlig anvist konto.
- Ansætter, overvåger og afskediger viceværter og servicemedarbejdere, indgår ansættelseskontrakter i selskabets navn, sørger for afregning af løn skat m.m. fra særlig anvist konto.
- Igangsætter rykkerprocedure og efterfølgende inkassosager ved manglende betaling ved brug af selskabets tyske advokat.
- Løbende bogføring af indtægter og udgifter på de enkelte ejendomme.

Core Property Management vil i henhold til administrationsaftalen sikre, at de lokale administratorer udfører deres hverv bedst muligt. En række af de nævnte opgaver kræver løbende opfølgning og formulering af en række retningslinier, idet de lokale administratorer erfaringsmæssigt ikke optimerer alle procedurer.

Skal der foretages modernisering af lejemål eller større vedligeholdelsesopgaver, vil disse også i henhold til administrationskontrakten blive gennemført efter retningslinier udstukket af Core Property Management.

8.8 Fees

Der opkræves et løbende årligt fee samt et engangsfee i forbindelse med opbygning af selskabets ejendomsportefølje. Begge fees beregnes af ejendomsselskabets balance.

Herudover opkræves et fee ved efterfølgende salg af enkeltejendomme, efter at ejendomsporteføljen er opbygget.

Årligt fee
Det årlige fee er fastlagt til 0,5% p.a. af ejendomsselskabets balance inklusiv dansk og tysk moms. Det årlige fee dækker den selskabs- og ejendomsadministration samt udvikling af ejendomsporteføljen, som Core Property Management står for. Ud af denne fee refunderes den bank, hvor tegningen har fundet sted 0,2% p.a.

Engangsfee
Engangsfee er fastlagt afhængig af investortype som beskrevet nedenfor. Beløbet dækker arbejdet med at udarbejde investeringskoncept, stifte ejendomsselskabet, markedsundersøgelser, udvælgelse af ejendomme, købsforhandlinger, organisering af rådgivere og samarbejdspartnere i Tyskland, udarbejdelse af prospekt, stiftelse af selskab samt finansieringsforhandlinger, herunder specielt fremskaffelse af kapital til ejendomsselskabet.

Fee for Private Banking-investorer
Der opkræves et engangsfee som svarer til 2,5% inklusiv moms af ejendomsbalancen, der er fordelt på:

- 1,25% som opkræves af ejendomsselskabets forventede balance. Dette beløb opkræves som en overkurs på 3,75% ved tegning af aktierne. Der foretages ikke efterfølgende regulering af beløbet, selvom ejendomsselskabets balance efter ejendomskøb ligger over eller under den forventede balance. Beløbet tilfalder bankerne som betaling for hjælp med tegning af aktiekapital.

- 1,25% af ejendomsbalancen, som betales i takt med at de erhvervede ejendomme notarberigtiges. Fee'et beregnes med udgangspunkt i den enkelte ejendoms anskaffelsespris tillagt de direkte handelsomkostninger, som dog er maksimeret til 8,25%.

Fee for institutionelle investorer
Institutionelle investorer betaler ikke overkurs ved tegning af aktier, idet disse investorer tegner direkte i kommanditaktieselskaber. Der betales:

- 1,25% af ejendomsbalancen, som betales i takt med at de erhvervede ejendomme notarberigtiges. Fee'et beregnes med udgangspunkt i den enkelte ejendoms anskaffelsespris tillagt de direkte handelsomkostninger, som dog er maksimeret til 8,25%.

Herudover betales et performancefee, som beregnes første gang i 2015 med udgangspunkt i ejendomsselskabets årsrapport pr. 31/12 2014. Dermed tages udgangspunkt i den indre værdi, der beregnes i forbindelse med eventuel indløsning af aktier/andele i ejendomsselskabets såkaldte første *Exit Window*.

Performancefee beregnes som 10% af det tidsvægtede afkast, som ligger over 8% p.a. fra investeringens start og frem til 31/12 2014, dvs. for 7 år.

Det tidsvægtede afkast beregnes ved at sætte den initiale investering til kurs 100, og beregne den indre værdi pr. 31/12 2014 som en kurs. Ved opgørelsen af den indre værdi er løbende skattebetaling fratrukket, men der tillægges hensat skat til genvundne afskrivninger og evt. positive værdireguleringer. Realiseret skat på solgte ejendomme tillægges dog ikke. Herudover tages der hensyn til udbytte udbetalt i perioden.

Der beregnes efterfølgende performancefee på samme måde ved hvert af de efterfølgende *Exit Windows* hvert tredje år, dog med *High Water Mark*, så der ikke opkræves performancefee i en 3-års periode, såfremt der i en foregående 3-års periode har været en dårlig performance, der har trukket afkastet ned og ikke udløst performancefee.

Performancefee betales direkte af de institutionelle investorer til Core Property Management i henhold til særskilt administrationsaftale og vil typisk tilfalde Core Property Managements partnerkreds.

Fee for institutionelle investorer forhandles individuelt og kan dermed afvige fra ovenstående beskrivelse.

Efterfølgende salgssfee
Såfremt der efterfølgende sker salg af ejendomme fra porteføljen i forbindelse med *Exit Windows*, opkræves et salgsfee på 0,5% af ejendommens handelspris eksklusiv handelsomkostninger.

De nøjagtige vilkår for beregning af fee og betaling heraf fremgår af administrationsaftalen, som er gengivet i kapitel 18.

Fee for ejendomsforvalterteamet
Der er for ejendomsforvalterteamet / partnergruppen i Core Property Management og nærtbeslægtede aftalt en særlig lav feestruktur, uden performancefee, for egeninvesteringer i ejendomsselskabet.

8.9 Finansiering

I første omgang erhverves der ejendomme for den tegnede kapital. Der lyses pant på 100% af købsprisen eksklusiv erhvervelsesomkostninger til finansieringskilden, Nykredit, samtidig med at den enkelte ejendom registreres som erhvervet hos den tyske notar. Dermed er de nødvendige pantsætningsdokumenter på plads, inden belåning skal finde sted.

Når det tegnede beløb i ejendomsselskabet er disponeret til ejendomskøb, igangsættes løbende en belåning, hvor ”klumper” af ejendomme belånes.

Der forventes en endelig belåningsprocent på ca. 67% af ejendomsselskabets porteføljeværdi inklusiv erhvervelsesomkostninger.

Belåningsprocenten forventes fastholdt over 60% af balancen. Dermed kan det komme på tale enten at udbetale ekstraordinært udbytte eller erhverve flere ejendomme, idet en værdistigning af ejendomsselskabets portefølje kan bringe belåningsprocenten under 60%.

Der er tilbudt realkreditfinansiering af Nykredit i henhold til *Term Sheet*, om en pantsikret belåning, som vil udgøre op til 80% af ejendommenes købspris eksklusiv anskaffelsesomkostninger. Udmåling vil finde sted efter danske realkreditregler. Dermed vil 80%-belåning af købsprisen eksklusiv handelsomkostninger kræve, at den enkelte ejendom har en erhvervsandel under 20% målt på areal. Er erhvervsarealet større, vil erhvervsandelen af bygningen skulle belånes for sig selv med en 60%-belåning.

Der er i prognoserne regnet med en 67%-belåning af balancen, som er inklusiv alle handelsomkostninger.

Lånet ydes mod første prioritet i selskabets ejendomme.

Der er tale om traditionel realkreditbelåning, hvor långivers sikkerhed er pantet i den enkelte ejendom.

Lånet bevilges for en 20-årig periode uden afdrag i 10 år.

Der betales en stiftelsesprovision og refunderes udgifter for långivers eksterne vurdering af ejendommene. Dette beløb er skønnet til 0,25% af lånebeløbene.

For at sikre den tydelige sammenhæng mellem det enkelte realkreditlån og ejendomsporteføljen kan det komme på tale at mellemfinansiere ejendommene, indtil realkreditlånet udbetales. Denne sammenhæng tilstræbes for at sikre rentefradrag efter tyske regler for realkreditlånene.

Lånet forventes optaget med en rentefastsættelse, der er baseret på 3 måneders EURIBOR. Som sikring for fremtidige rentestigninger i den korte rente, købes en rentecap eller der indgås renteswap-aftaler for minimum 70% af lånebeløbet dækkende en 3-5-års renteperiode. Alternativt kan der optages fastrentelån.

For en nærmere beskrivelse af styring af renterisiko henvises til afsnit 5.7 og 5.8.

Det kan komme på tale at finansiere ejendomme via andre finansieringskilder såsom almindelige banklån for at opretholde den ønskede belåningsgrad.

Endeligt kan det i visse tilfælde være attraktivt at overtage den eksisterende belåning på en ejendom. Dette vil normalt være tilfældet, når en ejendom er opført som støttet socialt byggeri, hvor lånene har en speciel lav rente for at kompensere for en lavere husleje.

9. Udbytte og indløsning af aktier/andele

9.1 Udbyttepolitik

Selskabets løbende overskud benyttes delvist til udbetaling af udbytte. Det resterende overskud vil blive anvendt til renoveringer og forbedringer af ejendomsporteføljen eller til betaling af ekstraordinære afdrag på selskabets lån.

Der forventes udbetalt et årligt udbytte på 4% for 2009, der udbetales i april 2010. Udbyttet udbetales fra kommanditaktieselskabet direkte til de investorer, som har investeret direkte heri - og til hvert af aktieselskaberne, som herefter udlodder til aktionærerne efter fradrag af mindre driftsudgifter.

Udbetaling af udbytte kræver, at den bogførte egenkapital er højere end aktiekapitalen. Udbyttebetaling vil derfor forudsætte, at ejendomsporteføljen bogføres til en markedsværdi, som kan rumme alle de afholdte handelsomkostninger og engangsfee.

9.2 Exit Windows

Der er ikke vedtægtsmæssigt fastlagt en slutdato for ejendomsselskabets levetid. Dermed er investeringen principielt uendelig.

Der er dog fastlagt en række såkaldte *Exit Windows*, hvor investorerne har mulighed for at få indløst deres andele eller aktier.

Det første *Exit Window* kræver meddelelse om indløsning af andele/aktier senest den 31. marts 2014.

Indløsning sker til indre værdi opgjort i henhold til årsrapporten pr. 31/12 2014 med betaling den 31. marts 2015. Til den indre værdi tillægges et rentetillæg, som er opgjort som 3 måneders EURIBOR pr. 31/12 2014 for 1. kvartal 2015. Ejendomsselskabet har dermed 12 måneder til at afhænde ejendomme, såfremt dette skulle være nødvendigt for at honorere indløsningerne. Der kan alternativt ske belåning af ejendommene.

Indløsning finder herefter sted hvert tredje år efter samme procedure som beskrevet ovenfor.

9.3 Værdiansættelse og omsætning af aktier/andele

Aktierne kan omsættes til den pris, som man kan få en køber til at betale.

Selskabet vil i årsrapporten indregne ejendommene til en beregnet markedspris. I forbindelse med en eventuel omsætning af aktierne kan selskabets regnskabsmæssige indre værdi kun anses som vejledende, idet en nøjagtig opgørelse til markedsværdi vil kræve afhændelse af alle selskabets ejendomme.

10. Skattemæssige forhold

Nedenfor beskrives de skattemæssige forhold for ejendomsselskabet og for danske investorer. Beskrivelsen er af generel karakter, så særregler omtales ikke – og der tages ikke højde for investorernes individuelle skatteforhold.

Det anbefales, at investorer, som overvejer at tegne aktier i ejendomsselskabet, søger rådgivning hos sædvanlig rådgiver for at få konkrete råd, der er tilpasset den enkelte investors særlige forhold.

Afsnittet beskriver udbyderens opfattelse af gældende skatteregler og skattepraksis pr. 1. november 2007.

10.1 Skattemæssige forhold for ejendomsselskabet

10.1.1 Skattemæssige forhold i Tyskland

Resultatet af en investering i fast ejendom i Tyskland er skattepligtig til Tyskland, og det omfatter såvel resultat af løbende drift som eventuel fortjeneste ved salg. Derfor skal der udarbejdes et regnskab efter tyske skatte- og regnskabsregler, og der skal efter tyske regler opgøres en skattepligtig indkomst, der skal selvangives til de tyske skattemyndigheder.

Den tyske skattepligtige indkomst, vedrørende en ejendoms drift, opgøres i det væsentligste på samme måde som en tilsvarende dansk skattepligtig indkomst. Der er fradragsret for omkostninger på stort set samme måde. I modsætning til i Danmark er der imidlertid mulighed for at beregne skattemæssige afskrivninger på alle ejendomstyper, herunder også beboelsesejendomme.

De skattemæssige afskrivninger kan foretages med 2,5% p.a. af bygningens anskaffelsessum for ejendomme opført før 1925 og med 2% p.a. for ejendomme opført efter 1925. I nogle tilfælde er der mulighed for en afskrivning på 3%.

Eventuel skattepligtig avance ved salg opgøres som differencen mellem salgssummen og den nedskrevne værdi.

Det må forudses, at de omkostninger i ejendomsselskabet, der ikke har relation til ejendommenes drift, formentlig ikke vil kunne fratrækkes i den tyske skattepligtige indkomst. Det kan fx være omkostninger til revision af selskabets danske årsrapporter.

Beskatningen i Tyskland for en ikke personlig investor er sammensat af to komponenter:

- En føderal selskabsskat, *Körperschaftsteuer*, der er fælles for hele Tyskland, og som for 2008 er på 15,825% inklusiv det såkaldte solidaritetstillæg *Solidaritätszuslag*
- En lokal selskabsskat, *Gewerbesteuer*, der er forskellig fra delstat til delstat, men som ligger inden for intervallet 10-17%

Såfremt aktiviteten udelukkende omfatter passiv udlejning af fast ejendom, vil indkomsten være fritaget for *Gewerbesteuer* og vil således alene blive beskattet med 15,825%. Ejendomsselskabet må ikke have andre erhvervsmæssige aktiviteter, herunder handle med fast ejendom eller udleje plads til oplyste reklamer på fx ejendommens gavl eller tag

Det er et yderligere krav, at ledelse mv. foregår udenfor Tyskland. Dette er tillige afgørende for, at man undgår tysk kildeskat på udlodninger.

Fra 2008 indføres en begrænsning af rentefradragsretten, der i princippet begrænser rentefradragsretten til 30% af overskuddet. Core German Residential II er ikke omfattet af denne begrænsning af rentefradragsretten, da selskabet ikke indeholder en koncernstruktur, men har en bred ejerkreds. Det forudsætter dog, at de underliggende KG´er er såkaldte "*vermögensverwaltend*".

I henhold til tysk lovgivning, skal der betales stempelafgift ved handel med fast ejendom. Denne stempelafgift er generelt 3,5% af handelsværdien, dog 4,5% for ejendomme beliggende i Berlin. Denne stempelafgift afholdes som udgangspunkt af køber.

10.1.2 Skattemæssige forhold i Danmark

Som det fremgår af afsnit 8.1 er ejendomsselskabet opbygget med et kommanditaktieselskab, der er 100% ejer af en række tyske skattetransparente KG'er, hvorigennem ejendommene erhverves og ejes.

Kommanditisterne i kommanditaktieselskabet er dels de PAL-skattepligtige investorer, dels de syv aktieselskaber, hvorigennem de ikke PAL-skattepligtige investorer gennemfører investeringer.

Et kommanditaktieselskab er et selvstændigt skattesubjekt i Tyskland – men ikke i Danmark. Dette har den virkning, at investorerne i kommanditaktieselskabet hver for sig skal indregne

deres andel af selskabets over- og underskud i deres skattemæssige opgørelse.

For et aktieselskab gælder, at der opgøres en skattepligtig indkomst, som aktieselskabet beskattes af, hvorimod aktionærerne ikke er skattepligtige af nogen del af aktieselskabets drift. For et aktieselskab gælder tillige, at indkomst vedrørende en investering i en tysk ejendom som hovedregel ikke er skattepligtig til Danmark (eneste undtagelse er, hvis det danske selskab har ladet sig omfatte af international sambeskatning). Indkomst vedrørende den tyske investering skal således ikke indregnes i den danske skattepligtige indkomst.

De syv aktieselskaber, der som kommanditister i kommanditaktieselskabet indgår i ejendomsselskabet, skal derfor ikke medregne nogen del af indkomsten vedrørende de tyske ejendomme i deres skattepligtige indkomst

Der forventes dog i 2008 også skattepligt i Danmark af renteindtægter på ejendomsselskabets indbetalte egenkapital, indtil denne er fuldt disponeret ved køb af ejendomme i Tyskland. Ligeledes kan der opstå skattepligt på værdiregulering og nettorentebetalinger på finansielle instrumenter, som indgås før de lån, de skal afdække, er hjemtaget.

10.2 Skattemæssige forhold for investorer

10.2.1 Personlige investorer

Personlige investorer investerer i Core German Residential II ved køb af unoterede aktier i Core German Residential II (1-7) A/S, der ejer kommanditaktieselskabsandele i Core German Residential II Kommanditaktieselskab.

Investeringer via privat formue

Personers afkast af aktieinvesteringer er reguleret i personskatteloven og aktieavancebeskatningsloven.

Personer beskattes af deres aktieindkomst med 28% af aktieindkomst op til 46.700 DKK, 43% op til 102.600 DKK og 45% for den del, der overstiger 102.600 DKK. For ægtepar, som er samlevende ved årets udgang, ses aktieindkomsten under ét, og ovenstående grænser ganges med 2. Beskatningen er således afhængig af udbyttets størrelse og personens/ægteparrets øvrige aktieindkomst. Aktieindkomst omfatter modtagne udbytter og avancer ved salg af aktier.

Tab på unoterede aktier kan fradrages i positiv aktieindkomst, som fx udbytte af både unoterede og noterede aktier. Hvis aktieindkomsten bliver negativ, modregnes skatteværdien af den negative aktieindkomst i øvrige skatter.

Investeringer via privat pensionsformue

Det er under visse betingelser muligt at investere i unoterede aktier via rate- og kapitalpensionsformuer.

Afkastet af unoterede aktier via pensionsformue skal beskattes efter pensionsafkastloven (PAL). Det betyder, at der skal ske en årlig beskatning med 15% af pensionsafkastet. Pensionsafkastet opgøres efter et lagerprincip, idet den årlige beskatning beregnes af forskellen mellem værdien af de unoterede aktier primo og ultimo det enkelte år, samt med tillæg af modtagne udbytter. Værdien af de unoterede aktier opgøres i henhold til selskabets indre værdi ifølge den seneste aflagte årsrapport pr. 15. oktober i indkomståret.

10.2.2 Selskabsbeskattede (ApS og A/S)

Selskabsbeskattede investorer investerer i Core German Residential II ved køb af unoterede aktier i Core German Residential II (1-7) A/S, der ejer kommanditaktieselskabsandele i Core German Residential II Kommanditaktieselskab.

Modtagne udbytter

I henhold til selskabsskatteloven afhænger beskatningen af modtagne udbytter af, hvor meget det udbyttemodtagende selskab ejer af det udloddende selskab.

Såfremt en selskabsinvestor ejer mindst 10% af et selskab i en sammenhængende periode på mindst 1 år, vil det forventede udbytte på 4%, der udbetales for 2009, i april 2010, være skattefrit.

Når det udbyttemodtagende selskab ejer mindre end 10%, medregnes 66% af det modtagne udbytte ved opgørelsen af selskabets skattepligtige indkomst.

Aktieavancer og -tab

Selskabers avancer og tab ved investering i unoterede aktier er omfattet af reglerne i aktieavancebeskatningsloven.

Beskatning af eventuel aktieavance eller -tab afhænger af ejertiden. For aktier ejet under 3 år skal aktieavance beskattes, og aktietab kan fratrækkes i avance på andre aktier ejet under 3 år. For aktier ejet over 3 år, er aktieavance skattefri, og aktietab kan ikke fratrækkes.

10.2.3 PAL-beskattede

For investorer, der er omfattet af PAL-beskatning gælder, at indkomst, der vedrører en direkte investering i fast ejendom i Tyskland (herunder investering via et kommanditaktieselskab), er skattepligtig til Danmark. Indkomsten skal selvangives til Danmark, og vil indgå i den danske skatteberegning.

For at begrænse eller helt undgå dobbeltbeskatning, er der mulighed for at opnå en lempelse i den danske skat. Lempelsen beregnes som den skat, der er betalt til Tyskland, dog maksimalt svarende til den danske skat, som kan henføres til driftsresultatet for den tyske ejendom, der er medtaget i det skattepligtige PAL-grundlag.

Driftsresultatet for den tyske ejendom skal ved indregning i PAL-grundlaget opgøres efter danske regler for PAL-beskatning. Den væsentligste forskel er, at der ved opgørelse af PAL-grundlaget ikke kan foretages skattemæssige afskrivninger, samt at der også for tyske ejendomme - som generelt gældende for ejendomme – i den opgjorte skattepligtige PAL-indkomst, indgår årets værdiregulering. Årets værdiregulering skal forstås som forskellen mellem handelsværdien ved indkomstårets udløb og handelsværdien ved indkomstårets begyndelse.

Indkomsten skal i princippet angives for hver enkelt ejendom, medmindre pensionskassen vælger at anvende nettoopgørelsesprincippet efter PAL § 12a. Træffer pensionskassen et sådant valg, kan pensionskassen nøjes med at vise en samlet værdireguleringspost for sine kommanditaktier i Core German Residential II. og tillige medregne årets eventuelle udlodninger fra Core German Residential II.

Såfremt driftsresultatet for den tyske ejendom opgjort efter de danske regler for PAL-beskatning er negativt, kan denne opgjorte negative værdi fragå i den skattepligtige PAL-indkomst.

Den omstændighed, at der ved opgørelse af PAL-grundlaget indregnes den årlige værdiregulering af ejendommen, betyder - såfremt der overvejende er tale om positiv værdiregulering - at der i Danmark sker beskatning af værditilvæksten på et tidligere tidspunkt end i Tyskland, hvor værditilvæksten først beskattes ved afhændelse af ejendommen. Herved kan opstå det problem, at lempelsen af den tyske skat blev begrænset af, at der i afhændelsesåret i PAL-indkomsten blev indregnet en væsentlig lavere indtægt vedrørende værdiregulering af ejendommen end i Tyskland, hvor hele avancen indregnes i afståelsesåret. For at afbøde virkningen af denne situation er der i PAL-loven en bestemmelse om, at den allerede betalte PAL-skat vedrørende værdireguleringer kan medtages i lempelsesberegningen for afståelsesåret, og eventuelt kan tilbagebetales, såfremt den endelige beregning viser, at der ikke skal betales dansk skat af ejendomsavancen.

Regering har den 12. oktober 2007 fremsat *L 25*, om et nyt pensionsafkastbeskatningssystem. Baggrunden for lovforslaget er primært EF-domstolens underkendelse af de danske pensionsbeskatningsregler. Lovforslaget er siden hen bortfaldet i forbindelse med folketingsvalget den 13. november 2007. Da det imidlertid må forventes, at lovforslaget vil blive genfremsat efter valget i mere eller mindre uændret version, giver det anledning til at omtale forslagets betydning i relation til pensionskassers investering i Core German Residential II.

Et af de centrale elementer i lovforslaget er, at man fra og med 2010 overgår fra institutbeskatning til individbeskatning. Herved placeres hovedparten af PAL-skattepligten hos den enkelte pensionsopsparer. Der vil dog fortsat påhvile den enkelte pensionskasse en PAL-skattepligt for så vidt angår ufordelte reserver, dvs. pensionskassens egenkapitalafkast.

Det er muligt, at den nye lov kan have en negativ virkning for mulighederne for at opnå modregning af tysk skat i PAL-skat.

11. Indkøbt portefølje og referenceporteføljer

11.1 Indkøbte ejendomme

Der forventes erhvervet ejendomme inklusiv omkostninger for et samlet beløb på 5,25 mia. DKK. Fratrækkes handelsomkostninger i Tyskland samt engangsfee til Core Property Management, vil der skulle købes ejendomme for 4,77 mia. DKK svarende til 640 mio. EUR.

Der forhandles p.t. (15. november 2007) om køb af ejendomme for 65 mio. EUR, svarende til 10% af den samlede forventede portefølje.

Osterhausenstrasse, Nürnberg. Bygget 1983 med 8.862 m2 og 115 lejemål.

Robert-Stolz-Str 5-9, Düsseldorf. Bygget 1982 med 4.581 m2 og 33 lejemål.

Kraher Strasse, Düsseldorf. Bygget 1907 med 4.600 m2 og 88 lejemål.

Bistritzer Strasse, Köln. Bygget 1998 med 1.980 m2 og 27 lejemål.

Wöhlerstrasse, Köln. Bygget 1960 med 1.640 m2 og 31 lejemål.

11.2 Referenceportefølje - Ejendomsselskabet Berlin & Hamborg A/S

John Bødker og Niels Lorentz Nielsen var i 2005 og 2006 aktive med konceptudformning og indkøb af ejendomme til *Ejendomsselskabet Berlin & Hamborg A/S,* som erhvervede ejendomme i Hamborg for 475 mio. DKK.

Ejendomsselskabets egenkapital på 140 mio. DKK blev rejst som en såkaldt *private placement* blandt en snæver kreds af investorer, som Spar Nord Bank var behjælpelig med at sammensætte. John Bødker og Niels Lorentz Nielsen ejer knap 8% af selskabet.

Porteføljen omfatter 419 lejemål, heraf 329 boliglejemål. Det samlede areal er 29.800 m2, og er koncentreret om meget centrale citybeliggenheder i Hamborg.

Ejendomsselskabet administreres ikke af Core Property Management A/S.

Et lille udvalg af ejendomme erhvervet af *Ejendomsselskabet Berlin & Hamborg* kan ses på denne og på næste side.

Barmbeker Strasse 41-45 m.fl., Hamborg. Bygget 1954 med 3.210 m2 og 58 lejligheder.

Grindelalle 104-106, Hamborg. Bygget 1988 med 1.577 m2 og14 lejemål.

Grindelalle 100, Hamborg. Bygget 1987/1998 med 2.464 m2 og 27 lejemål.

Jarrestrasse 22-26, Hamborg. Bygget 1996 med 3.421 m2 og 46 lejemål.

Grindelalle 116, Hamborg. Bygget 1995 med 1.186 m2 og 12 lejemål.

Oelkersalle 64-68 m.fl., Hamborg. Bygget 1994 med 4.554 m2 og 56 lejemål.

Grindelalle 126-128, Hamborg. Bygget 1957/ 1991 med 2.420 m2 og 16 lejemål.

Eimsbüttler Strasse 25, Hamborg. Bygget 1900 med 1.564 m2 og 20 lejemål.

Palmaille 124, Hamborg. Bygget 2002/1900 med 1.991 m2 og 23 lejemål.

11.3 Reference portefølje – Ejendomsselskabet Nordtyskland

Core Property Management har i 2006 og 2007 erhvervet en portefølje på knap 5 mia. DKK for *Ejendomsselskabet Nordtyskland* i byerne Hamborg, Berlin, Hannover, Düsseldorf, Köln, Bonn, Frankfurt og Wiesbaden/Mainz.

Indkøbene er afsluttet i alle byer på nær Berlin, hvor der mangler indkøb for ca. 300 mio. DKK. Herefter vil ejendomsporteføljen være bragt op på 5,25 mia. DKK.

Den samlede portefølje (94% er erhvervet) forventes efter køb af de resterende ejendomme i Berlin at få følgende karakteristika:

- 240 ejendomme
- Godt 460.000 m2
- 6.400 lejemål
- 5.500 P-pladser
- Gennemsnitsstørelse på lejemål = 61 m2
- Bruttoafkast på 6,9% = faktor 14,5
- Gennemsnitspris pr. m2 = 1.400 EUR

De erhvervede ejendomme omfatter blandt andet følgende:

Hinter Hoben 143-149, Bonn. Bygget 1994 med 6.978 m2 og 89 lejemål.

Blumenhof 4-6, 17-28, Bonn. Bygget 1986 med 7.737 m2 og 139 lejemål.

Helmholtzstrasse 21-22, Berlin. Bygget 1989 med 1.674 m2 og 24 lejemål.

Grünflieser Gang 5,7, 13, 31 Berlin. Bygget 1997 med 1.920 m2 og 24 lejemål.

Böhmerstrasse 37, Hannover. Bygget 1968 med 1.148 m2 og 23 lejemål.

Tresckowstrasse 187 m.fl., Hannover. Bygget 1992 med 3.575 m2 og 36 lejemål.

Pempelforter Strasse 8, Düsseldorf. Bygget 1957 med 1.269 m2 og 17 lejemål.

Kalkümerstrasse 32-40 m.fl., Düsseldorf. Bygget 1960 med 2.000 m2 og 30 lejemål.

Waisenhausgasse 25-27, Köln. Bygget 1955 med 3.0510 m2 og 33 lejemål.

Hildeboldplatz 1a, Köln. Bygget 1890 med 483 m2 og 10 lejemål.

Nidenau 2, Frankfurt. Bygget 2005 med 1.660 m2 og 25 lejemål.

Isenburgring 22, Offenbach, Frankfurt. Bygget 1900 med 728 m2 og 11 lejemål.

Taunnusstrasse 41, Wiesbaden. Bygget 1900 med 1.258 m2 og 20 lejemål.

Moritzstrasse 64, Wiesbaden. Bygget 1962 med 1.627 m2 og 23 lejemål.

Weissliliengasse 10 m.fl., Mainz. Bygget 1954 med 3.035 m2 og 31 lejemål.

Sossenheimer Weg 172-184 m.fl., Frankfurt. Bygget 1993 med 13.888 m2 og 203 lejemål.

12. Core Property Management A/S

12.1 Produktprofil

Core Property Management A/S (Core Property Management) er etableret i 2006 af tre store finansielle institutioner og en partnerkreds med det formål at udbyde ejendomsinvesteringer med en institutionel investorprofil.

Ejendomsinvesteringerne udbydes i form af unoterede selskaber med en høj egenkapitalandel og en gennemskuelig pris- og incitamentsstruktur.

Core Property Management forvalter via en forvaltnings- og administrationsaftale de ejendomsselskaber, som udbydes.

De udbudte ejendomsselskaber vil være karakteriseret ved:

- Belåning/gearing hvor ejendomsbalancen belånes mellem 50% og 70%.
- Unoterede selskaber, idet illikvide aktiver som ejendomme ikke er egnede til *open ended*-fonde.
- Alle administrative funktioner, som ejendomsadministration viceværtstyring og vedligeholdelse er outsourcet.
- Investeringsfilosofi med ”top down” som giver ejendomstype og lokaliteter samt ”buttom up”, hvor den enkelte ejendom udvælges (lokal ekspertise udnyttes).
- Løbetiden for ejendomsselskaberne er normalt valgt som uendelig, men med mulighed for at indløse aktier/andele i givne tidsintervaller, hvor det kan blive nødvendigt at sælge ejendomme for at skaffe de nødvendige likvider til indløsning.

Ejendomme er som bekendt en aktivtype, som er illikvid og ofte forbundet med betydelige handelsomkostninger. Det er derfor vigtigt med en lang investeringshorisont. Disse karakteristika øger betydningen af, at det team af ejendomsforvaltere, som udvælger ejendomme og efterfølgende optimerer driften, incitamentsmæssigt aflønnes, så de arbejder for investorernes interesse. Dette sikres bedst via krav om egeninvestering fra managementteamets side og et betydeligt element af performancefee-aflønning.

Core Property Managements ejendomsprodukter tilbydes to typer af investorer - institutionelle investorer i form af pensionskasser, livsforsikringsselskaber, fonde og meget store private investeringsselskaber samt Private Banking-kunder hos de tre ejerbanker.

Fokus er på investeringsprodukter med boligejendomme uden for Danmarks grænser.

12.2 Ejerstruktur og partnergruppe

Core Property Managements kapital er ejermæssigt fordelt som følger:

- Nykredit 20%
- Sydbank 20%
- Spar Nord Bank 20%
- Partnegruppen 40%

Bestyrelsen består af repræsentanter for de tre ejerbanker:

- Tom Ahrenst, vicedirektør, Nykredit
- Kim Møller Nielsen, direktør i Sydbank i Tyskland
- Jan Gerhard, direktør, Spar Nord Bank

Core Property Management ledes af partnerne:

- Niels Lorentz Nielsen, adm. direktør
- John Bødker, vicedirektør
- Per Yderholm, økonomichef

12.3 Organisation

Core Property Management har 9 ansatte i november 2007, og forventer i takt med at ejendomsporteføljen opbygges, at ansætte yderligere medarbejdere.

Den daglige ejendomsadministration er lagt ud til lokale administratorer, men alle beslutninger om lejeniveau og eventuel renovering ved lejerskifte tages af Core Property Management. Hensigten er at sikre, at alle muligheder for lejeregulering udnyttes bedst muligt.

Endvidere tager Core Property Management initiativ til og styrer alle større renoveringsopgaver på ejendomsmassen. Byggestyring ligger dog lokalt.

12.4 CV'er for partnergruppen

Nedenfor ses kortfattede CV'er for partnergruppen i Core Property Management A/S

Niels Lorentz Nielsen (49 år):
M.Sc. Econ, London School of Economics
Cand. Oecon, Århus Universitet

- 1984-1990: Andelsbanken, kontorchef, udlandsområdet
- 1990-1993: Alliance Bank of Copenhagen, valutachef
- 1993-2000: Codan Bank, underdirektør, valuta og asset management
- 2000-2006: SEB Asset Management, underdirektør
- 1986-2000: Underviser på Københavns Universitet og Copenhagen Business School - siden 1991 som ekstern lektor ved Institut for Finansiering, HHK i København

John Fisker Bødker (49 år):
Cand. Oecon, Århus Universitet

- 1984-1990: Sparekassen Lolland, investeringschef, underdirektør, filialdirektør
- 1990-1993: Alliance Bank of Copenhagen, obligationschef
- 1993-1999: Codan Bank, obligationsmanager (kontorchef) i Asset Management
- 1999-2006: SEB Asset Management, portfoliomanager obligationer

Per Yderholm (52 år):
Cand. Oecon, Århus Universitet

- 1982-1984: Økonomisk planlægger Naturgas Syd
- 1984-1998: FSB, siden 1989 som økonomichef og siden 1996 som forvaltningsdirektør
- 1998-2000: Produktionschef i Mas Entreprise A/S
- 2001-2002: Udviklingschef i Høje-Tåstrup Kommune
- 2002 - 2005: Byggechef i Boligselskabet AKB
- 2005 - 2007: Udviklingschef i Boligselskabernes Landsforening

13. Samarbejdspartnere

Dansk bankforbindelse:
Spar Nord Bank
Skelagervej 15
9100 Aalborg

Tysk ejendomsfinansiering:
Nykredit
Kalvebod Brygge 1-3
1560 København V

Konti i Tyskland:
Sydbank, Hamborg-afdeling
Deichstrasse 34
D-20459 Hamburg

Dansk og tysk revisor:
PricewaterhouseCoopers
Statsautoriseret Revisionsaktieselskab
Skelagervej 1A
9000 Aalborg

PricewaterhouseCoopers AG
New-York-Ring 13
D-222397 Hamburg

Dansk advokat:
Advokat Morten Jensen
Advokatfirmaet Børge Nielsen
Hasserisvej 174
9000 Aalborg

Administrator og udbyder:
Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 2.
1159 København K

14. Ordforklaringer

Bruttoafkast på ejendom
Bruttoafkastet (målt i %) på en ejendom er beregnet som huslejen set i forhold til ejendommens købspris uden tillæg af erhvervelsesomkostninger (typisk 8,25%).

Collar
Finansiel kontrakt som lægger både et ”loft” over og en ”bund” under en variabel rente.

High Water Mark
Ved beregning af performancefee for flere perioder, hvor beregninger foretages og afregnes for en periode ad gangen uden hensyntagen til de foregående perioder, kan man komme i den situation, at der betales performancefee, selv om der for alle perioder sammenlagt ikke er skabt et afkast, som berettiger til performancefee. High Water Mark-klausulen sikrer, at der ved beregning af performancefee tages hensyn til en eventuel dårlig performanceperiode, som har trukket afkastet ned, men som ikke indgår i beregningsperioden.

Core Property Management
Core Property Management A/S, som via administrationskontrakt varetager forvaltningen af Core German Residential II.

Core German Residential II
En samlet betegnelse for de selskaber som indgår i selskabskonstruktionen, dvs.:

- Core German Residential II Kommanditaktieselskab med datterselskaber (tyske KG’er)
- Komplementarselskabet Core German Residential II ApS
- Core German Residential II nr. 1 A/S
- Core German Residential II nr. 2 A/S
- Core German Residential II nr. 3 A/S
- Core German Residential II nr. 4 A/S
- Core German Residential II nr. 5 A/S
- Core German Residential II nr. 6 A/S
- Core German Residential II nr. 7 A/S

Faktor
Prisen for en ejendom eksklusiv handelsomkostninger divideret med lejeindtægten.

Finansielle instrumenter
Betegnelsen for en række finansielle aftaler, som involverer en række nærmere definerede betalinger. Benyttes især til handel af finansielle risikoprofiler, som fx valuta- og renterisiko mellem to parter.

Forhåndstegning
Dækker over muligheden for, at investorer kan lave en bindende forhåndstegning for en tegningsperiode, der ligger et stykke ud i fremtiden.

Forvalterteam
Forvalterteam er betegnelsen for de personer, som står med forvaltningsbeslutninger i ejendomsselskabet. Forvalterteamet kan være sammenfaldende med partnerkredsen i Core Property Management.

Nebenkosten
Udover lejen betaler lejere i Tyskland via et a conto-regnskab alle udgifter til vicevært, renholdelse, forsikring, småvedligeholdelse, el på fællesarealer, serviceabonnementer, vand og opvarmning. Dette regnskab afregnes hvert år over for lejer i henhold til et regnskab herfor.

Nettoafkast på ejendom
Nettoafkastet (målt i %) på en ejendom er beregnet som lejen fratrukket udgifter til ejendomsadministration, tomgangsleje, andel af *Nebenkosten* på tomme lejemål og vedligeholdelse set i forhold til ejendommens købspris tillagt alle erhvervelsesomkostninger (typisk 8,4%).

Mietspiegel
Lejen for eksisterende lejekontrakter må ikke fastsættes højere end 20% over et såkaldt *Mietspiegel* , et gennemsnitsniveau, der udarbejdes af de kommunale myndigheder for de fleste byområder. Mietspiegel er det gennemsnitlige lejeniveau, som beregnes på en stor stikprøve hvert 2. - 3. år. Dette tal suppleres med en række kriterier, som skal afspejle lejlighedens alder og funktionelle kvaliteter. For hvert kriterium, der er opfyldt, kan lejen lægges på et højere niveau.

Ordinært overskud før skat
Opgøres som de samlede lejeindtægter fratrukket driftsomkostninger (lokal tysk administration, vedligeholdelse, ledelse og udvikling samt revisor m.m.) og renter på lån, men er eksklusiv værdireguleringer af ejendommene.

Overskud efter skat og værdiregulering
Opgøres som det ordinære overskud tillagt værdiregulering af ejendommene og fratrukket skat.

Partnere og partnerkreds
Partnerne er ansatte og medejere af Core Property Management. Partnergruppen er betegnelsen for samtlige partnere i Core Property Management. Partnergruppen varetager forvaltningen af de ejendomsselskaber/fonde, som Core Property Management udbyder.

Rentecap
Finansiel aftale som indgås for at fastlægge et loft over rentesatsens størrelse. Stiger renten over loftet, refunderes forskellen fra loftet og til den aktuelle markedsrente.

Renteswap
Finansiel aftale om bytte af to betalingsrækker, som fastsættes ud fra en nominel hovedstol med hver sin rentefastsættelsesmetode. Fx kan det aftales, at der modtages fast rente mod betaling af 3. måneders variabel rente.

Tomgangsleje
Tabt lejeindtægt ved manglende fuld udlejning af lejemålene.

15. Erklæringer

Der er i det følgende vist erklæringer fra advokat, revisor og de prospektansvarlige.

- 15.1 Erklæring fra prospekt- og projektansvarlige
- 15.2 Erklæring fra uafhængig revisor
- 15.3 Erklæring fra advokat

15.1 Erklæring fra prospekt- og projektansvarlige

Core Property
Management

Core Property
Management A/S

Skoubogade 1, 2.
DK - 1158 København K
Telefon +45 33 18 84 42
Fax +45 35 36 46 36
CVR 28 66 60 55

info@coreproperty.dk
www.coreproperty.dk

Dato
15. november 2007

ERKLÆRING FRA DE PROSPEKT- OG PROJEKTANSVARLIGE

Dette prospekt er udarbejdet af Core Property Management A/S i forbindelse med at Core German Residential II indbyder investorer til nytegning af aktiekapital op til nominelt DKK 1.750 mio.

Investering i Core German Residential II kan ske enten via Core German Residential II Kommanditaktieselskab eller via syv unoterede aktieselskaber, Core German Residential II nr. 1-7 A/S, som investerer et tegnede provenu i kommanditaktieselskabet.

Udbudet af de unoterede andele og aktier er rettet til investorer i Danmark, som hver især skal tegne for minimum 400.000 DKK, hvorfor prospektet er undtaget fra reglerne i prospektbekendtgørelse nr. 306 af 28. april 2005.

Formålet med Core German Residential II er at investere i tyske boligudlejningsejendomme med vægt på ejendomme i Berlin, Bonn, Düsseldorf, Frankfurt, Hamborg, Hannover, Køln, Nürnberg og Wiesbaden/Mainz.

Core Property Management eller andre ejendomsfornde forvaltet af Core property Management eller ejendomsforvalterne i Core Property Management vil ikke for egen regning erhverve boligejendomme i de nævnte byer i den tidsperiode, hvor Core German Residential II erhverver ejendomme.

Prospektets formål er at etablere et beslutningsgrundlag for investorerne. Det forudsættes, at de potentielle investorer har de fornødne forudsætninger for at vurdere investeringens mulige afkast og risici.

Undertegnede, der er ansvarlige for oplysningerne i nærværende prospekt, bekræfter herved, at alle prospektets oplysninger os bekendt er rigtige, og at der ikke er udeladt forhold, som kan forvanske det billede, som prospektet skal give.

Det er endvidere vores opfattelse, at den forventede udvikling, som prospektet beskriver, er sandsynlig for projektet, samt at prospektet indeholder de nødvendige oplysninger for en selvstændig bedømmelse af investeringens forventede udvikling.

Der er udarbejdet revisorerklæring for gennemgang af prospektets drifts-, balance- og likviditetsprognose for årene 2008-2018, relaterede følsomhedsberegninger samt beskrivelsen af de skattemæssige forhold.

Core Property
Management

Der er udarbejdet advokaterklæring for gennemgang af de danske vedtægter og administrationsaftaler omfattende de selskaber, som indgår i Core German Residential II.

København den 15. november 2007

Core Property Management A/S

Niels Lorentz Nielsen

John Fisker Bødker

Core German Residential II Kommanditaktieselskab

Niels Lorentz Nielsen

John Fisker Bødker

15.2 Erklæring fra uafhængig revisor

Erklæring afgivet af uafhængig revisor

Til investorerne i Core German Residential II

Vi har efter aftale med ledelsen i Core Property Management A/S undersøgt de i prospektet for Core German Residential II viste prognoser, der omfatter drifts-, likviditets- og balanceprognoser for årene 2008-2018, herunder beskrivelsen af forudsætninger herfor og relaterede følsomhedsberegninger (afsnit 6, 7 og 19). Endvidere har vi gennemgået beskrivelsen af de skattemæssige forhold (afsnit 10). Prospektet er dateret den 15. november 2007.

Ledelsen i Core Property Management A/S og ledelsen i Core German Residential II Kommanditaktieselskab har ansvaret for de opstillede prognoser, for forudsætninger for prognoserne og følsomhedsberegninger samt for beskrivelsen af skattemæssige forhold. Vores ansvar er på grundlag af vores undersøgelser at udtrykke en konklusion om prognoserne og beskrivelsen af de skattemæssige forhold.

Prospektet er udarbejdet i forbindelse med, at Core Property Management A/S indbyder investorer til tegning af aktier i Core German Residential II. Ledelsen har i den forbindelse opstillet forventninger til fremtidige begivenheder og beslutninger, som muligvis ikke finder sted eller gennemføres som forudsat. De angivne forventninger kan alene betragtes som relevante for de udarbejdede prognoser.

Core German Residential II er fællesbetegnelsen for en selskabsstruktur bestående af:

- Core German Residential II Kommanditaktieselskab (inkl. datterselskaber)
- Komplementarselskabet Core German Residential II ApS
- Core German Residential II nr. 1 A/S
- Core German Residential II nr. 2 A/S
- Core German Residential II nr. 3 A/S
- Core German Residential II nr. 4 A/S
- Core German Residential II nr. 5 A/S
- Core German Residential II nr. 6 A/S
- Core German Residential II nr. 7 A/S

Den udførte gennemgang

Vi har udført vores arbejde i overensstemmelse med den danske standard for andre erklæringsopgaver med sikkerhed med henblik på:

- at opnå høj grad af sikkerhed for, at drifts-, likviditets- og balanceprognoser for årene 2008-2018 samt relaterede følsomhedsanalyser er udarbejdet på grundlag af de opstillede forudsætninger og i overensstemmelse med den beskrevne regnskabspraksis.

- at opnå begrænset sikkerhed for, at prospektets beskrivelse af de skattemæssige forhold i afsnit 10 indeholder alle væsentlige oplysninger som efter vores opfattelse er nødvendige for investors vurdering af de skattemæssige forhold, der knytter sig til investeringen, og at beskrivelsen er i overensstemmelse med gældende skattelovgivning og -praksis.

Det arbejde, der udføres for at nå til en konklusion med begrænset sikkerhed, er mindre omfangsrigt og giver derfor mindre sikkerhed end ved en opgave, hvor konklusionen afgives med høj grad af sikkerhed.

Erklæring afgivet af uafhængig revisor

Den udførte gennemgang (fortsat)

Arbejdet har omfattet en gennemlæsning af beskrivelsen af de skattemæssige forhold i prospektet i afsnit 10 med henblik på at vurdere indholdets relevans og fuldstændighed samt, at beskrivelsen ikke indeholder væsentlige fejlinformationer i forhold til gældende skattelovgivning og - praksis.

Vi har efterprøvet, om prognoserne er udarbejdet på grundlag af de opstillede prognoseforudsætninger, og i den forbindelse vurderet, om alle væsentlige forudsætninger fremgår af prospektets afsnit 6 og 7. Vi har endvidere efterprøvet den indre talmæssige sammenhæng i prognoserne og følsomhedsberegningerne.

Det er vores opfattelse, at det udførte arbejde giver et tilstrækkeligt grundlag for vores konklusion.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at drifts-, likviditets- og balanceprognoser for årene 2008-2018 samt relaterede følsomhedsanalyser er udarbejdet på grundlag af de opstillede forudsætninger og i overensstemmelse med den beskrevne regnskabspraksis.

Ved den udførte undersøgelse af beskrivelsen af de skattemæssige forhold i afsnit 10 er vi ikke blevet bekendt med forhold, der giver os anledning til at konkludere, at beskrivelsen af de skattemæssige forhold ikke indeholder alle de oplysninger om skattemæssige forhold der knytter sig til investeringen, og at beskrivelsen af de skattemæssige forhold ikke er i overensstemmelse med gældende skattelovgivning og -praksis.

Supplerende oplysninger

Prospektet vedrører en planlagt investering i en ejendomsportefølje. Der er kun i meget begrænset omfang indgået aftaler om køb af ejendomme, og finansieringen er endnu ikke foretaget. Prognoserne, som omfatter en periode på 11 år, er derfor opstillet på baggrund af teoretiske og hypotetiske forudsætninger vedrørende ejendomsporteføljen og den initiale finansiering, og det kan forventes, at de til forudsætningerne svarende faktiske vilkår vedrørende de erhvervede ejendomme og den endelige finansiering vil afvige fra de teoretiske forudsætninger, der er lagt til grund for prognoserne.

Selvom de begivenheder, som er anført under forudsætningerne finder sted, vil de faktiske resultater sandsynligvis afvise fra prognoserne i prospektet, idet andre forventede begivenheder ofte ikke indtræder som forventet. Disse afvigelser kan være væsentlige.

Beregningerne er foretaget på grundlag af gældende skattelovgivning. Ændringer i skattelovgivning og -praksis inden for den periode, som prognoserne dækker, kan påvirke de i prospektet beregnede resultater, pengestrømme og økonomiske stilling for selskabet.

Aalborg, den 15. november 2007

PricewaterhouseCoopers
Statsautoriseret Revisionsaktieselskab

Jørn Holm Jensen
statsautoriseret revisor

Peder Lund
statsautoriseret revisor

15.3 Erklæring fra advokat

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

HASSERISVEJ 174
9000 AALBORG
FAX 98 12 98 55
TELEFON 98 12 98 00

P. ROSS JENSEN (L)
PEDER FIHL (H)
MORTEN JENSEN (H)
JAN HELLMUND JENSEN (L)
THOMAS SCHULTZ

ANDERS TOLBORG (H)
PETER TORNVIG FRUELUND (H)
ULLA SKOV (H)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

J. nr. 46-07561 MJ/MJ/Birte Porsborg/MJ
15.11.07

Vedr.: Core German Residential II kommanditaktieselskab

Efter anmodning fra Core German Residential II kommanditaktieselskab har jeg gennemgået selskabets vedtægter samt den mellem Core German Residential II kommanditaktieselskab og Core Property Management A/S indgåede administrationsaftale.

Selskabets vedtægter og administrationsaftalen har ikke givet mig anledning til juridiske bemærkninger, idet jeg i denne sammenhæng yderligere kan erklære

vedrørende selskabets vedtægter:

at Core German Residential II kommanditaktieselskab er et dansk indregistreret kommanditaktieselskab med en registreret aktiekapital på kr. 500.000,00,

at Core German Residential II kommanditaktieselskab er lovligt og gyldigt stiftet og behørigt registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, således at selskabet kan påtage sig forpligtelser og erhverve rettigheder og

at den i prospektet indeholdte beskrivelse af Core German Residential II kommanditaktieselskab's selskabsretlige forhold efter min opfattelse er korrekt og fyldestgørende, herunder at de i prospektet gengivne vedtægter er i overensstemmelse med de ved stiftelsen vedtagne og i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen registrerede vedtægter og at der mig bekendt ikke ud over beslutningen om stiftelsen af selskabet er truffet registreringspligtige beslutninger eller på anden måde indtruffet registreringspligtige begivenheder.

vedrørende administrationsaftalen:

at den i prospektet indeholdte beskrivelse af administrationsaftalen efter min opfattelse er korrekt og fyldestgørende.

Core Property Management A/S har ansvaret for prospektet. Mit ansvar er på baggrund af gennemgangen af de omtalte dokumenter alene at udtale mig om disse samt disses gengivelse prospektet.

Det skal understreges, at jeg ikke har beskæftiget mig med andre forhold i relation til prospektet end de forhold, som jeg i ovenstående udtrykkeligt har udtalt mig om vedrørende udbud af aktier i Core German Residential II kommanditaktieselskab, herunder har jeg ikke forholdt mig til de i prospektet indeholdte budgetter og øvrige økonomiske oplysninger, forholdene vedrørende erhvervelsen af tyske ejendomme eller selskabets skattemæssige forhold.

Aalborg den 15/11 2007

Morten Jensen
Advokat (H)

16. Vedtægter for selskaber i Core German Residential II

Der er nedenfor vedlagt vedtægter for de selskaber, som indgår i selskabskonstruktionen omkring ”Core German Residential II”. For A/S og KG’er er vedlagt eksempler.

Disse selskaber er:

- 16.1 Core German Residential II Kommanditaktieselskab
- 16.2 Komplementarselskabet Core German Residential II ApS
- 16.3 Ejendomsselskabet Core German Residential II nr. 1 A/S (vedtægterne for aktieselskaberne nr. 2 – 7 er identisk med den viste vedtægt for aktieselskab nr. 1)
- 16.4 Core German Residential II Hamburg ApS & Co. KG. (Vedtægterne for øvrige tyske KG’ere er identiske med den viste vedtægt for Core German Residential II Hamborg & Co. KG)

16.1 Vedtægter for Core German Residential II Kommanditaktieselskab

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

HASSERISVEJ 174
9000 AALBORG
FAX 98 12 98 55
TELEFON 98 12 98 00

P. ROSS JENSEN (L)
PEDER FIHL (H)
MORTEN JENSEN (H)
JAN HELLMUND JENSEN (L)
THOMAS SCHULTZ

ANDERS TOLBORG (H)
PETER TORNVIG FRUELUND (H)
ULLA SKOV (H)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

J.nr. 07561 MJ/BP
22.10.2007

VEDTÆGTER
for
Core German Residential II Kommanditaktieselskab

---

1 Navn og hjemsted

1.1 Kommanditaktieselskabets navn er:
Core German Residential II Kommanditaktieselskab.

1.2 Kommanditaktieselskabets hjemsted er Københavns Kommune.

2 Formål

2.1 Kommanditaktieselskabets formål er direkte og indirekte via 100% ejede selskaber at investere i, udvikle, udleje og administrere fast ejendom i Tyskland, primært boligudlejningsejendomme. Selskabet kan belåne ejendommene.

2.2 Investering og forvaltning af ejendomsporteføljen sker i henhold til de retningslinier, som fremgår af prospekt for kapitalforhøjelse i Kommanditaktieselskabet af 15. november 2007 med efterfølgende eventuelle ændringer vedtaget på Kommanditaktieselskabets generalforsamling. Mindre ændringer i retningslinier for investering og forvaltning af ejendomsporteføljen kan implementeres efter vedtagelse i Kommanditaktieselskabets bestyrelse.

3 Komplementar og hæftelsesforhold

3.1 Som personligt hæftende komplementar deltager følgende:

Komplementarselskabet Core German Residential II ApS.

3.2 Komplementaren ejer ingen del af Kommanditaktieselskabet.

Komplementaren yder lån stort kr. 125.000,00 til Kommanditaktieselskabet, hvilket beløb svarer til komplementarens samlede kapital. Lånet kan alene kræves tilbagebetalt i tilfælde af Kommanditaktieselskabets likvidation.

Som vederlag for ovenstående udlån samt som vederlag for komplementarens ubegrænsede hæftelse, modtager komplementaren fra Kommanditaktieselskabet et årligt vederlag på 10% af det til enhver tid til Kommanditaktieselskabet udlånte beløb, dog minimum et vederlag svarende til mindsterenten + 5% p.a. af selskabskapialen i komplementaren.

3.3 Komplementaren og kommanditisterne betegnes under et som selskabsdeltagerne.

3.4 Hæftelsesforholdene i Kommanditaktieselskabet er som følger:

3.4.1 Komplementarselskabet, Komplementarselskabet Core German Residential II ApS med en nominal anpartskapital på 125.000,00 DKK hæfter som komplementar personligt, direkte og ubegrænset for selskabets forpligtelser.

3.4.2 Kommanditisterne hæfter solidarisk for selskabets forpligtelser, idet hæftelsen for hver kommanditist er begrænset til den tegnede kommanditistkapital. Kommanditisterne har ingen regres overfor Komplementaren.

4 Kapital og resultatfordeling

4.1 Kommanditaktieselskabets kapital udgør DKK 500.000,00 skriver femhundredetusinde danske kroner 00/100 fordelt på anparter á DKK 50.000,00 eller multipla heraf.

Kommanditanparternes pålydende er fuldt indbetalt ved stiftelsen.

4.2 Bestyrelsen er i perioden fra 1. december 2007 og frem til om med den 30. marts 2008 bemyndiget til at forhøje kapitalen i Kommanditaktieselskabet ad en eller flere gange op til en samlet kapital på DKK 1.750.000.000,00 skriver en milliardsyvhundredemillioner danske kroner 00/100.

4.3 Bestyrelsen er endvidere bemyndiget til i perioden 14. januar 2008 til og med den 30. marts 2008 at forhøje kapitalen yderligere med DKK 750.000.000, skriver syvhundrefemtimillioner danske kroner 00/00.

Eventuel kapitalforhøjelse i henhold hertil sker til kurs 100 og i anparter a DKK 50.000,00 eller multipla heraf. Tegning kan ske uden fortegningsret for de hidtidige kommanditister og skal ske mod samtidig kontant indbetaling af den/de tegnede kommanditanparter. Bortset fra tegningskursen fastsættes vilkårene for tegningen af nye kommanditanparter af Bestyrelsen.

4.4 Hver kommanditist ejer en andel af Kommanditaktieselskabets aktiver i forhold til dennes indskud. Overskud eller underskud samt nettoprovenu ved selskabets opløsning fordeles i samme forhold.

5 Stemmeret

5.1 Hver kommanditanpart på nominelt DKK 50.000,00 giver en stemme på Kommanditaktieselskabets generalforsamling. Såfremt en kommanditanpart ikke er navnenoteret har kommanditanparten ingen stemmeret på generalforsamlingen.

5.2 Der kan stemmes ved fuldmagt på generalforsamlingen. Fuldmagter skal afgives skriftligt.

6 Generalforsamling

6.1 Generalforsamlingen har den højeste myndighed i alle Kommanditaktieselskabets anliggender inden for de i lovgivningen og nærværende vedtægter fastsatte rammer.

6.2 Ordinær generalforsamling afholdes hvert år tidligst 1 måned efter regnskabsårets udløb og senest i så god tid, at den reviderede og godkendte årsrapport kan indsendes til

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, så den er modtaget i styrelsen inden 5 måneder efter regnskabsårets udløb.

6.3 Ekstraordinær generalforsamling afholdes, når direktionen eller bestyrelsen finder det hensigtsmæssig eller på begæring af revisor eller navnenoterede kommanditister, som repræsenterer mindst 15% af selskabets kapital.

6.4 Generalforsamlinger indkaldes af direktionen med mindst 3 ugers varsel ved brev til alle navnenoterede kommanditister og til Komplementaren. Indkaldelsen skal indeholde dagsordenen for mødet og angive indholdet af eventuelle forslag til beslutning.

6.5 Forslag fra en kommanditist må, for at komme til behandling på en generalforsamling, indgives til direktionen 2 uger før afholdelse af generalforsamlingen.

6.6 Senest 7 dage før hver generalforsamling fremsendes dagsorden og for så vidt angår ordinære generalforsamlinger tillige årsrapport forsynet med revisionspåtegning pr. brev til enhver noteret kommanditist og til Komplementaren.

6.7 Dagsorden for den ordinære generalforsamling skal indeholde:

1) Valg af dirigent.
2) Bestyrelsens beretning.
3) Forelæggelse af årsrapport med revisionspåtegning til godkendelse.
4) Beslutning om anvendelse af overskud eller dækning af tab i henhold til den godkendte årsrapport.
5) Valg af bestyrelse.
6) Valg af revisor.
7) Eventuelt fremsendte forslag til beslutning.
8) Eventuelt.

6.8 Generalforsamlingen vælger ved simpelt flertal en dirigent, der leder forhandlingerne og afgør alle spørgsmål vedrørende behandling og stemmeafgivning.

6.9 De på generalforsamlingen behandlede anliggender afgøres ved simpelt stemmeflertal, med mindre loven eller vedtægterne foreskriver andet.

6.10 I tilfælde af stemmelighed bortfalder forslaget.

6.11 Til vedtagelse af beslutning om vedtægtsændringer eller om Kommanditaktieselskabets opløsning eller fusion med et andet selskab kræves kvalificeret flertal, hvilket indebærer, at mindst 75% af selskabets kapital og Komplementaren er repræsenteret på generalforsamlingen, og at beslutningen tiltrædes af mindst 75% af Kommanditaktieselskabets kapital.

6.12 Generalforsamlingens beslutninger refereres i forhandlingsprotokollen, der underskrives af dirigenten og de på generalforsamlingen tilstedeværende bestyrelsesmedlemmer.

7 Kommanditaktieselskabets ledelse

7.1 Kommanditaktieselskabet skal have en Bestyrelse på 3-10 medlemmer. Medlemmer af Bestyrelsen vælges for et år ad gangen, og kan genvælges.

7.2 Bestyrelsen kan vælge et forretningsudvalg.

7.3 Kommanditaktieselskabets direktion på 2 medlemmer udgøres af direktionen i Komplementaren.

7.4 Bestyrelsen kan via en administrationsaftale overlade den fulde drift af Kommanditaktieselskabets aktiviteter, herunder køb og salg af ejendomme, optagelse af lån, etablering af finansielle aftaler til afdækning af finansielle risici og outsourcing af administrative og regnskabsmæssige opgaver med mere til en forvalter/administrator. Administrationsaftalen udstikker retningslinier for de opgaver, som administrator skal udføre på Kommanditaktieselskabets vegne.

8 Exit Windows

8.1 Kommanditaktieselskabets bestyrelse og direktion skal efter meddelelse fra kommanditister senest den 31. marts 2014 foranledige, at de kommanditister som måtte ønske dette, kan indløse deres kommanditanparter efter at der er skaffet provenu hertil ved rebelåning af ejendomme, brug af likvide beholdninger, eller ved salg af dele af eller hele selskabets ejendomsportefølje senest den 31/12 2014. Indløsning sker til indre værdi opgjort pr. 31/12 2014. Den indre værdi skal tage hensyn til evt.. behov for hensat skat på ikke afhændede ejendommme i form af genvundne afskrivninger og skat på

værdireguleringer. Alle omkostninger i forbindelse med salg af ejendomme skal fratrækkes før udlodning til de kommanditister, som indløses.

8.2 Denne procedure gentages herefter hvert tredie år.

9 Tegning

9.1 Kommanditaktieselskabet tegnes af Komplementaren eller af den samlede bestyrelse.

9.2 Komplementaren vil, i henhold til administrationsaftalen bindende for Kommanditaktieselskabet, kunne indgå alle aftaler vedr. køb og salg af ejendomme, optagelse af lån, etablering af finansielle aftaler til afdækning af finansielle risici, outsourcing af administrative og regnskabsmæssige opgaver med mere.

10 Regnskabsår og årsrapport

10.1 Kommanditaktieselskabets regnskabsår er 1/1 til 31/12. Første regnskabsår er fra Kommanditaktieselskabets stiftelse til 31/12 2008.

10.2 Kommanditaktieselskabets årsrapport revideres af en af generalforsamlingen for et år ad gangen valgt statsautoriseret revisor.

10.3 Årsrapporten opstilles på overskuelig måde og skal give et retvisende billede af Kommanditaktieselskabets aktiver og passiver, dets økonomiske stilling samt resultat.

o-oo-ooo-0-ooo-oo-o

Således vedtaget på Kommanditaktieselskabets stiftende generalforsamling den 22. oktober 2007.

.....
Morten Jensen
Advokat

16.2 Vedtægter for Komplementarselskabet Core German Residential II Aps

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

HASSERISVEJ 174
9000 AALBORG
FAX 98 12 98 55
TELEFON 98 12 98 00

P. ROSS JENSEN (L)
PEDER FIHL (H)
MORTEN JENSEN (H)
JAN HELLMUND JENSEN (L)
THOMAS SCHULTZ

ANDERS TOLBORG (H)
PETER TORNVIG FRUELUND (H)
ULLA SKOV (H)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

J.nr. 07561 MJ/BP
15.11.2007

VEDTÆGTER

For

Komplementarselskabet Core German Residential II ApS

§ 1

Selskabets navn er: Komplementarselskabet Core German Residential II ApS. Selskabets hjemsted er København Kommune.

§ 2

Selskabets formål er at være komplementar i Core German Residential II Kommanditaktieselskab samt at være komplementar i Core German Residential II Berlin ApS & Co. KG, Core German Residential II Hamburg ApS & Co. KG, Core German Residential II Hannover ApS & Co. KG, Core German Residential II Düsseldorf ApS & Co. KG, Core German Residential II Köln/Bonn ApS & Co. KG, Core German Residential II Frankfurt ApS & Co. KG, Core German Residential II Weisbaden ApS & Co. KG og Core German Residential II Nürnberg ApS & Co. KG og dermed stille ledelse til rådighed for selskaberne.

§ 3

Selskabets anpartskapital er 125.000,00 kr., skriver ethundrede totifemtusinde 00/100 DKK, og består af 125 stk. anparter af hver 1.000,00 DKK. Anpartskapitalen er indbetalt.

Alle selskabets anpartshavere skal være navnenoterede.

Anparterne skal være ikke-omsætningspapirer.

Anparterne skal være ejet af den til enhver tid værende Administrator af Core German Residential II Kommanditaktieselskab.

Selskabet er forpligtet til at stille hele sin kapital til rådighed som lån for Kommanditaktieselskabet til en fast aftalt rente på 10% p.a.

§ 4

Hver anpart giver en stemme på selskabets generalforsamling. Såfremt en anpart ikke er navnenoteret, har anparten ingen stemmeret på generalforsamlingen.

Der kan stemmes ved fuldmagt på generalforsamlingen. Fuldmagter skal afgives skriftligt.

§ 5

Generalforsamlingen har den højeste myndighed i alle selskabets anliggender inden for de i lovgivningen og nærværende vedtægter fastsatte rammer.

§ 6

Ordinær generalforsamling afholdes hvert år tidligst 1 måneder efter regnskabsårets udløb og senest i så god tid, at den reviderede og godkendte årsrapport kan indsendes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, så den er modtaget i styrelsen inden 5 måneder efter regnskabsårets udløb.

Ekstraordinær generalforsamling afholdes, når direktionen finder det hensigtsmæssig eller på begæring af revisor eller navnenoterede anpartshavere, som repræsenterer 15% eller mere af anpartskapitalen.

Generalforsamlinger indkaldes af direktionen med mindst 3 ugers varsel ved brev til alle navnenoterede anpartshavere. Indkaldelsen skal indeholde dagsordenen for mødet og angive indholdet af eventuelle forslag til beslutning.

Forslag fra en anpartshaver må, for at komme til behandling på en generalforsamling, indgives til direktionen 2 uge før afholdelse af generalforsamlingen.

Senest 7 dage før hver generalforsamling fremsendes dagsorden og for så vidt angår ordinære generalforsamlinger tillige årsrapport forsynet med revisionspåtegning pr. brev til enhver noteret anpartshaver.

Dagsorden for den ordinære generalforsamling skal indeholde:

1) Valg af dirigent.
2) Direktionens beretning.
3) Forelæggelse af årsrapport med revisionspåtegning til godkendelse.
4) Beslutning om anvendelse af overskud eller dækning af tab i henhold til den godkendte årsrapport.
5) Valg af direktion.
6) Valg af revisor.
7) Eventuelt fremsendte forslag til beslutning.
8) Eventuelt.

§ 7

Generalforsamlingen vælger ved simpelt flertal en dirigent, der leder forhandlingerne og afgør alle spørgsmål vedrørende behandling og stemmeafgivning.

De på generalforsamlingen behandlede anliggender afgøres ved simpelt stemmeflertal, med mindre loven eller vedtægterne foreskriver andet.

I tilfælde af stemmelighed bortfalder forslaget.

Til vedtagelse af beslutning om vedtægtsændringer eller om selskabets opløsning eller fusion med et andet selskab kræves kvalificeret flertal, hvilket indebærer, at mindst 75% af anpartskapitalen er repræsenteret på generalforsamlingen, og at beslutningen tiltrædes af mindst 75% af anpartskapitalen.

Generalforsamlingens beslutninger refereres i forhandlingsprotokollen, der underskrives af dirigenten og den på generalforsamlingen tilstedeværende direktion.

§ 8

Selskabet har ingen bestyrelse.

Selskabet skal have en direktion på 2 medlemmer, som vælges på generalforsamlingen..

§ 9

Selskabet tegnes af den samlede direktion i forening.

§ 10

Selskabets årsrapport revideres af en af generalforsamlingen for et år ad gangen valgt statsautoriseret revisor.

§ 11

Selskabets regnskabsår er 1/1 til 31/12. Første regnskabsår er fra selskabets stiftelse til 31/12 2008.

§ 12

Årsrapporten opstilles på overskuelig måde og skal give et retvisende billede af selskabets aktiver og passiver, dets økonomiske stilling samt resultat.

o-oo-ooo-0-ooo-oo-o

Således vedtaget på selskabets ekstraordinære generalforsamling den 15. november 2007:

.....

Morten Jensen, advokat

16.3 Vedtægter for Core German Residential II nr. 1 A/S

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

HASSERISVEJ 174
9000 AALBORG
FAX 98 12 98 55
TELEFON 98 12 98 00

P. ROSS JENSEN (L)
PEDER FIHL (H)
MORTEN JENSEN (H)
JAN HELLMUND JENSEN (L)
THOMAS SCHULTZ

ANDERS TOLBORG (H)
PETER TORNVIG FRUELUND (H)
ULLA SKOV (H)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

J.nr. 07561 MJ/BP
19.10.2007 (Nykredit)

VEDTÆGTER

FOR

Core German Residential II nr. 1 A/S

---

1 Selskabets navn og hjemsted

1.1 Selskabets navn er Core German Residential II nr. 1 A/S.

1.2 Selskabets hjemsted er Københavns Kommune.

2 Selskabets formål

2.1 Selskabets formål er at eje kommanditaktier i Core German Residential II Kommanditaktieselskab.

3 Kapitalforhold

3.1 Selskabets aktiekapital udgør DKK 500.000,00 fordelt i 10 aktier á hver DKK 50.000,00. Aktiekapitalen er fuldt indbetalt.

3.2 Selskabets bestyrelse er bemyndiget til i perioden fra 1. december 2007 og frem til 30. marts 2008 at forhøje aktiekapitalen i selskabet ad en eller flere gange op til en samlet

kapital på DKK 300.000.000,00 skriver tre hundrede millioner danske kroner 00/100.

Tegning sker i aktier a DKK 50.000,00 eller multipla heraf. Tegning kan ske uden fortegningsret for de hidtidige aktionærer og skal ske mod samtidig kontant indbetaling af den/de tegnede aktier.

3.3 De nye aktier tegnet på grundlag af bestemmelserne i punkt 3.2. skal lyde på navn og være noteret i selskabets aktiebog. Der skal ikke gælde indskrænkninger i de nye aktiers omsættelighed og ingen aktionær skal være forpligtet til at lade sine aktier indløse helt eller delvist. Aktierne bærer ret til udbytte fra det tidspunkt at regne, der fastsættes af bestyrelsen, dog senest fra det regnskabsår, der følger efter kapitalforhøjelsen.

3.4 Der oprettes en aktiebog med fortegnelse over aktionærer, hvilken aktiebog føres af Core Property Management A/S, Skoubogade 1, 2., 1158 København K. Aktierne kan registreres i Værdipapircentralen.

3.5 Ingen aktier skal have særlige rettigheder.

3.6 Selskabets aktier er frit omsættelige omsætningspapirer og ingen aktionær er forpligtet til at lade sine aktier indløse, hverken helt eller delvist.

3.7 I tilfælde af pantsætning af aktier er selskabet forpligtet til at notere pantsætningen i aktionærfortegnelsen.

4 Generalforsamling

4.1 Indkaldelse til generalforsamlinger foretages af bestyrelsen ved almindeligt brev til hver enkelt aktionær samt til revisor med mindst 14 dages og højst fire ugers varsel og med angivelse af dagsorden. Såfremt dagsorden omfatter forslag om ændringer af vedtægterne skal indkaldelsen opfylde Aktieselskabslovens § 73.

4.2 Senest 8 dage før generalforsamlingen skal dagsorden og de fuldstændige forslag samt for den ordinære generalforsamlings vedkommende tillige revideret årsrapport fremlægges til eftersyn for aktionærerne på selskabets kontor og samtidig tilstilles enhver noteret aktionær, som har fremsat anmodning herom.

4.3 Ordinær generalforsamling afholdes i selskabets hjemstedskommune i så god tid, at den reviderede og godkendte årsrapport kan indsendes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, så den er modtaget i styrelsen inden 5 måneder efter regnskabsårets udløb.

4.4 Dagsorden for den ordinære generalforsamling skal omfatte:

1. Valg af dirigent.
2. Fremlæggelse af årsrapport til godkendelse, herunder anvendelse af overskud eller dækning af tab.
3. Valg af medlemmer til bestyrelsen.
4. Eventuelt valg af revisor.
5. Eventuelt.

4.5 Forslag fra aktionærerne til behandling på den ordinære generalforsamling må være indgivet til selskabet senest 2 måneder efter regnskabsårets udløb.

4.6 På generalforsamlingen giver hvert aktiebeløb på DKK 50.000,00 én stemme.

4.7 Stemmeret kan udøves i henhold til skriftlig fuldmagt.

4.8 Alle beslutninger på generalforsamlingen vedtages med simpel stemmeflerhed. I tilfælde af stemmelighed bortfalder forslaget. Til vedtagelse af beslutninger om ændringer af vedtægterne eller selskabets opløsning kræves dog tiltrædelse af mindst 2/3 af såvel de afgivne stemmer, som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital.

5 Ledelse

5.1 Selskabet ledes af en af generalforsamlingen valgt bestyrelse på 3-5 medlemmer.

5.2 Bestyrelsen vælges for 1 år ad gangen, men kan genvælges.

5.3 I tilfælde af stemmelighed er formandens stemme afgørende.

5.4 Til ledelse af den daglige virksomhed ansættes en direktion bestående af 1-3 medlemmer.

6 Tegning

6.1 Selskabet tegnes af et medlem af direktionen sammen med et medlem af bestyrelsen, eller den samlede bestyrelse.

7 Regnskabsforhold

7.1 Selskabets regnskaber revideres af en af generalforsamlingen på ubestemt tid valgt statsautoriseret revisor.

7.2 Selskabets regnskabsår løber fra 1. januar til 31. december. Første regnskabsår løber fra stiftelsen til 31. december 2008.

7.3 Regnskabet opgøres overensstemmende med god regnskabsskik og under foretagelse af påbudte og nødvendige afskrivninger og henlæggelser. Om anvendelse af evt. overskud træffer generalforsamlingen bestemmelse efter bestyrelsens indstilling.

---ooOoo---

Aalborg, den 19. oktober 2007

.....

Morten Jensen
advokat

16.4 Vedtægter for Core German Residential II Hamburg ApS & Co. KG

Gesellschaftsvertrag (Satzung)

Core German Residential II Hamburg ApS & Co. KG

§ 1 Firma und Sitz

(1) Die Gesellschaft führt die Firma

Core German Residential II Hamburg ApS & Co. KG.

(2) Sitz der Gesellschaft ist Hamburg.

§ 2 **Gesellschaftszweck**

Die Gesellschaft erwirbt, veräußert und verwaltet Immobilien und sonstiges Vermögen. Die Gesellschaft ist zur Vornahme von allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die zur Erreichung des Gesellschaftszweckes notwendig und zweckmäßig erscheinen.

§ 3 Gesellschafter, Kapitalanteile, Einlagen, Haftungssummen

Persönlich haftende Gesellschafterin ist die Firma Komplementarselskabet Core German Residential II ApS, CVR-Nr. 30921011 (eine dänische Gesellschaft mit beschränkter Haftung). Sie leistet keine Einlage und ist am Vermögen sowie am Gewinn und Verlust der Gesellschaft nicht beteiligt.

Kommanditist der Gesellschaft ist die Core German Residential II Kommanditaktieselskab, CVR-Nr. 31051517 mit einer Kommanditeinlage von derzeit 500 €(in Worten: fünfhundert EURO). Sie wird als Haftsumme im Handelsregister eingetragen. Eine Erhöhung der Kommanditeinlage bewirkt nicht automatisch die Erhöhung der Hafteinlage, es sei denn die Gesellschafter haben etwas anderes beschlossen.

(3) Die Gesellschafter unterliegen keinem Wettbewerbsverbot.

§ 4 Vertretung und Geschäftsführung

(1) Die Geschäftsführung und Vertretung obliegt der persönlich haftenden Gesellschafterin, die durch ihre satzungsgemäß bestellten Organe handelt. Die Komplementärin und ihre Geschäftsführer sind von den Beschränkungen des § 181 BGB befreit.

(2) Macht der Kommanditist von seinem Widerspruchsrecht nach § 164 HGB Gebrauch, so entscheiden auf Antrag der Komplementärin die Gesellschafter durch Beschluss über die vorzunehmende Handlung.

KG Hamburg

§ 5 Gesellschafterbeschlüsse

(1) Die von den Gesellschafter in den Angelegenheiten der Gesellschaft zu treffenden Bestimmungen erfolgen durch Beschlussfassung. Mündliche und telefonische und elektronische Beschlussfassung, insbesondere per Email, ist mit Zustimmung aller Gesellschafter zulässig. Jeder Gesellschafter kann sich bei der Beschlussfassung vertreten lassen.

(2) Beschlüsse werden, soweit gesetzlich oder vertraglich keine andere Mehrheit gefordert wird, mit einfacher Mehrheit der abgegebenen Stimmen gefasst.

(3) Jede 100 € eines Kapitalanteils gewähren eine Stimme.

§ 6 Vergütung der Komplementärin

(1) Solange die Komplementärin für die Gesellschaft tätig ist, werden ihr von dieser die aus der Geschäftsführung entstandenen Ausgaben und Aufwendungen erstattet.

(2) Die Komplementärin erhält außerdem vorab zur Abgeltung ihres Haftungsrisikos jährlich einen Pauschalbetrag von ( ) €.

(3) Der Ausgaben- und Aufwendungsersatzanspruch nach Abs. 1 und die Vorabvergütung nach Abs. 2 sind als Aufwand zu behandeln.

§ 7 Geschäftsjahr

Geschäftsjahr ist das Kalenderjahr. Das erste Geschäftsjahr endet mit Ablauf des Jahres, in dem die Gesellschaft entstanden ist.

§ 8 Jahresabschluss

Die Komplementärin stellt den Jahresabschluss mit Gewinn- und Verlustrechnung entsprechend den gesetzlichen Vorschriften innerhalb von sechs Monaten nach Schluss des vorangegangenen Geschäftsjahres unter Beachtung der handels- und steuerrechtlichen Regeln auf und legt ihn den Gesellschaftern vor. Sondervergütungen nach § 15 Abs. 1 Ziff. 2 EStG, insbesondere die Vergütung der Komplementärin, sind als Aufwand zu behandeln (§ 6 Abs. 3). Die Gesellschafter beschließen über die Feststellung des Jahresabschlusses nach den Bestimmungen zu § 5.

§ 9 Ergebnisverteilung

(1) Am Vermögen, am Gewinn und Verlust nehmen die Gesellschafter im Verhältnis ihrer Kapitalanteile teil. Die gesetzlichen Vorschriften über die

Haftungsbeschränkung des Kommanditisten bleibt unberührt. Für die Komplementärin gilt § 3 Abs. 1 S. 2.

(3) Solange ein Verlustvortrag besteht, ist er durch spätere Gewinne auszugleichen.

§ 10 Entnahme

(1) Entnahmen sind grundsätzlich aufgrund eines mit einfacher Mehrheit zu fassenden Gesellschafterbeschlusses zulässig.

(2) Dies gilt nicht, soweit die Summe aller für einen Kommanditisten eingerichteten Kapitalkonten (z.B. Festkapital-, Darlehens-, Verlustvortrags-, Privat- und anteiliges Rücklagenkonto) negativ ist oder durch die Entnahme negativ wird. Die Bestimmungen des §§ 172 f. HGB sind zu beachten.

§ 11 Dauer der Gesellschaft

Die Gesellschaft wird auf unbestimmte Zeit errichtet.

$12 Verfügungen und Ausscheiden eines Gesellschafters

(1) Jeder Gesellschafter kann ohne Zustimmung der übrigen Gesellschafter über seinen Gesellschaftsanteil sowie über einzelne Rechte und Ansprüche aus dem Gesellschaftsverhältnis verfügen, insbesondere seine Anteile veräußern, abtreten, verpfänden etc. Der verfügende Gesellschafter zeigt der Gesellschaft die Verfügung an.

(2) Ein Gesellschafter scheidet u. a. aus der Gesellschaft mit dem Eintritt der folgenden Ereignisse aus, ohne dass es eines Beschlusses der anderen Gesellschafter bedarf:

a) mit dem Ablauf der Kündigungsfrist;

b) mit der Eröffnung des Insolvenzverfahrens über sein Vermögen oder mit der Ablehnung der Eröffnung des Insolvenzverfahrens mangels Masse;

c) mit der Einzelzwangsvollstreckung in seine Gesellschaftsanteile oder eines seiner sonstigen Gesellschaftsrechte oder seiner Ansprüche gegen die Gesellschaft, und zwar mit dem Ablauf einer Frist von drei Monaten ab Zustellung des Pfändungs- und Überweisungsbeschlusses, falls die Zwangsvollstrekkungsmaßnahme nicht zu diesem Zeitpunkt aufgehoben worden ist.

§ 13 Liquidation

(1) Im Falle der Auflösung der Gesellschaft ist die Komplementärin

Liquidatorin, falls die Gesellschafter im Auflösungsbeschluss nicht etwas anderes bestimmen.

(2) Ein Liquidationsüberschuss steht den Kommanditisten entsprechend der Beteiligung zu.

§ 14 Schlussbestimmungen

(1) Sollte eine Bestimmung diese Vertrages unwirksam sein oder werden, so wird die Gültigkeit des Vertrages im Übrigen hierdurch nicht berührt. Vielmehr gilt in diesen Fällen eine solche Bestimmung als vereinbart, durch die der mit der unwirksamen Bestimmung beabsichtigte wirtschaftliche Zweck rechtswirksam weitestgehend erreicht wird. Entsprechendes gilt, wenn bei Durchführung dieses Vertrages eine regelungsbedürftige Lücke offenbar wird.

§ 15 Kosten

Die Kosten der Gründung trägt die Gesellschaft.

Hamburg, den 25.10.'07 Hamburg, den 25.10.'07

17. Aktionæroverenskomst

(udkast til aktionæroverenskomst)

AKTIONÆROVERENSKOMST

Mellem:

Core German Residential II nr. 1 A/S
c/o Core Property Management A/S, Skoubogade 1, 2.
1158 København K
CVR 29 78 40 27

og

Ejendomsselskabet Nordtyskland II nr. 2A/S
c/o Core Property Management A/S, Skoubogade 1, 2.
1158 København K
CVR 29 78 40 51

og

Ejendomsselskabet Nordtyskland II nr. 3 A/S
c/o Core Property Management A/S, Skoubogade 1, 2.
1158 København K
CVR 29 78 41 08

og

Ejendomsselskabet Nordtyskland II nr. 4 A/S
c/o Core Property Management A/S, Skoubogade 1, 2.
1158 København K
CVR 29 92 80 61

Og

Ejendomsselskabet Nordtyskland II nr. 5 A/S
c/o CPM A/S, Skoubogade 1, 2.
1158 København K
CVR 30 07 41 22

og

Ejendomsselskabet Nordtyskland II nr. 6 A/S
c/o Core Property Management A/S, Skoubogade 1, 2.
1158 København K
CVR 30 07 42 38

og

Ejendomsselskabet Nordtyskland II nr. 7 A/S
c/o Core Property Management A/S, Skoubogade 1, 2.
1158 København K
CVR 30 07 42 70

og

Pensionskasse A
Adresse
Adresse
CVR XXX

og

Pensionskasse B
Adresse
Adresse
CVR XXX

og

Pensionskasse C
Adresse
Adresse
CVR XXX

(samlet kaldet "Aktionærer")

1 Aftales baggrund

1.1 Nærværende aftale er indgået i forbindelse med aktionærernes investering i Core German Residential II Kommanditaktieselskab (CVR 31 05 15 17) ("Ejendomsselskabet").

2 Størrelse af bestyrelsen

2.1 Bestyrelsen i Ejendomsselskabet skal være på mellem 3 og 14 personer.

3 Valg af bestyrelsesmedlemmer

3.1 Ejendomsselskabets bestyrelse vælges af Aktionærerne i forhold til Aktionærernes ejerandele i Ejendomsselskabet. Aktionærerne er således enige om, at udgangspunktet i

Ejendomsselskabets vedtæger pkt. 6.9 ikke finder anvendelse for så vidt angår valg af bestyrelse. Enhver Aktionær har ret til sammen med en eller flere øvrige Aktionærer at stemme sammen ved valg af bestyrelsesmedlem, således at disse Aktionærers forholdsmæssige ejerandel sammenlægges ved valg af bestyrelsesmedlemmer.

3.2 Ifølge pkt. 3.1 har en Aktionær, der eksempelvis ejer kr. 175.000.000 af den nominelle aktiekapital på kr. 1.750.000.000 ret til at vælge et bestyrelsesmedlem. Hvis to eller flere aktionærer samlet ejer kr. 175.000.000 har disse Aktionærer ret til at vælge et bestyrelsesmedlem. Denne bestemmelse 3.2 er alene et eksempel, der tjener til illustration af det forholdmæssige valg af bestyrelsesmedlememer. Den forholdsmæssige ret til at udpege bestyrelsesmedlemmer skal fortsat være gældende, hvis Ejendomsselskabets kapital ændres.

København, den ___ . _____ 2007

Ejendomsselskabet Nordtyskland II nr. 1 A/S:

Niels Lorentz Nielsen	John Bødker

Ejendomsselskabet Nordtyskland II nr. 2 A/S:

Niels Lorentz Nielsen	John Bødker

Ejendomsselskabet Nordtyskland II nr. 3 A/S:

Niels Lorentz Nielsen	John Bødker

Ejendomsselskabet Nordtyskland II nr. 4 A/S:

Niels Lorentz Nielsen	John Bødker

Ejendomsselskabet Nordtyskland II nr. 5 A/S:

Niels Lorentz Nielsen	John Bødker

Ejendomsselskabet Nordtyskland II nr. 6 A/S:

Niels Lorentz Nielsen	John Bødker

Ejendomsselskabet Nordtyskland II nr. 7 A/S:

Niels Lorentz Nielsen	John Bødker

A Pensionskasse:

Xxx	Xxx

B Pensionskasse:

Xxx	Xxx

C Pensionskasse:

Xxx	Xxx

18. Administrationsaftaler

Der er nedenfor vedlagt administrationsaftaler mellem selskaberne i Core German Residential II og Core Property Management A/S.

- 18.1 Core German Residential II Kommanditaktieselskab med alle datterselskaber samt Komplementarselskabet Core German Residential II Aps
- 18.2 Core German Residential II nr. 1 A/S (administrationsaftaler for aktieselskaberne nr. 2 -7 er identiske med den viste aftale for aktieselskab nr. 1)

18.1 Administrationsaftale for Core German Residential II Kommanditaktieselskab

(med alle datterselskaber samt Komplementarselskabet Core German Residential II Aps)

Core Property
Management

15.11.2007

ADMINISTRATIONSAFTALE

Mellem:

Core German Residential II Kommanditaktieselskab
(inkl. alle datterselskaber)
c/o Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 2.
1158 København K
CVR 31 05 15 17

(herefter benævnt "Ejendomsselskabet")

samt

Komplementarselskabet Core German Residential II Aps
c/o Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 2.
1158 København K
CVR 30 92 10 11

(herefter benævnt "Komplementaren")

og

Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 2.
1158 København K
CVR 28 66 60 55

(herefter benævnt "Administrator")

Core Property
Management

1 **Administrators opgaver/forpligtelser**

1.1 Administrator påtager sig at etablere, erhverve, udvikle og administrere en portefølje af overvejende boligudlejningsejendomme beliggende i Tyskland, herunder at udvælge og kontrollere eksterne samarbejdspartnere. Hertil at foretage salg af ejendommene, når dette bliver aktuelt.

1.2 Administrator ejer samtlige anparter i Komplementaren og er forpligtet og berettiget til at stille ledelse til rådighed for både Komplementaren og Ejendomsselskabet i form af en direktion på to personer.

1.3 Administrator forventes helt eller delvist at udlicitere en række opgaver jf. nedenstående punkt 6 til eksterne samarbejdspartnere.

2 **Administrators honorar**

2.1 Som honorar for de udførte ydelser vil Administrator kunne opkræve:

2.1.1 Et årligt fee beregnet som 0,5% p.a. incl. dansk og tysk moms af Ejendomsselskabets gennemsnitlige balance beregnet på kvartalsdata. Beregningen sker på kalenderkvartalsbasis og fee beregnet for et kvartal forfalder til betaling senest 30 dage efter kvartalets udløb.

2.1.1.1 Det årlige fee dækker betaling til rådgivende banker for arbejde med at rådgive og forhandle med investorer med henblik på at sikre deres placering af kapital i Core German Residential II nr. 1 -7 A/S m.fl., og Core German Residential II Kommanditaktieselskab, betaling til Administrator for administration af kommanditaktieselskabet og dets ejendomme, samt betaling til Administrator for overvågning af Ejendomsselskabets låneportefølje.

2.1.1.2 Det årlige fee er fordelt med 0,20% p.a., som er honorar i forbindelse med fastholdelse af investorer, 0,10% p.a., som er honorar for administration af ejendommene i Ejendomsselskabet, 0,10% p.a., som er honorar for at sikre optimal lånestruktur på ejendommene i Ejendomsselskabet, samt 0,10% p.a., som er honorar for arbejde med generel administration af selskabet, herunder administration af dets låneportefølje.

2.1.2 Engangsfee – køb af ejendomme

2.1.2.1 Et engangsfee på 1,25% incl. dansk og tysk moms beregnet af ejendommenes anskaffelsesværdi inkl. alle erhvervelsesomkostninger. I beregningsgrundlaget kan dog maksimalt indgå erhvervelsesomkostninger på 8,25% (notar, advokat, mæglerhonorar, ejendomsomsætningsskat samt mindre fees og gebyrer). Beløbet forfalder til betaling ved notarens registrering af Ejendomsselskabets erhvervelse af den enkelte ejendom.

2.1.2.2 Engangsfee'et er betaling for Administrators arbejde med kapitalfremskaffelse, udvikling af investeringskoncept, prospektudarbejdelse, udsøgning af ejendomme i Tyskland, samt arbejde udført i forbindelse med Ejendomsselskabets optagelse af lån til finansiering af ejendomserhvervelserne.

2.1.2.3 Engangsfee'et er fordelt med 0,5%, som er honorar for arbejde i forbindelse med kapitalfremskaffelse i Ejendomsselskabet, 0,25%, som er honorar for udsøgning af ejendomme i Tyskland, samt 0,5%, som er honorar for arbejde i forbindelse med optagelse af lån til finansiering af Ejendomsselskabets ejendomserhvervelser.

2.1.3 Engangsfee – salg af ejendomme

2.1.3.1 Ved salg af ejendomme kan opkræves et engangsfee på 0,5% incl. dansk og tysk moms af ejendommens salgspris ekskl. salgsomkostninger, som forfalder til betaling ved notarens registrering af handlen. Sker salg i form af selskabsssalg betales ligeledes 0,5% af det pågældende selskabs ejendomsbalance beregnet som summen af salgsprisen for selskabte og selskabets gæld der overdrages samt tillælagt eventuel udskudt skat.

2.2 Administrator afholder alle udgifter til aflønning af to medlemmer af Ejendomsselskabets og Komplementarens direktion, jfr. punkt 1.2.

2.3 Endvidere afholder Administrator alle udgifter til drift af Komplementaren.

3 <u>Udgifter vedrørende udliciterede opgaver</u>

3.1 Udgifter til de opgaver, som udliciteres til samarbejdspartnere, er ikke dækket af ovenstående honoraraftale og betales af Ejendomsselskabet direkte. Det drejer sig om følgende opgaver:

3.1.1 Lokal tysk administration af ejendomme og bogføring heraf

3.1.2 Lokal tysk og dansk advokatbistand

3.1.3 Revision, bogføring og udarbejdelse af årsrapporter og selvangivelser

3.2 De opgaver som udføres af Administrator i henhold til punkt 4 og 5 kan ikke udliciteres til eksterne samarbejdspartnere. Dermed kan administrator ikke flytte arbejdsopgaver til eksterne samarbejdspartnere for dermed at lade udgifter hertil blive afholdt direkte af Ejendomsselskabet. Dog vil Ejendomsselskabet refundere Administrators dokumenterede omkostninger til hotel, rejser, bespisning og andre rejseomkostninger afholdt i forbindelse med udførelse af Administrators erhverv i henhold til punkt 4 og 5. Dette gælder dog ikke for udgifter afholdt forud for tegningsperioden start 14. januar 2008.

3.3 Ejendomsselskabet afholder alle omkostninger i forbindelse med køb og salg af ejendomme, herunder udgifter til besigtigelse, medmindre dette er direkte dækket af Administrators ydelser i henhold til nærværende aftale, due diligence - både juridisk og teknisk forhold - samt andre direkte forbundne omkostninger som stempel notar, omsætningsafgift, etc.

3.4 Aflønning af de medlemmer af Bestyrelsen, som ikke er stillet til rådighed af Administrator, betales af Ejendomsselskabet.

4 <u>Administrators opgaver (I)</u>

4.1 Følgende opgaver udføres af Administrator:

4.1.1 Køb og salg af ejendomme, herunder især udvælgelse af nye ejendomme til selskabets portefølje.

4.1.2 Overvågning af ejendomsmarkedet i Tyskland og løbende kontakt til lokale ejendomsmæglere.

4.1.3 Udarbejdelse af investeringskalkuler for potentielle investeringer.

4.1.4 Forhandling af købsvilkår og (evt. salgsvilkår) for ejendomme.

4.1.5 Efterfølgende udvikling af indkøbte ejendomme.

4.1.6 Instruktion af eksterne rådgivere, herunder revisorer, advokater, arkitekter, ingeniører og ejendomsadministratorer om ejendommenes økonomiske, juridiske og tekniske forhold.

4.1.7 Forhandling af finansiering af indkøbte ejendomme.

4.1.8 Tilrettelæggelse og udførelse af passende risikostyring af selskabets valuta- og renterisiko.

4.1.9 Betaling af afdrag og renter på selskabets fremmedkapital.

4.2 Indkøb af ejendomme til og forvaltning af ejendomsporteføljen, samt håndtering af finansiering og finansielle risici skal af Administrator ske i henhold til prospekt for Ejendomsselskabet med efterfølgende ændringer besluttet på Ejendomsselskabets generalforsamling.

5 <u>Administrators opgaver (II)</u>

5.1 Følgende opgaver af løbende administrativ karakter udføres af Administrator:

5.1.1 Udarbejdelse af budgetprognose og regnskabsberetning for Ejendomsselskabet.

5.1.2 Kontrollere at lejerne betaler husleje, at udgifter på ejendommene afholdes, og at de lokale administratorer og andre samarbejdspartnere udfører deres arbejde tilfredsstillende.

5.1.3 Påse at nyudlejning af lejemål i Ejendomsselskabets ejendomsportefølje sker efter optimering af lejemålets udlejningspotentiale, herunder evt. efter renovering af lejemålet.

5.1.4 Vurdere ejendomsmassen med henblik på større renoveringer og udviklingsprojekter, samt at styre sådanne projekter.

5.1.5 Information af investorer i Ejendomsselskabet om Selskabets aktiviteter og udvikling. Information sker via udsendelse af nyhedsbreve, webside samt mindst et årligt møde med Ejendomsselskabets investorer.

5.1.6 Indkaldelse og afholdelse af generalforsamling.

5.1.7 Forhandling af udgifter til alle eksterne samarbejdspartnere.

5.1.8 Sikring af at ejendommene er passende forsikret

5.1.9 Tager stilling til afholdelse af alle større udgifter til vedligeholdelse på ejendomme, dvs. udgifter over 5.000 EUR.

5.1.10 Betaling af udgifter og indtægter, som ikke er omfattet af de lokale tyske administratorers virke, herunder opsamling af nødvendige bilag til dansk revisor til bogføring.

6 Administrators opgaver (III)

6.1 Administrator udvælger følgende samarbejdspartnere, som helt eller delvist udfører følgende opgaver:

6.1.1 Lokale ejendomsadministratorer i Tyskland. Ejendomsadministrator udfører følgende opgaver:

* Opkrævning af betalinger i selskabets navn, herunder deposita, husleje, forudbetalte fællesudgifter og forbrugsudgifter.
* Modtagelse af opsigelser, opgørelse af flytterapporter, afregning af deposita
* Udlejning af lejemål, herunder udarbejdelse af lejekontrakt, opkrævning af deposita.
* Varsling af leje årlig.

* Afregning af fællesudgifter.
* Betaling af alle løbende udgifter på ejendommene, dvs. forsikring, forsyning som vand, varme, el, gas, serviceabonnementer fra særlig anvist konto.
* Ansætter, overvåger og afskediger viceværter og servicemedarbejdere, indgår ansættelseskontrakter i selskabets navn, sørger for afregning af løn skat m.m.
* Igangsætter rykkerprocedure og efterfølgende inkassosager ved manglende betaling ved brug af selskabets tyske advokater.
* Løbende bogføring af indtægter og udgifter på de enkelte ejendomme generelt i henhold til gældende tysk og dansk lovgivning.

6.1.2 Tysk og dansk revisor

* Revision af bogføring hos de tyske administratorer samt udarbejdelse af årsrapporter, bogføring af udgifter og indtægter, som ikke varetages af de tyske administratorer.

6.1.3 Tysk advokatkontor til varetagelse af løbende opgaver så som juridisk due diligence ved køb og salg af ejendomme og lejeretlige forhold.

6.1.4 Dansk advokat.

6.1.5 Arkitekt/ingeniør til gennemgang af byggetekniske forhold.

6.1.6 Opgørelse og afregning af tysk moms.

7 Opsigelse

7.1 Nærværende aftale kan af Ejendomsselskabet og Administrator opsiges med 6 måneders varsel til et kalenderhalvårs udløb, dog kan opsigelse tidligst ske til ophør 31. december 2014. Opsigelse fra Ejendomsselskabets side kan alene ske efter forudgående generalforsamlingsbeslutning, hvor opsigelse er besluttet ved kvalificeret flertal, hvormed menes at forslag om opsigelse er tiltrådt af mindst 75 % af kapitalen i Ejendomsselskabet.

8 Administrators besiddelse af samtlige anparter i Komplementaren

8.1 Administrator er, så længe nærværende administrationsaftale er gældende, forpligtet til at opretholde ejerskab af samtlige anparter i Komplementaren. Ved ophør af Administrationsaftalen skal Administrator straks afhænde den samlede anpartskapital i Komplementaren til en ny administrator udpeget af Ejendomsselskabet til indre værdi. Samtidig vil Ejendomsselskabets ledelse, der er stillet til rådighed af Administrator via Komplementaren, være berettiget og forpligtet til at fratræde.

9 Overdragelse af rettigheder og forpligtelser

9.1 Administrator er berettiget til at overdrage sine rettigheder og forpligtelser til et med Administrator koncernforbundet selskab under forudsætning af, at det selskab hvortil rettigheder og forpligtelser overdrages, besidder de fornødne økonomiske og faglige forudsætninger for at varetage administrationsfunktionen og under forudsætning af at anparterne i Komplementaren overdrages til det selskab, som indtræder i nærværende aftale.

Core Property
Management

København, den 15. november 2007

Core German Residential II Kommanditaktieselskab:

Niels Lorentz Nielsen

John Bødker

Komplementarselskabet Core German Residential II ApS:

Niels Lorentz Nielsen

John Bødker

Core Property Management A/S:

Niels Lorentz Nielsen

John Bødker

18.2 Administrationsaftale for Core German Residential II nr. 1 A/S

(administrationsaftaler for aktieselskaberne nr. 2 -7 er identiske med den viste aftale for aktieselskab nr. 1)

Core Property
Management

ADMINISTRATIONSAFTALE

Mellem:

Core German Residential II nr. 1 A/S
c/o Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 2
1158 København K
CVR 30 92 10 70
(herefter benævnt "Aktieselskabet")

og

Core Property Management A/S
Skoubogade1, 2
1158 København K
CVR 28 66 60 55

(herefter benævnt "Administrator")

er dags dato indgået følgende administrationsaftale:

1. **Administrators opgaver / forpligtelser**
   1.1. Administrator påtager sig at varetage sekretariatsopgaver for Aktieselskabet, samt at være behjælpelig med løbende administration herunder med indkaldelse til generalforsamling og bestyrelsesmøder samt at være behjælpelig med udarbejdelse af regnskab, herunder varetage kontakt til revisor og advokat.

   1.2. Administrator vil endvidere efter aftale med Aktieselskabets bestyrelse føre aktiebog og stå for det praktiske arbejde i forbindelse med kapitalforhøjelser og evt. efterfølgende kapitalreduktioner foranlediget af udnyttelse af exit windows.

   1.3. Administrator stiller direktion til rådighed for Aktieselskabet.

   1.4. Administrator stiller eventuelt bestyrelse til rådighed for Aktieselskabet.

   1.5. Eventuel aflønning af de medlemmer af Bestyrelsen, som ikke er stillet til rådighed af Administrator, betales af Aktieselskabet.

2. **Administrators honorar**

   2.1. Som honorar for de udførte ydelser vil Administrator kunne opkræve et honorar baseret på 1.000 kroner pr. medgået time, baseret på et skønnet faktisk tidsforbrug, herunder vedrørende direktions- og bestyrelsesfunktioner i henhold til punkt 1.3 og 1.4.

Core Property
Management

København den 15. november 2007

Core German Residential II nr. 1 A/S

Niels Lorentz Nielsen

John Fisker Bødker

Core Property Management A/S

Niels Lorentz Nielsen

John Fisker Bødker

19. Prognoser

Der er vist seks prognoser i det følgende.

- 19.1 Prognose for 2008-2018
- 19.2 Følsomhedsprognose for 2008-2018 (Realprisfald)
- 19.3 Følsomhedsprognose for 2008-2018 (Optimistisk)
- 19.4 Følsomhedsprognose for 2008-2018 (Højrente)
- 19.5 Følsomhedsprognose for 2008-2018 (Tomgang)
- 19.6 Følsomhedsprognose for 2008-2018 (Lavafkast)

19.1 Prognose for 2008-2018 (Hovedprognose)

Lejestigning og værdiregulering 2,0% p.a. og rente 4,75% p.a.

Driftsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lejeindtægter efter tomgang	109.000	317.659	324.012	330.492	337.102	343.844	350.721	357.735	364.890	372.188	379.632
LEJEINDTÆGTER I ALT	**109.000**	**317.659**	**324.012**	**330.492**	**337.102**	**343.844**	**350.721**	**357.735**	**364.890**	**372.188**	**379.632**
Tysk administration	-3.924	-11.436	-11.664	-11.897	-12.135	-12.378	-12.626	-12.879	-13.137	-13.400	-13.668
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-453	-1.321	-1.348	-1.375	-1.403	-1.431	-1.460	-1.489	-1.519	-1.549	-1.580
Vedligeholdelse	-5.361	-15.623	-15.936	-16.255	-16.580	-16.912	-17.250	-17.595	-17.947	-18.306	-18.672
Ledelse og udvikling	-15.388	-26.250	-26.198	-26.722	-27.256	-27.801	-28.357	-28.924	-29.503	-30.093	-30.695
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-1.500	-2.000	-2.040	-2.081	-2.123	-2.165	-2.208	-2.252	-2.297	-2.343	-2.390
Revision og regnskab	-2.000	-2.000	-2.040	-2.081	-2.123	-2.165	-2.208	-2.252	-2.297	-2.343	-2.390
DRIFTSUDGIFTER I ALT	**-28.626**	**-58.630**	**-59.226**	**-60.411**	**-61.620**	**-62.852**	**-64.109**	**-65.391**	**-66.700**	**-68.034**	**-69.395**
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	**80.374**	**259.029**	**264.786**	**270.081**	**275.482**	**280.992**	**286.612**	**292.344**	**298.190**	**304.154**	**310.237**
Renter finansiering	-20.000	-166.250	-163.262	-158.998	-157.477	-155.568	-153.402	-150.936	-148.156	-145.044	-141.585
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	**62.902**	**95.307**	**104.052**	**113.611**	**120.533**	**127.952**	**135.738**	**143.936**	**152.562**	**161.638**	**171.180**
Værdiregulering af ejendomme	-103.519	101.719	103.754	105.829	107.945	110.104	112.306	114.552	116.844	119.180	121.564
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OVERSKUD FØR SKAT	**-75.250**	**197.026**	**207.806**	**219.440**	**228.478**	**238.056**	**248.044**	**258.488**	**269.406**	**280.818**	**292.744**
Skat af årets resultat	11.912	-31.189	-32.896	-34.737	-36.168	-37.684	-39.265	-40.919	-42.647	-44.453	-46.341
OVERSKUD EFTER SKAT	**-63.338**	**165.837**	**174.910**	**184.703**	**192.310**	**200.372**	**208.779**	**217.569**	**226.759**	**236.365**	**246.403**
Lån ultimo året	3.500.000	3.437.099	3.347.326	3.315.310	3.275.120	3.229.520	3.177.598	3.119.063	3.053.564	2.980.736	2.900.197

Ordinært overskud i % af KAS-kapital	**3,59%**	**5,45%**	**5,95%**	**6,49%**	**6,89%**	**7,31%**	**7,76%**	**8,22%**	**8,72%**	**9,24%**	**9,78%**
Ovs. incl. værdireg. f. skat i % af KAS-kap.	**-4,30%**	**11,26%**	**11,87%**	**12,54%**	**13,06%**	**13,60%**	**14,17%**	**14,77%**	**15,39%**	**16,05%**	**16,73%**
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	**-3,62%**	**9,48%**	**9,99%**	**10,55%**	**10,99%**	**11,45%**	**11,93%**	**12,43%**	**12,96%**	**13,51%**	**14,08%**

Nedskrivning erhvervelsesomkostninger	25,00%			
Stigningstakt på leje og omkostninger	2,00%		Rente	4,75%
Stigningstakt på ejendomsværdi	2,00%		Udbytte	4,00%
Andel af fuldt 2008 / 2009 år	35,00%	100,00%	Afkast udbytte	4,00%
Afskrivningsprocent anslået	1,52%			

Balanceprognose ultimo (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ejendomme, købspris incl. erhvervelsesomk.	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485
Værdiregulering ejendomme	-103.519	-1.800	101.954	207.783	315.728	425.832	538.138	652.690	769.534	888.714	1.010.278
Ejendomme i alt	**5.085.966**	**5.187.685**	**5.291.439**	**5.397.268**	**5.505.213**	**5.615.317**	**5.727.623**	**5.842.175**	**5.959.019**	**6.078.199**	**6.199.763**
Udskudt skatteaktiv	17.447	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvide beholdninger	62.901	89.772	32.016	40.191	45.599	51.923	58.534	65.500	72.828	80.538	88.644
Aktiver i alt	**5.166.314**	**5.277.457**	**5.323.455**	**5.437.459**	**5.550.812**	**5.667.240**	**5.786.157**	**5.907.675**	**6.031.847**	**6.158.737**	**6.288.407**
Kommanditaktiekapital	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000
Overført resultat med udbytte fradraget	-89.221	76.616	181.526	296.229	418.539	548.911	687.689	835.259	992.018	1.158.382	1.334.785
Egenkapital	**1.660.779**	**1.826.616**	**1.931.526**	**2.046.229**	**2.168.539**	**2.298.911**	**2.437.689**	**2.585.259**	**2.742.018**	**2.908.382**	**3.084.785**
Hensættelse til udskudt skat	0	11.706	41.182	70.986	101.124	131.605	162.434	193.618	225.166	257.083	289.378
Hensættelser	**0**	**11.706**	**41.182**	**70.986**	**101.124**	**131.605**	**162.434**	**193.618**	**225.166**	**257.083**	**289.378**
Realkreditlån	3.500.000	3.437.099	3.347.326	3.315.310	3.275.120	3.229.520	3.177.598	3.119.063	3.053.564	2.980.736	2.900.197
Bankgæld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Selskabsskat	5.535	2.036	3.420	4.934	6.029	7.204	8.436	9.734	11.100	12.536	14.047
Gældsforpligtelser	**3.505.535**	**3.439.135**	**3.350.747**	**3.320.244**	**3.281.149**	**3.236.724**	**3.186.034**	**3.128.797**	**3.064.663**	**2.993.272**	**2.914.244**
Passiver i alt	**5.166.314**	**5.277.457**	**5.323.455**	**5.437.459**	**5.550.812**	**5.667.240**	**5.786.157**	**5.907.675**	**6.031.847**	**6.158.737**	**6.288.407**
Akkumuleret udbytte og 4% afkast heraf		**0**	**70.000**	**142.800**	**218.512**	**297.252**	**379.143**	**464.308**	**552.881**	**644.996**	**740.796**
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.		**1.826.616**	**2.001.526**	**2.189.029**	**2.387.051**	**2.596.163**	**2.816.832**	**3.049.567**	**3.294.898**	**3.553.378**	**3.825.581**

Skatteberegning (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Overskud før afskr. og initiale fin. omk.	62.902	95.307	104.052	113.611	120.533	127.952	135.738	143.936	152.562	161.638	171.180
Initiale fin. omk. periodiseret	-286	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	-27.653	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010
Indkomst til løbende beskatning	**34.963**	**12.862**	**21.607**	**31.166**	**38.088**	**45.507**	**53.293**	**61.491**	**70.117**	**79.193**	**88.735**
Løbende beskatning 15,83%	**-5.535**	**-2.036**	**-3.420**	**-4.934**	**-6.029**	**-7.204**	**-8.436**	**-9.734**	**-11.100**	**-12.536**	**-14.047**
Årlig værdiregulering	-103.519	101.719	103.754	105.829	107.945	110.104	112.306	114.552	116.844	119.180	121.564
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale fin. omk. periodiseret	286	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	27.653	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010
Årets bereg.grundlag udskudt skat	**-110.213**	**184.164**	**186.199**	**188.274**	**190.390**	**192.549**	**194.751**	**196.997**	**199.289**	**201.625**	**204.009**
Årets udskudte skat	**-17.447**	**29.153**	**29.475**	**29.804**	**30.139**	**30.481**	**30.829**	**31.185**	**31.547**	**31.917**	**32.295**
Akkumulerede værdireguleringer	-103.519	-1.800	101.954	207.783	315.728	425.832	538.138	652.690	769.534	888.714	1.010.278
Akkumulerede afskrivninger	27.653	106.663	185.673	264.683	343.693	422.703	501.713	580.723	659.733	738.743	817.753
Akk. initiale finansieringsomkostninger	-34.347	-30.912	-27.477	-24.042	-20.607	-17.172	-13.737	-10.302	-6.867	-3.432	3
Beregningsgrundlag udskudt skat	**-110.213**	**73.951**	**260.150**	**448.424**	**638.814**	**831.363**	**1.026.114**	**1.223.111**	**1.422.400**	**1.624.025**	**1.828.034**
Hensat til udskudt skat	**-17.447**	**11.706**	**41.182**	**70.986**	**101.124**	**131.605**	**162.434**	**193.618**	**225.166**	**257.083**	**289.378**

Likviditetsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lejeindtægter	109.000	317.659	324.012	330.492	337.102	343.844	350.721	357.735	364.890	372.188	379.632
Driftsudgifter	-28.626	-58.630	-59.226	-60.411	-61.620	-62.852	-64.109	-65.391	-66.700	-68.034	-69.395
Renteudgifter	-20.000	-166.250	-163.262	-158.998	-157.477	-155.568	-153.402	-150.936	-148.156	-145.044	-141.585
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528
Løbende skattebetaling	0	-5.535	-2.036	-3.420	-4.934	-6.029	-7.204	-8.436	-9.734	-11.100	-12.536
Kapitalindskud	1.750.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Låneoptagelse	3.500.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Afdrag på lån	0	-62.901	-89.772	-32.016	-40.191	-45.599	-51.923	-58.534	-65.500	-72.828	-80.538
Køb af ejendomme	-5.189.485	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale kapitalfremskaffelsesomkostninger	-25.883	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likviditetsoverskud	**62.901**	**26.871**	**12.244**	**78.175**	**75.409**	**76.323**	**76.612**	**76.965**	**77.328**	**77.711**	**78.105**
Likviditet primo	0	62.901	89.772	32.016	40.191	45.599	51.923	58.534	65.500	72.828	80.538
Udbyttebetaling	0	0	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000
Likviditet ultimo	**62.901**	**89.772**	**32.016**	**40.191**	**45.599**	**51.923**	**58.534**	**65.500**	**72.828**	**80.538**	**88.644**

19.2 Følsomhedsprognose for 2008-2018 (Realprisfald)

Lejestigning og værdiregulering 0,0% p.a. og rente 4,75% p.a.

Driftsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lejeindtægter efter tomgang	109.000	311.430	311.430	311.430	311.430	311.430	311.430	311.430	311.430	311.430	311.430
LEJEINDTÆGTER I ALT	**109.000**	**311.430**	**311.430**	**311.430**	**311.430**	**311.430**	**311.430**	**311.430**	**311.430**	**311.430**	**311.430**
Tysk administration	-3.924	-11.211	-11.211	-11.211	-11.211	-11.211	-11.211	-11.211	-11.211	-11.211	-11.211
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-453	-1.295	-1.295	-1.295	-1.295	-1.295	-1.295	-1.295	-1.295	-1.295	-1.295
Vedligeholdelse	-5.361	-15.317	-15.317	-15.317	-15.317	-15.317	-15.317	-15.317	-15.317	-15.317	-15.317
Ledelse og udvikling	-15.388	-26.250	-25.430	-25.430	-25.430	-25.430	-25.430	-25.430	-25.430	-25.430	-25.430
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-1.500	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
Revision og regnskab	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
DRIFTSUDGIFTER I ALT	**-28.626**	**-58.073**	**-57.253**	**-57.253**	**-57.253**	**-57.253**	**-57.253**	**-57.253**	**-57.253**	**-57.253**	**-57.253**
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	**80.374**	**253.357**	**254.177**	**254.177**	**254.177**	**254.177**	**254.177**	**254.177**	**254.177**	**254.177**	**254.177**
Renter finansiering	-20.000	-166.250	-163.262	-159.267	-154.883	-150.337	-148.939	-147.357	-145.743	-144.064	-142.321
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	**62.902**	**89.635**	**93.443**	**97.438**	**101.822**	**106.368**	**107.766**	**109.348**	**110.962**	**112.641**	**114.384**
Værdiregulering af ejendomme	-103.519	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OVERSKUD FØR SKAT	**-75.250**	**89.635**	**93.443**	**97.438**	**101.822**	**106.368**	**107.766**	**109.348**	**110.962**	**112.641**	**114.384**
Skat af årets resultat	11.912	-14.189	-14.792	-15.424	-16.118	-16.838	-17.059	-17.310	-17.565	-17.831	-18.107
OVERSKUD EFTER SKAT	**-63.338**	**75.446**	**78.651**	**82.014**	**85.704**	**89.530**	**90.707**	**92.038**	**93.397**	**94.810**	**96.277**
Lån ultimo året	3.500.000	3.437.099	3.352.998	3.260.694	3.164.997	3.135.548	3.102.247	3.068.268	3.032.929	2.996.225	2.958.099

Ordinært overskud i % af KAS-kapital	**3,59%**	**5,12%**	**5,34%**	**5,57%**	**5,82%**	**6,08%**	**6,16%**	**6,25%**	**6,34%**	**6,44%**	**6,54%**
Ovs. incl. værdireg. f. skat i % af KAS-kap.	**-4,30%**	**5,12%**	**5,34%**	**5,57%**	**5,82%**	**6,08%**	**6,16%**	**6,25%**	**6,34%**	**6,44%**	**6,54%**
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	**-3,62%**	**4,31%**	**4,49%**	**4,69%**	**4,90%**	**5,12%**	**5,18%**	**5,26%**	**5,34%**	**5,42%**	**5,50%**

Nedskrivning erhvervelsesomkostninger	25,00%			
Stigningstakt på leje og omkostninger	0,00%		Rente	4,75%
Stigningstakt på ejendomsværdi	0,00%		Udbytte	4,00%
Andel af fuldt 2008 / 2009 år	35,00%	100,00%	Afkast udbytte	4,00%
Afskrivningsprocent anslået	1,52%			

Balanceprognose ultimo (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ejendomme, købspris incl. erhvervelsesomk.	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485
Værdiregulering ejendomme	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519
Ejendomme i alt	**5.085.966**	**5.085.966**	**5.085.966**	**5.085.966**	**5.085.966**	**5.085.966**	**5.085.966**	**5.085.966**	**5.085.966**	**5.085.966**	**5.085.966**
Udskudt skatteaktiv	17.447	4.396	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvide beholdninger	62.901	84.100	92.305	95.697	29.449	33.301	33.979	35.340	36.703	38.127	39.604
Aktiver i alt	**5.166.314**	**5.174.462**	**5.178.271**	**5.181.663**	**5.115.415**	**5.119.267**	**5.119.945**	**5.121.306**	**5.122.669**	**5.124.093**	**5.125.570**
Kommanditaktiekapital	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000
Overført resultat med udbytte fradraget	-89.221	-13.775	64.876	146.890	162.593	182.123	202.830	224.868	248.265	273.075	299.352
Egenkapital	**1.660.779**	**1.736.225**	**1.814.876**	**1.896.890**	**1.912.593**	**1.932.123**	**1.952.830**	**1.974.868**	**1.998.265**	**2.023.075**	**2.049.352**
Hensættelse til udskudt skat	0	0	8.655	21.706	34.757	47.808	60.860	73.911	86.962	100.013	113.064
Hensættelser	**0**	**0**	**8.655**	**21.706**	**34.757**	**47.808**	**60.860**	**73.911**	**86.962**	**100.013**	**113.064**
Realkreditlån	3.500.000	3.437.099	3.352.998	3.260.694	3.164.997	3.135.548	3.102.247	3.068.268	3.032.929	2.996.225	2.958.099
Bankgæld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Selskabsskat	5.535	1.138	1.741	2.373	3.067	3.787	4.008	4.259	4.514	4.780	5.056
Gældsforpligtelser	**3.505.535**	**3.438.237**	**3.354.739**	**3.263.067**	**3.168.064**	**3.139.335**	**3.106.256**	**3.072.527**	**3.037.443**	**3.001.005**	**2.963.155**
Passiver i alt	**5.166.314**	**5.174.462**	**5.178.271**	**5.181.663**	**5.115.415**	**5.119.267**	**5.119.945**	**5.121.306**	**5.122.669**	**5.124.093**	**5.125.570**
Akkumuleret udbytte og 4% afkast heraf		**0**	**0**	**0**	**70.000**	**142.800**	**218.512**	**297.252**	**379.143**	**464.308**	**552.881**
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.		**1.736.225**	**1.814.876**	**1.896.890**	**1.982.593**	**2.074.923**	**2.171.342**	**2.272.121**	**2.377.407**	**2.487.383**	**2.602.232**

Skatteberegning (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Overskud før afskr. og initiale fin. omk.	62.902	89.635	93.443	97.438	101.822	106.368	107.766	109.348	110.962	112.641	114.384
Initiale fin. omk. periodiseret	-286	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	-27.653	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010
Indkomst til løbende beskatning	**34.963**	**7.190**	**10.998**	**14.993**	**19.377**	**23.923**	**25.321**	**26.903**	**28.517**	**30.196**	**31.939**
Løbende beskatning 15,83%	**-5.535**	**-1.138**	**-1.741**	**-2.373**	**-3.067**	**-3.787**	**-4.008**	**-4.259**	**-4.514**	**-4.780**	**-5.056**
Årlig værdiregulering	-103.519	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale fin. omk. periodiseret	286	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	27.653	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010
Årets bereg.grundlag udskudt skat	**-110.213**	**82.445**	**82.445**	**82.445**	**82.445**	**82.445**	**82.445**	**82.445**	**82.445**	**82.445**	**82.445**
Årets udskudte skat	**-17.447**	**13.051**	**13.051**	**13.051**	**13.051**	**13.051**	**13.051**	**13.051**	**13.051**	**13.051**	**13.051**
Akkumulerede værdireguleringer	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519	-103.519
Akkumulerede afskrivninger	27.653	106.663	185.673	264.683	343.693	422.703	501.713	580.723	659.733	738.743	817.753
Akk. initiale finansieringsomkostninger	-34.347	-30.912	-27.477	-24.042	-20.607	-17.172	-13.737	-10.302	-6.867	-3.432	3
Beregningsgrundlag udskudt skat	**-110.213**	**-27.768**	**54.677**	**137.122**	**219.567**	**302.012**	**384.457**	**466.902**	**549.347**	**631.792**	**714.237**
Hensat til udskudt skat	**-17.447**	**-4.396**	**8.655**	**21.706**	**34.757**	**47.808**	**60.860**	**73.911**	**86.962**	**100.013**	**113.064**

Likviditetsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lejeindtægter	109.000	311.430	311.430	311.430	311.430	311.430	311.430	311.430	311.430	311.430	311.430
Driftsudgifter	-28.626	-58.073	-57.253	-57.253	-57.253	-57.253	-57.253	-57.253	-57.253	-57.253	-57.253
Renteudgifter	-20.000	-166.250	-163.262	-159.267	-154.883	-150.337	-148.939	-147.357	-145.743	-144.064	-142.321
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528
Løbende skattebetaling	0	-5.535	-1.138	-1.741	-2.373	-3.067	-3.787	-4.008	-4.259	-4.514	-4.780
Kapitalindskud	1.750.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Låneoptagelse	3.500.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Afdrag på lån	0	-62.901	-84.100	-92.305	-95.697	-29.449	-33.301	-33.979	-35.340	-36.703	-38.127
Køb af ejendomme	-5.189.485	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale kapitalfremskaffelsesomkostninger	-25.883	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likviditetsoverskud	**62.901**	**21.199**	**8.204**	**3.392**	**3.752**	**73.852**	**70.678**	**71.361**	**71.364**	**71.424**	**71.477**
Likviditet primo	0	62.901	84.100	92.305	95.697	29.449	33.301	33.979	35.340	36.703	38.127
Udbyttebetaling	0	0	0	0	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000
Likviditet ultimo	**62.901**	**84.100**	**92.305**	**95.697**	**29.449**	**33.301**	**33.979**	**35.340**	**36.703**	**38.127**	**39.604**

19.3 Følsomhedsprognose for 2008-2018 (Optimistisk)

Lejestigning 2,0% p.a., værdiregulering 4,0% og rente 4,75% p.a.

Driftsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lejeindtægter efter tomgang	109.000	317.659	324.012	330.492	337.102	343.844	350.721	357.735	364.890	372.188	379.632
LEJEINDTÆGTER I ALT	**109.000**	**317.659**	**324.012**	**330.492**	**337.102**	**343.844**	**350.721**	**357.735**	**364.890**	**372.188**	**379.632**
Tysk administration	-3.924	-11.436	-11.664	-11.897	-12.135	-12.378	-12.626	-12.879	-13.137	-13.400	-13.668
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-453	-1.321	-1.348	-1.375	-1.403	-1.431	-1.460	-1.489	-1.519	-1.549	-1.580
Vedligeholdelse	-5.361	-15.623	-15.936	-16.255	-16.580	-16.912	-17.250	-17.595	-17.947	-18.306	-18.672
Ledelse og udvikling	-15.388	-26.250	-26.976	-28.055	-29.177	-30.344	-31.558	-32.820	-34.133	-35.499	-36.918
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-1.500	-2.000	-2.040	-2.081	-2.123	-2.165	-2.208	-2.252	-2.297	-2.343	-2.390
Revision og regnskab	-2.000	-2.000	-2.040	-2.081	-2.123	-2.165	-2.208	-2.252	-2.297	-2.343	-2.390
DRIFTSUDGIFTER I ALT	**-28.626**	**-58.630**	**-60.004**	**-61.744**	**-63.541**	**-65.395**	**-67.310**	**-69.287**	**-71.330**	**-73.440**	**-75.618**
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	**80.374**	**259.029**	**264.008**	**268.748**	**273.561**	**278.449**	**283.411**	**288.448**	**293.560**	**298.748**	**304.014**
Renter finansiering	-20.000	-166.250	-163.262	-158.998	-157.514	-155.663	-153.580	-151.224	-148.584	-145.646	-142.396
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	**62.902**	**95.307**	**103.274**	**112.278**	**118.575**	**125.314**	**132.359**	**139.752**	**147.504**	**155.630**	**164.146**
Værdiregulering af ejendomme	-103.519	203.439	211.576	220.039	228.841	237.994	247.514	257.415	267.711	278.420	289.557
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OVERSKUD FØR SKAT	**-75.250**	**298.746**	**314.850**	**332.317**	**347.416**	**363.308**	**379.873**	**397.167**	**415.215**	**434.050**	**453.703**
Skat af årets resultat	11.912	-47.291	-49.841	-52.606	-54.996	-57.512	-60.134	-62.872	-65.729	-68.710	-71.821
OVERSKUD EFTER SKAT	**-63.338**	**251.455**	**265.009**	**279.711**	**292.420**	**305.796**	**319.739**	**334.295**	**349.486**	**365.340**	**381.882**
Lån ultimo året	3.500.000	3.437.099	3.347.326	3.316.088	3.277.108	3.233.255	3.183.661	3.128.088	3.066.237	2.997.805	2.922.474

Ordinært overskud i % af KAS-kapital	**3,59%**	**5,45%**	**5,90%**	**6,42%**	**6,78%**	**7,16%**	**7,56%**	**7,99%**	**8,43%**	**8,89%**	**9,38%**
Ovs. incl. værdireg. f. skat i % af KAS-kap.	**-4,30%**	**17,07%**	**17,99%**	**18,99%**	**19,85%**	**20,76%**	**21,71%**	**22,70%**	**23,73%**	**24,80%**	**25,93%**
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	**-3,62%**	**14,37%**	**15,14%**	**15,98%**	**16,71%**	**17,47%**	**18,27%**	**19,10%**	**19,97%**	**20,88%**	**21,82%**

Nedskrivning erhvervelsesomkostninger	25,00%			
Stigningstakt på leje og omkostninger	2,00%		Rente	4,75%
Stigningstakt på ejendomsværdi	4,00%		Udbytte	4,00%
Andel af fuldt 2008 / 2009 år	35,00%	100,00%	Afkast udbytte	4,00%
Afskrivningsprocent anslået	1,52%			

Balanceprognose ultimo (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ejendomme, købspris incl. erhvervelsesomk.	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485
Værdiregulering ejendomme	-103.519	99.920	311.496	531.535	760.376	998.370	1.245.884	1.503.299	1.771.010	2.049.430	2.338.987
Ejendomme i alt	**5.085.966**	**5.289.405**	**5.500.981**	**5.721.020**	**5.949.861**	**6.187.855**	**6.435.369**	**6.692.784**	**6.960.495**	**7.238.915**	**7.528.472**
Udskudt skatteaktiv	17.447	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvide beholdninger	62.901	89.772	31.238	38.981	43.852	49.595	55.573	61.851	68.432	75.331	82.561
Aktiver i alt	**5.166.314**	**5.379.177**	**5.532.219**	**5.760.001**	**5.993.713**	**6.237.450**	**6.490.942**	**6.754.635**	**7.028.927**	**7.314.246**	**7.611.033**
Kommanditaktiekapital	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000
Overført resultat med udbytte fradraget	-89.221	162.234	357.243	566.954	789.374	1.025.171	1.274.910	1.539.205	1.818.692	2.114.032	2.425.913
Egenkapital	**1.660.779**	**1.912.234**	**2.107.243**	**2.316.954**	**2.539.374**	**2.775.171**	**3.024.910**	**3.289.205**	**3.568.692**	**3.864.032**	**4.175.913**
Hensættelse til udskudt skat	0	27.809	74.352	122.235	171.512	222.238	274.470	328.270	383.700	440.825	499.712
Hensættelser	**0**	**27.809**	**74.352**	**122.235**	**171.512**	**222.238**	**274.470**	**328.270**	**383.700**	**440.825**	**499.712**
Realkreditlån	3.500.000	3.437.099	3.347.326	3.316.088	3.277.108	3.233.255	3.183.661	3.128.088	3.066.237	2.997.805	2.922.474
Bankgæld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Selskabsskat	5.535	2.036	3.297	4.723	5.719	6.786	7.901	9.072	10.299	11.585	12.933
Gældsforpligtelser	**3.505.535**	**3.439.135**	**3.350.624**	**3.320.811**	**3.282.827**	**3.240.041**	**3.191.562**	**3.137.159**	**3.076.536**	**3.009.390**	**2.935.407**
Passiver i alt	**5.166.314**	**5.379.177**	**5.532.219**	**5.760.001**	**5.993.713**	**6.237.450**	**6.490.942**	**6.754.635**	**7.028.927**	**7.314.246**	**7.611.033**
Akkumuleret udbytte og 4% afkast heraf		**0**	**70.000**	**142.800**	**218.512**	**297.252**	**379.143**	**464.308**	**552.881**	**644.996**	**740.796**
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.		**1.912.234**	**2.177.243**	**2.459.754**	**2.757.886**	**3.072.423**	**3.404.052**	**3.753.514**	**4.121.572**	**4.509.027**	**4.916.709**

Skatteberegning (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Overskud før afskr. og initiale fin. omk.	62.902	95.307	103.274	112.278	118.575	125.314	132.359	139.752	147.504	155.630	164.146
Initiale fin. omk. periodiseret	-286	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	-27.653	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010
Indkomst til løbende beskatning	**34.963**	**12.862**	**20.829**	**29.833**	**36.130**	**42.869**	**49.914**	**57.307**	**65.059**	**73.185**	**81.701**
Løbende beskatning 15,83%	**-5.535**	**-2.036**	**-3.297**	**-4.723**	**-5.719**	**-6.786**	**-7.901**	**-9.072**	**-10.299**	**-11.585**	**-12.933**
Årlig værdiregulering	-103.519	203.439	211.576	220.039	228.841	237.994	247.514	257.415	267.711	278.420	289.557
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale fin. omk. periodiseret	286	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	27.653	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010
Årets bereg.grundlag udskudt skat	**-110.213**	**285.884**	**294.021**	**302.484**	**311.286**	**320.439**	**329.959**	**339.860**	**350.156**	**360.865**	**372.002**
Årets udskudte skat	**-17.447**	**45.255**	**46.544**	**47.883**	**49.277**	**50.725**	**52.233**	**53.800**	**55.430**	**57.125**	**58.888**
Akkumulerede værdireguleringer	-103.519	99.920	311.496	531.535	760.376	998.370	1.245.884	1.503.299	1.771.010	2.049.430	2.338.987
Akkumulerede afskrivninger	27.653	106.663	185.673	264.683	343.693	422.703	501.713	580.723	659.733	738.743	817.753
Akk. initiale finansieringsomkostninger	-34.347	-30.912	-27.477	-24.042	-20.607	-17.172	-13.737	-10.302	-6.867	-3.432	3
Beregningsgrundlag udskudt skat	**-110.213**	**175.671**	**469.692**	**772.176**	**1.083.462**	**1.403.901**	**1.733.860**	**2.073.720**	**2.423.876**	**2.784.741**	**3.156.743**
Hensat til udskudt skat	**-17.447**	**27.809**	**74.352**	**122.235**	**171.512**	**222.238**	**274.470**	**328.270**	**383.700**	**440.825**	**499.712**

Likviditetsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lejeindtægter	109.000	317.659	324.012	330.492	337.102	343.844	350.721	357.735	364.890	372.188	379.632
Driftsudgifter	-28.626	-58.630	-60.004	-61.744	-63.541	-65.395	-67.310	-69.287	-71.330	-73.440	-75.618
Renteudgifter	-20.000	-166.250	-163.262	-158.998	-157.514	-155.663	-153.580	-151.224	-148.584	-145.646	-142.396
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528
Løbende skattebetaling	0	-5.535	-2.036	-3.297	-4.723	-5.719	-6.786	-7.901	-9.072	-10.299	-11.585
Kapitalindskud	1.750.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Låneoptagelse	3.500.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Afdrag på lån	0	-62.901	-89.772	-31.238	-38.981	-43.852	-49.595	-55.573	-61.851	-68.432	-75.331
Køb af ejendomme	-5.189.485	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale kapitalfremskaffelsesomkostninger	-25.883	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likviditetsoverskud	**62.901**	**26.871**	**11.466**	**77.743**	**74.872**	**75.742**	**75.978**	**76.278**	**76.582**	**76.899**	**77.230**
Likviditet primo	0	62.901	89.772	31.238	38.981	43.852	49.595	55.573	61.851	68.432	75.331
Udbyttebetaling	0	0	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000
Likviditet ultimo	**62.901**	**89.772**	**31.238**	**38.981**	**43.852**	**49.595**	**55.573**	**61.851**	**68.432**	**75.331**	**82.561**

19.4 Følsomhedsprognose for 2008-2018 (Højrente)

Lejestigning og værdiregulering 2,0% og rente 5,5% p.a.

Driftsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lejeindtægter efter tomgang	109.000	317.659	324.012	330.492	337.102	343.844	350.721	357.735	364.890	372.188	379.632
LEJEINDTÆGTER I ALT	**109.000**	**317.659**	**324.012**	**330.492**	**337.102**	**343.844**	**350.721**	**357.735**	**364.890**	**372.188**	**379.632**
Tysk administration	-3.924	-11.436	-11.664	-11.897	-12.135	-12.378	-12.626	-12.879	-13.137	-13.400	-13.668
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-453	-1.321	-1.348	-1.375	-1.403	-1.431	-1.460	-1.489	-1.519	-1.549	-1.580
Vedligeholdelse	-5.361	-15.623	-15.936	-16.255	-16.580	-16.912	-17.250	-17.595	-17.947	-18.306	-18.672
Ledelse og udvikling	-15.388	-26.250	-26.198	-26.722	-27.256	-27.801	-28.357	-28.924	-29.503	-30.093	-30.695
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-1.500	-2.000	-2.040	-2.081	-2.123	-2.165	-2.208	-2.252	-2.297	-2.343	-2.390
Revision og regnskab	-2.000	-2.000	-2.040	-2.081	-2.123	-2.165	-2.208	-2.252	-2.297	-2.343	-2.390
DRIFTSUDGIFTER I ALT	**-28.626**	**-58.630**	**-59.226**	**-60.411**	**-61.620**	**-62.852**	**-64.109**	**-65.391**	**-66.700**	**-68.034**	**-69.395**
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	**80.374**	**259.029**	**264.786**	**270.081**	**275.482**	**280.992**	**286.612**	**292.344**	**298.190**	**304.154**	**310.237**
Renter finansiering	-20.000	-192.500	-189.040	-185.547	-181.242	-180.303	-178.831	-177.016	-174.980	-172.590	-169.833
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	**62.902**	**69.057**	**78.274**	**87.062**	**96.768**	**103.217**	**110.309**	**117.856**	**125.738**	**134.092**	**142.932**
Værdiregulering af ejendomme	-103.519	101.719	103.754	105.829	107.945	110.104	112.306	114.552	116.844	119.180	121.564
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OVERSKUD FØR SKAT	**-75.250**	**170.776**	**182.028**	**192.891**	**204.713**	**213.321**	**222.615**	**232.408**	**242.582**	**253.272**	**264.496**
Skat af årets resultat	11.912	-27.034	-28.815	-30.535	-32.406	-33.769	-35.240	-36.790	-38.401	-40.093	-41.870
OVERSKUD EFTER SKAT	**-63.338**	**143.742**	**153.213**	**162.356**	**172.307**	**179.552**	**187.375**	**195.618**	**204.181**	**213.179**	**222.626**
Lån ultimo året	3.500.000	3.437.099	3.373.576	3.295.302	3.278.240	3.251.472	3.218.474	3.181.453	3.138.008	3.087.876	3.030.637

Ordinært overskud i % af KAS-kapital	**3,59%**	**3,95%**	**4,47%**	**4,97%**	**5,53%**	**5,90%**	**6,30%**	**6,73%**	**7,19%**	**7,66%**	**8,17%**
Ovs. incl. værdireg. f. skat i % af KAS-kap.	**-4,30%**	**9,76%**	**10,40%**	**11,02%**	**11,70%**	**12,19%**	**12,72%**	**13,28%**	**13,86%**	**14,47%**	**15,11%**
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	**-3,62%**	**8,21%**	**8,76%**	**9,28%**	**9,85%**	**10,26%**	**10,71%**	**11,18%**	**11,67%**	**12,18%**	**12,72%**

Nedskrivning erhvervelsesomkostninger	25,00%			
Stigningstakt på leje og omkostninger	2,00%		Rente	5,50%
Stigningstakt på ejendomsværdi	2,00%		Udbytte	4,00%
Andel af fuldt 2008 / 2009 år	35,00%	100,00%	Afkast udbytte	4,00%
Afskrivningsprocent anslået	1,52%			

Balanceprognose ultimo (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ejendomme, købspris incl. erhvervelsesomk.	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485
Værdiregulering ejendomme	-103.519	-1.800	101.954	207.783	315.728	425.832	538.138	652.690	769.534	888.714	1.010.278
Ejendomme i alt	**5.085.966**	**5.187.685**	**5.291.439**	**5.397.268**	**5.505.213**	**5.615.317**	**5.727.623**	**5.842.175**	**5.959.019**	**6.078.199**	**6.199.763**
Udskudt skatteaktiv	17.447	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvide beholdninger	62.901	63.522	78.274	17.062	26.768	32.998	37.021	43.445	50.132	57.239	64.756
Aktiver i alt	**5.166.314**	**5.251.207**	**5.369.713**	**5.414.330**	**5.531.981**	**5.648.315**	**5.764.644**	**5.885.620**	**6.009.151**	**6.135.438**	**6.264.519**
Kommanditaktiekapital	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000
Overført resultat med udbytte fradraget	-89.221	54.522	207.734	300.091	402.398	511.950	629.325	754.943	889.124	1.032.303	1.184.930
Egenkapital	**1.660.779**	**1.804.522**	**1.957.734**	**2.050.091**	**2.152.398**	**2.261.950**	**2.379.325**	**2.504.943**	**2.639.124**	**2.782.303**	**2.934.930**
Hensættelse til udskudt skat	0	9.587	38.402	68.937	101.124	131.605	162.434	193.618	225.166	257.083	289.378
Hensættelser	**0**	**9.587**	**38.402**	**68.937**	**101.124**	**131.605**	**162.434**	**193.618**	**225.166**	**257.083**	**289.378**
Realkreditlån	3.500.000	3.437.099	3.373.576	3.295.302	3.278.240	3.251.472	3.218.474	3.181.453	3.138.008	3.087.876	3.030.637
Bankgæld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Selskabsskat	5.535	0	0	0	219	3.288	4.411	5.606	6.853	8.176	9.575
Gældsforpligtelser	**3.505.535**	**3.437.099**	**3.373.576**	**3.295.302**	**3.278.459**	**3.254.761**	**3.222.885**	**3.187.059**	**3.144.861**	**3.096.051**	**3.040.212**
Passiver i alt	**5.166.314**	**5.251.207**	**5.369.713**	**5.414.330**	**5.531.981**	**5.648.315**	**5.764.644**	**5.885.620**	**6.009.151**	**6.135.438**	**6.264.519**
Akkumuleret udbytte og 4% afkast heraf		**0**	**0**	**70.000**	**142.800**	**218.512**	**297.252**	**379.143**	**464.308**	**552.881**	**644.996**
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.		**1.804.522**	**1.957.734**	**2.120.091**	**2.295.198**	**2.480.462**	**2.676.578**	**2.884.085**	**3.103.432**	**3.335.184**	**3.579.925**

Skatteberegning (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Overskud før afskr. og initiale fin. omk.	62.902	69.057	78.274	87.062	96.768	103.217	110.309	117.856	125.738	134.092	142.932
Initiale fin. omk. periodiseret	-286	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	-27.653	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010
Indkomst til løbende beskatning	**34.963**	**-13.388**	**-17.559**	**-12.942**	**1.381**	**20.772**	**27.864**	**35.411**	**43.293**	**51.647**	**60.487**
Løbende beskatning 15,83%	**-5.535**	**0**	**0**	**0**	**-219**	**-3.288**	**-4.411**	**-5.606**	**-6.853**	**-8.176**	**-9.575**
Årlig værdiregulering	-103.519	101.719	103.754	105.829	107.945	110.104	112.306	114.552	116.844	119.180	121.564
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale fin. omk. periodiseret	286	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	27.653	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010
Årets bereg.grundlag udskudt skat	**-110.213**	**170.776**	**182.028**	**192.891**	**203.332**	**192.549**	**194.751**	**196.997**	**199.289**	**201.625**	**204.009**
Årets udskudte skat	**-17.447**	**27.034**	**28.815**	**30.535**	**32.187**	**30.481**	**30.829**	**31.185**	**31.547**	**31.917**	**32.295**
Akkumulerede værdireguleringer	-103.519	-1.800	101.954	207.783	315.728	425.832	538.138	652.690	769.534	888.714	1.010.278
Akkumulerede afskrivninger	27.653	106.663	185.673	264.683	343.693	422.703	501.713	580.723	659.733	738.743	817.753
Akk. initiale finansieringsomkostninger	-34.347	-30.912	-27.477	-24.042	-20.607	-17.172	-13.737	-10.302	-6.867	-3.432	3
Beregningsgrundlag udskudt skat	**-110.213**	**60.563**	**242.591**	**435.482**	**638.814**	**831.363**	**1.026.114**	**1.223.111**	**1.422.400**	**1.624.025**	**1.828.034**
Hensat til udskudt skat	**-17.447**	**9.587**	**38.402**	**68.937**	**101.124**	**131.605**	**162.434**	**193.618**	**225.166**	**257.083**	**289.378**

Likviditetsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lejeindtægter	109.000	317.659	324.012	330.492	337.102	343.844	350.721	357.735	364.890	372.188	379.632
Driftsudgifter	-28.626	-58.630	-59.226	-60.411	-61.620	-62.852	-64.109	-65.391	-66.700	-68.034	-69.395
Renteudgifter	-20.000	-192.500	-189.040	-185.547	-181.242	-180.303	-178.831	-177.016	-174.980	-172.590	-169.833
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528
Løbende skattebetaling	0	-5.535	0	0	0	-219	-3.288	-4.411	-5.606	-6.853	-8.176
Kapitalindskud	1.750.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Låneoptagelse	3.500.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Afdrag på lån	0	-62.901	-63.522	-78.274	-17.062	-26.768	-32.998	-37.021	-43.445	-50.132	-57.239
Køb af ejendomme	-5.189.485	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale kapitalfremskaffelsesomkostninger	-25.883	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likviditetsoverskud	**62.901**	**621**	**14.752**	**8.788**	**79.706**	**76.230**	**74.022**	**76.424**	**76.687**	**77.106**	**77.518**
Likviditet primo	0	62.901	63.522	78.274	17.062	26.768	32.998	37.021	43.445	50.132	57.239
Udbyttebetaling	0	0	0	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000
Likviditet ultimo	**62.901**	**63.522**	**78.274**	**17.062**	**26.768**	**32.998**	**37.021**	**43.445**	**50.132**	**57.239**	**64.756**

19.5 Følsomhedsprognose for 2008-2018 (Tomgang)

Lejestigning og værdiregulering 2,0%, rente 4,75% p.a. og stigning i lejetomgang fra 2% til 4%

Driftsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lejeindtægter efter tomgang	106.869	311.448	317.677	324.031	330.512	337.122	343.864	350.741	357.756	364.911	372.209
LEJEINDTÆGTER I ALT	**106.869**	**311.448**	**317.677**	**324.031**	**330.512**	**337.122**	**343.864**	**350.741**	**357.756**	**364.911**	**372.209**
Tysk administration	-3.847	-11.212	-11.436	-11.665	-11.898	-12.136	-12.379	-12.627	-12.880	-13.138	-13.401
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-880	-2.563	-2.615	-2.667	-2.720	-2.774	-2.829	-2.886	-2.944	-3.003	-3.063
Vedligeholdelse	-5.361	-15.623	-15.936	-16.255	-16.580	-16.912	-17.250	-17.595	-17.947	-18.306	-18.672
Ledelse og udvikling	-15.388	-26.250	-26.198	-26.722	-27.256	-27.801	-28.357	-28.924	-29.503	-30.093	-30.695
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-1.500	-2.000	-2.040	-2.081	-2.123	-2.165	-2.208	-2.252	-2.297	-2.343	-2.390
Revision og regnskab	-2.000	-2.000	-2.040	-2.081	-2.123	-2.165	-2.208	-2.252	-2.297	-2.343	-2.390
DRIFTSUDGIFTER I ALT	**-28.976**	**-59.648**	**-60.265**	**-61.471**	**-62.700**	**-63.953**	**-65.231**	**-66.536**	**-67.868**	**-69.226**	**-70.611**
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	**77.893**	**251.800**	**257.412**	**262.560**	**267.812**	**273.169**	**278.633**	**284.205**	**289.888**	**295.685**	**301.598**
Renter finansiering	-20.000	-166.250	-163.380	-159.441	-154.896	-153.309	-151.325	-149.085	-146.543	-143.686	-140.497
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	**60.421**	**88.078**	**96.560**	**105.647**	**115.444**	**122.388**	**129.836**	**137.648**	**145.873**	**154.527**	**163.629**
Værdiregulering af ejendomme	-103.519	101.719	103.754	105.829	107.945	110.104	112.306	114.552	116.844	119.180	121.564
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OVERSKUD FØR SKAT	**-77.731**	**189.797**	**200.314**	**211.476**	**223.389**	**232.492**	**242.142**	**252.200**	**262.717**	**273.707**	**285.193**
Skat af årets resultat	12.305	-30.045	-31.710	-33.477	-35.362	-36.803	-38.331	-39.923	-41.588	-43.328	-45.146
OVERSKUD EFTER SKAT	**-65.426**	**159.752**	**168.604**	**177.999**	**188.027**	**195.689**	**203.811**	**212.277**	**221.129**	**230.379**	**240.047**
Lån ultimo året	3.500.000	3.439.580	3.356.644	3.260.975	3.227.563	3.185.792	3.138.627	3.085.114	3.024.968	2.957.834	2.883.348

Ordinært overskud i % af KAS-kapital	**3,45%**	**5,03%**	**5,52%**	**6,04%**	**6,60%**	**6,99%**	**7,42%**	**7,87%**	**8,34%**	**8,83%**	**9,35%**
Ovs. incl. værdireg. f. skat i % af KAS-kap.	**-4,44%**	**10,85%**	**11,45%**	**12,08%**	**12,77%**	**13,29%**	**13,84%**	**14,41%**	**15,01%**	**15,64%**	**16,30%**
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	**-3,74%**	**9,13%**	**9,63%**	**10,17%**	**10,74%**	**11,18%**	**11,65%**	**12,13%**	**12,64%**	**13,16%**	**13,72%**

Nedskrivning erhvervelsesomkostninger	25,00%			
Stigningstakt på leje og omkostninger	2,00%		Rente	4,75%
Stigningstakt på ejendomsværdi	2,00%		Udbytte	4,00%
Andel af fuldt 2008 / 2009 år	35,00%	100,00%	Afkast udbytte	4,00%
Afskrivningsprocent anslået	1,52%			

Balanceprognose ultimo (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ejendomme, købspris incl. erhvervelsesomk.	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485
Værdiregulering ejendomme	-103.519	-1.800	101.954	207.783	315.728	425.832	538.138	652.690	769.534	888.714	1.010.278
Ejendomme i alt	**5.085.966**	**5.187.685**	**5.291.439**	**5.397.268**	**5.505.213**	**5.615.317**	**5.727.623**	**5.842.175**	**5.959.019**	**6.078.199**	**6.199.763**
Udskudt skatteaktiv	17.447	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvide beholdninger	60.420	82.936	95.668	33.413	41.771	47.164	53.513	60.146	67.134	74.486	82.218
Aktiver i alt	**5.163.833**	**5.270.621**	**5.387.107**	**5.430.681**	**5.546.984**	**5.662.481**	**5.781.136**	**5.902.321**	**6.026.153**	**6.152.685**	**6.281.981**
Kommanditaktiekapital	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000
Overført resultat med udbytte fradraget	-91.309	68.443	237.048	345.047	463.073	588.762	722.573	864.850	1.015.978	1.176.358	1.346.405
Egenkapital	**1.658.691**	**1.818.443**	**1.987.048**	**2.095.047**	**2.213.073**	**2.338.762**	**2.472.573**	**2.614.850**	**2.765.978**	**2.926.358**	**3.096.405**
Hensættelse til udskudt skat	0	11.706	41.182	70.986	101.124	131.605	162.434	193.618	225.166	257.083	289.378
Hensættelser	**0**	**11.706**	**41.182**	**70.986**	**101.124**	**131.605**	**162.434**	**193.618**	**225.166**	**257.083**	**289.378**
Realkreditlån	3.500.000	3.439.580	3.356.644	3.260.975	3.227.563	3.185.792	3.138.627	3.085.114	3.024.968	2.957.834	2.883.348
Bankgæld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Selskabsskat	5.142	892	2.234	3.673	5.224	6.323	7.502	8.739	10.041	11.411	12.851
Gældsforpligtelser	**3.505.142**	**3.440.471**	**3.358.878**	**3.264.648**	**3.232.786**	**3.192.115**	**3.146.129**	**3.093.853**	**3.035.009**	**2.969.245**	**2.896.199**
Passiver i alt	**5.163.833**	**5.270.621**	**5.387.107**	**5.430.681**	**5.546.984**	**5.662.481**	**5.781.136**	**5.902.321**	**6.026.153**	**6.152.685**	**6.281.981**
Akkumuleret udbytte og 4% afkast heraf		**0**	**0**	**70.000**	**142.800**	**218.512**	**297.252**	**379.143**	**464.308**	**552.881**	**644.996**
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.		**1.818.443**	**1.987.048**	**2.165.047**	**2.355.873**	**2.557.274**	**2.769.825**	**2.993.992**	**3.230.287**	**3.479.238**	**3.741.400**

Skatteberegning (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Overskud før afskr. og initiale fin. omk.	60.421	88.078	96.560	105.647	115.444	122.388	129.836	137.648	145.873	154.527	163.629
Initiale fin. omk. periodiseret	-286	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	-27.653	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010
Indkomst til løbende beskatning	**32.482**	**5.633**	**14.115**	**23.202**	**32.999**	**39.943**	**47.391**	**55.203**	**63.428**	**72.082**	**81.184**
Løbende beskatning 15,83%	**-5.142**	**-892**	**-2.234**	**-3.673**	**-5.224**	**-6.323**	**-7.502**	**-8.739**	**-10.041**	**-11.411**	**-12.851**
Årlig værdiregulering	-103.519	101.719	103.754	105.829	107.945	110.104	112.306	114.552	116.844	119.180	121.564
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale fin. omk. periodiseret	286	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	27.653	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010
Årets bereg.grundlag udskudt skat	**-110.213**	**184.164**	**186.199**	**188.274**	**190.390**	**192.549**	**194.751**	**196.997**	**199.289**	**201.625**	**204.009**
Årets udskudte skat	**-17.447**	**29.153**	**29.475**	**29.804**	**30.139**	**30.481**	**30.829**	**31.185**	**31.547**	**31.917**	**32.295**
Akkumulerede værdireguleringer	-103.519	-1.800	101.954	207.783	315.728	425.832	538.138	652.690	769.534	888.714	1.010.278
Akkumulerede afskrivninger	27.653	106.663	185.673	264.683	343.693	422.703	501.713	580.723	659.733	738.743	817.753
Akk. initiale finansieringsomkostninger	-34.347	-30.912	-27.477	-24.042	-20.607	-17.172	-13.737	-10.302	-6.867	-3.432	3
Beregningsgrundlag udskudt skat	**-110.213**	**73.951**	**260.150**	**448.424**	**638.814**	**831.363**	**1.026.114**	**1.223.111**	**1.422.400**	**1.624.025**	**1.828.034**
Hensat til udskudt skat	**-17.447**	**11.706**	**41.182**	**70.986**	**101.124**	**131.605**	**162.434**	**193.618**	**225.166**	**257.083**	**289.378**

Likviditetsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lejeindtægter	106.869	311.448	317.677	324.031	330.512	337.122	343.864	350.741	357.756	364.911	372.209
Driftsudgifter	-28.976	-59.648	-60.265	-61.471	-62.700	-63.953	-65.231	-66.536	-67.868	-69.226	-70.611
Renteudgifter	-20.000	-166.250	-163.380	-159.441	-154.896	-153.309	-151.325	-149.085	-146.543	-143.686	-140.497
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528
Løbende skattebetaling	0	-5.142	-892	-2.234	-3.673	-5.224	-6.323	-7.502	-8.739	-10.041	-11.411
Kapitalindskud	1.750.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Låneoptagelse	3.500.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Afdrag på lån	0	-60.420	-82.936	-95.668	-33.413	-41.771	-47.164	-53.513	-60.146	-67.134	-74.486
Køb af ejendomme	-5.189.485	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale kapitalfremskaffelsesomkostninger	-25.883	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likviditetsoverskud	**60.420**	**22.516**	**12.732**	**7.744**	**78.359**	**75.393**	**76.349**	**76.633**	**76.988**	**77.352**	**77.732**
Likviditet primo	0	60.420	82.936	95.668	33.413	41.771	47.164	53.513	60.146	67.134	74.486
Udbyttebetaling	0	0	0	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000
Likviditet ultimo	**60.420**	**82.936**	**95.668**	**33.413**	**41.771**	**47.164**	**53.513**	**60.146**	**67.134**	**74.486**	**82.218**

19.6 Følsomhedsprognose for 2008-2018 (Lavafkast)

Lejestigning og værdiregulering 2,0%, rente 4,75% p.a. og fald i bruttoafkast på de erhvervede ejendomme fra 6,65% til 6,15%

Driftsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lejeindtægter efter tomgang	101.619	296.147	302.070	308.111	314.273	320.558	326.969	333.508	340.178	346.982	353.922
LEJEINDTÆGTER I ALT	**101.619**	**296.147**	**302.070**	**308.111**	**314.273**	**320.558**	**326.969**	**333.508**	**340.178**	**346.982**	**353.922**
Tysk administration	-3.658	-10.661	-10.875	-11.093	-11.315	-11.541	-11.772	-12.007	-12.247	-12.492	-12.742
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-423	-1.232	-1.257	-1.282	-1.308	-1.334	-1.361	-1.388	-1.416	-1.444	-1.473
Vedligeholdelse	-5.361	-15.623	-15.936	-16.255	-16.580	-16.912	-17.250	-17.595	-17.947	-18.306	-18.672
Ledelse og udvikling	-15.388	-26.250	-26.198	-26.722	-27.256	-27.801	-28.357	-28.924	-29.503	-30.093	-30.695
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-1.500	-2.000	-2.040	-2.081	-2.123	-2.165	-2.208	-2.252	-2.297	-2.343	-2.390
Revision og regnskab	-2.000	-2.000	-2.040	-2.081	-2.123	-2.165	-2.208	-2.252	-2.297	-2.343	-2.390
DRIFTSUDGIFTER I ALT	**-28.330**	**-57.766**	**-58.346**	**-59.514**	**-60.705**	**-61.918**	**-63.156**	**-64.418**	**-65.707**	**-67.021**	**-68.362**
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	**73.289**	**238.381**	**243.724**	**248.597**	**253.568**	**258.640**	**263.813**	**269.090**	**274.471**	**279.961**	**285.560**
Renter finansiering	-20.000	-166.250	-163.599	-160.262	-156.336	-155.345	-153.938	-152.366	-150.528	-148.414	-146.008
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	**55.817**	**74.659**	**82.653**	**90.863**	**99.760**	**105.823**	**112.403**	**119.252**	**126.471**	**134.075**	**142.080**
Værdiregulering af ejendomme	-103.519	101.719	103.754	105.829	107.945	110.104	112.306	114.552	116.844	119.180	121.564
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OVERSKUD FØR SKAT	**-82.335**	**176.378**	**186.407**	**196.692**	**207.705**	**215.927**	**224.709**	**233.804**	**243.315**	**253.255**	**263.644**
Skat af årets resultat	13.034	-27.921	-29.508	-31.136	-32.880	-34.181	-35.571	-37.011	-38.517	-40.090	-41.735
OVERSKUD EFTER SKAT	**-69.301**	**148.457**	**156.899**	**165.556**	**174.825**	**181.746**	**189.138**	**196.793**	**204.798**	**213.165**	**221.909**
Lån ultimo året	3.500.000	3.444.184	3.373.938	3.291.285	3.270.422	3.240.795	3.207.713	3.169.010	3.124.501	3.073.856	3.016.751

Ordinært overskud i % af KAS-kapital	**3,19%**	**4,27%**	**4,72%**	**5,19%**	**5,70%**	**6,05%**	**6,42%**	**6,81%**	**7,23%**	**7,66%**	**8,12%**
Ovs. incl. værdireg. f. skat i % af KAS-kap.	**-4,70%**	**10,08%**	**10,65%**	**11,24%**	**11,87%**	**12,34%**	**12,84%**	**13,36%**	**13,90%**	**14,47%**	**15,07%**
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	**-3,96%**	**8,48%**	**8,97%**	**9,46%**	**9,99%**	**10,39%**	**10,81%**	**11,25%**	**11,70%**	**12,18%**	**12,68%**

Nedskrivning erhvervelsesomkostninger	25,00%			
Stigningstakt på leje og omkostninger	2,00%		Rente	4,75%
Stigningstakt på ejendomsværdi	2,00%		Udbytte	4,00%
Andel af fuldt 2008 / 2009 år	35,00%	100,00%	Afkast udbytte	4,00%
Afskrivningsprocent anslået	1,52%			

Balanceprognose ultimo (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ejendomme, købspris incl. erhvervelsesomk.	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485	5.189.485
Værdiregulering ejendomme	-103.519	-1.800	101.954	207.783	315.728	425.832	538.138	652.690	769.534	888.714	1.010.278
Ejendomme i alt	**5.085.966**	**5.187.685**	**5.291.439**	**5.397.268**	**5.505.213**	**5.615.317**	**5.727.623**	**5.842.175**	**5.959.019**	**6.078.199**	**6.199.763**
Udskudt skatteaktiv	17.447	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvide beholdninger	55.816	70.246	82.653	20.863	29.627	33.082	38.702	44.510	50.644	57.106	63.907
Aktiver i alt	**5.159.229**	**5.257.931**	**5.374.092**	**5.418.131**	**5.534.840**	**5.648.399**	**5.766.325**	**5.886.685**	**6.009.663**	**6.135.305**	**6.263.670**
Kommanditaktiekapital	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000
Overført resultat med udbytte fradraget	-95.184	53.273	210.172	305.728	410.553	522.299	641.436	768.229	903.027	1.046.192	1.198.101
Egenkapital	**1.654.816**	**1.803.273**	**1.960.172**	**2.055.728**	**2.160.553**	**2.272.299**	**2.391.436**	**2.518.229**	**2.653.027**	**2.796.192**	**2.948.101**
Hensættelse til udskudt skat	0	10.474	39.982	70.986	101.124	131.605	162.434	193.618	225.166	257.083	289.378
Hensættelser	**0**	**10.474**	**39.982**	**70.986**	**101.124**	**131.605**	**162.434**	**193.618**	**225.166**	**257.083**	**289.378**
Realkreditlån	3.500.000	3.444.184	3.373.938	3.291.285	3.270.422	3.240.795	3.207.713	3.169.010	3.124.501	3.073.856	3.016.751
Bankgæld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Selskabsskat	4.413	0	0	133	2.741	3.701	4.742	5.827	6.969	8.173	9.440
Gældsforpligtelser	**3.504.413**	**3.444.184**	**3.373.938**	**3.291.418**	**3.273.163**	**3.244.496**	**3.212.455**	**3.174.837**	**3.131.470**	**3.082.029**	**3.026.191**
Passiver i alt	**5.159.229**	**5.257.931**	**5.374.092**	**5.418.131**	**5.534.840**	**5.648.399**	**5.766.325**	**5.886.685**	**6.009.663**	**6.135.305**	**6.263.670**
Akkumuleret udbytte og 4% afkast heraf		**0**	**0**	**70.000**	**142.800**	**218.512**	**297.252**	**379.143**	**464.308**	**552.881**	**644.996**
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.		**1.803.273**	**1.960.172**	**2.125.728**	**2.303.353**	**2.490.811**	**2.688.689**	**2.897.372**	**3.117.336**	**3.349.073**	**3.593.097**

Skatteberegning (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Overskud før afskr. og initiale fin. omk.	55.817	74.659	82.653	90.863	99.760	105.823	112.403	119.252	126.471	134.075	142.080
Initiale fin. omk. periodiseret	-286	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435	-3.435
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	-27.653	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010	-79.010
Indkomst til løbende beskatning	**27.878**	**-7.786**	**-7.578**	**840**	**17.315**	**23.378**	**29.958**	**36.807**	**44.026**	**51.630**	**59.635**
Løbende beskatning 15,83%	**-4.413**	**0**	**0**	**-133**	**-2.741**	**-3.701**	**-4.742**	**-5.827**	**-6.969**	**-8.173**	**-9.440**
Årlig værdiregulering	-103.519	101.719	103.754	105.829	107.945	110.104	112.306	114.552	116.844	119.180	121.564
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale fin. omk. periodiseret	286	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435	3.435
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	27.653	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010	79.010
Årets bereg.grundlag udskudt skat	**-110.213**	**176.378**	**186.407**	**195.852**	**190.390**	**192.549**	**194.751**	**196.997**	**199.289**	**201.625**	**204.009**
Årets udskudte skat	**-17.447**	**27.921**	**29.508**	**31.003**	**30.139**	**30.481**	**30.829**	**31.185**	**31.547**	**31.917**	**32.295**
Akkumulerede værdireguleringer	-103.519	-1.800	101.954	207.783	315.728	425.832	538.138	652.690	769.534	888.714	1.010.278
Akkumulerede afskrivninger	27.653	106.663	185.673	264.683	343.693	422.703	501.713	580.723	659.733	738.743	817.753
Akk. initiale finansieringsomkostninger	-34.347	-30.912	-27.477	-24.042	-20.607	-17.172	-13.737	-10.302	-6.867	-3.432	3
Beregningsgrundlag udskudt skat	**-110.213**	**66.165**	**252.572**	**448.424**	**638.814**	**831.363**	**1.026.114**	**1.223.111**	**1.422.400**	**1.624.025**	**1.828.034**
Hensat til udskudt skat	**-17.447**	**10.474**	**39.982**	**70.986**	**101.124**	**131.605**	**162.434**	**193.618**	**225.166**	**257.083**	**289.378**

Likviditetsprognose (Tal i 1.000 DKK)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lejeindtægter	101.619	296.147	302.070	308.111	314.273	320.558	326.969	333.508	340.178	346.982	353.922
Driftsudgifter	-28.330	-57.766	-58.346	-59.514	-60.705	-61.918	-63.156	-64.418	-65.707	-67.021	-68.362
Renteudgifter	-20.000	-166.250	-163.599	-160.262	-156.336	-155.345	-153.938	-152.366	-150.528	-148.414	-146.008
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528	2.528
Løbende skattebetaling	0	-4.413	0	0	-133	-2.741	-3.701	-4.742	-5.827	-6.969	-8.173
Kapitalindskud	1.750.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Låneoptagelse	3.500.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Afdrag på lån	0	-55.816	-70.246	-82.653	-20.863	-29.627	-33.082	-38.702	-44.510	-50.644	-57.106
Køb af ejendomme	-5.189.485	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-34.633	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale kapitalfremskaffelsesomkostninger	-25.883	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likviditetsoverskud	**55.816**	**14.430**	**12.407**	**8.210**	**78.764**	**73.455**	**75.620**	**75.807**	**76.135**	**76.461**	**76.801**
Likviditet primo	0	55.816	70.246	82.653	20.863	29.627	33.082	38.702	44.510	50.644	57.106
Udbyttebetaling	0	0	0	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000	-70.000
Likviditet ultimo	**55.816**	**70.246**	**82.653**	**20.863**	**29.627**	**33.082**	**38.702**	**44.510**	**50.644**	**57.106**	**63.907**