

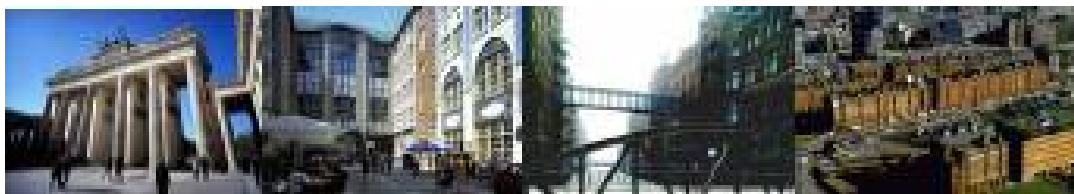
PRO SPEKT

Eje nd o m sse lsk a b e t
No rd tyskla nd

Inv este ring i tyske boligejendomme

Udbud t a f

CPM Core Property
Management



9. oktober 2006

Indholdsfortegnelse

1. Resume	1
1.1 INVESTERINGSSTRATEGI	1
1.2 LAV PRISSTIGNING PÅ TYSKE BOLIGER	1
1.3 TYSKE VÆKSTCENTRE	1
1.4 FORVENTET AFKAST.....	2
1.5 FORMELLE FORHOLD.....	3
1.5.1 SELSKABSSTRUKTUR	3
1.5.2 UDBYTTE OG EXIT.....	3
1.5.3 EJENDOMSFORVALTER OG UDBYDER	4
1.6 EJENDOMSSELSKABET NORDTYSKLAND SAMMENLIGNET MED ANDRE PROJEKTER.....	4
2. Tysk økonomi og demografi	5
2.1 TYSK ØKONOMI	5
2.2 DEMOGRAFISK UDVIKLING	5
3. Investeringsstrategi	6
3.1 ALLOKERING PÅ BYOMRÅDER	6
3.2 ERHVERVELSESMETODER	6
3.3 FREMSKAFFELSE AF EJENDOMME	7
3.4 LOKAL INVESTERINGSSTRATEGI	7
3.5 TYPER AF EJENDOMME.....	8
4. Det tyske boligmarked	9
4.1 UDBUD OG EFTERSPØRGSEL	9
4.2 TYSKE VÆKSTCENTRE	10
4.3 BOLIGMARKEDET I HAMBORG	11
4.4 BOLIGMARKEDET I BERLIN.....	12
4.5 BOLIGMARKEDET I HANNOVER.....	13
4.6 BOLIGMARKEDET I FRANKFURT/MAIN.....	13
4.7 BOLIGMARKEDET I DÜSSELDORF	13
4.8 BOLIGMARKEDET I BONN	14
4.9 BOLIGMARKEDET I KØLN	14
5. Forvaltningsstrategi.....	15
5.1 LEJEINDTÆGTER OG DRIFTSOMKOSTNINGER	15
5.2 LOKAL ADMINISTRATION	15
5.3 UDVIKLING AF EJENDOMME.....	15
5.4 VÆRDISTIGNINGER	16
5.5 SALG SOM EJERLEJLIGHEDER.....	16
5.6 TILPASNINGER AF EJENDOMSPORTEFØLJEN	16
5.7 FINANSIERING OG BELÅNINGSGRAD	17
5.8 RENTE- OG VALUTASTYRING.....	17
5.9 BRUG AF FINANSIELLE INSTRUMENTER	17
6. Prognose over resultat	19
6.1 INDTÆGTER.....	19
6.2 OMKOSTNINGER	20
6.3 PROGNOSE FOR FULDT DRIFTSÅR 2008	21
7. Risiko og følsomhedsberegninger	23
7.1 RISIKOFORHOLD	23
7.2 FØLSOMHEDSBEREGNINGER	23
8. Formelle forhold	27
8.1 SELSKABSSTRUKTUR	27
8.2 STIFTELSE OG INITIAL KØB AF EJENDOMME.....	27

8.3 TEGNING AF AKTIER OG ANDELE	28
8.4 INCITAMENTSSTRUKTUR FOR CPM M.M.....	29
8.5 LEDELSE	29
8.6 ADMINISTRATION	30
8.7 FEES.....	31
8.8 FINANSIERING.....	32
9. Udbytte og indløsning af aktier/andele	34
9.1 UDBYTTEPOLITIK	34
9.2 "EXIT WINDOWS"	34
9.3 VÆRDIANSÆTTELSE OG OMSÆTNING AF AKTIER/ANDELE	34
10. Skattemæssige forhold.....	35
10.1 SKATTEMÆSSIGE FORHOLD FOR EJENDOMSSELSKABET	35
10.2 SKATTEMÆSSIGE FORHOLD FOR INVESTORER	36
11. Indkøbt portefølje og referenceprojekt	38
12. Core Property Management A/S	43
13. Samarbejdspartnere.....	45
14. Ordforklaringer	46
15. Erklæringer	48
15.1 ERKLÆRING FRA DE PROSPEKT- OG PROJEKTANSVARLIGE	49
15.2 ERKLÆRING AFGIVET AF UAFHÆNGIG REVISOR	51
15.3 ERKLÆRING FRA ADVOKAT.....	53
16. Vedtægter for Ejendomsselskabet Nordtyskland	55
16.1 VEDTÆGTER FOR EJENDOMSSELSKABET NORDTYSKLAND KOMMANDITAKTIESELSKAB	56
16.2 VEDTÆGTER FOR KOMPLEMENTARSELSKABET NORDTYSKLAND APS	62
16.3 VEDTÆGTER FOR EJENDOMSSELSKABET NORDTYSKLAND I A/S.....	66
16.4 VEDTÆGTER FOR EJENDOMSSELSKABET NORDTYSKLAND II A/S.....	70
16.5 VEDTÆGTER FOR EJENDOMSSELSKABET NORDTYSKLAND III A/S.....	74
16.6 VEDTÆGTER FOR EJENDOMSSELSKABET NORDTYSKLAND IV A/S	78
17. Administrationsaftaler	82
17.2 ADMINISTRATIONSÅFTALE FOR EJENDOMSSELSKABET NORDTYSKLAND I A/S.....	91
17.3 ADMINISTRATIONSÅFTALE FOR EJENDOMSSELSKABET NORDTYSKLAND II A/S.....	93
17.4 ADMINISTRATIONSÅFTALE FOR EJENDOMSSELSKABET NORDTYSKLAND III A/S.....	95
18. Prognoser	101
18.2 FØLSOMHEDSPROGNOSE FOR 2006-2016 (KONSERVATIVT):.....	104
18.3 FØLSOMHEDSPROGNOSE FOR 2006-2016 (OPTIMISTISK):.....	106
18.4 FØLSOMHEDSPROGNOSE FOR 2006-2016 (HØJRENTE):.....	108
18.5 FØLSOMHEDSPROGNOSE FOR 2006-2016 (TOMGANGSPROGNOSE):	110
18.6 FØLSOMHEDSPROGNOSE FOR 2006-2016 (LAVAFKASTPROGNOSE):.....	112



1. Resume

Ejendomsselskabet Nordtyskland investerer i velholdte og velbeliggende beboelsesejendomme i Nord- og Midttske vækstcentre:

- Beboelsesejendomme forventes købt til et bruttoafkast på ca. 7,1%.
- Ejendommene belånes med realkreditlån med 20-årig løbetid. Belåningsgraden er 67%.
- Nettoafkastet af den indskudte kapital i ejendomsselskabet, forventes at være godt 7% før værdiregulering og skat
- Hvis ejendomspriserne stiger 2% p.a. vil det årlige afkast stige til ca. 13% før skat målt på den indskudte kapital.
- Der forventes udloddet et årligt udbytte på ca. 5% fra ejendomsselskabet.
- Prisen på tyske ejendomme har i det væsentligste været uændret i 15 år, hvor prisen i de fleste europæiske lande er steget kraftigt.
- Beboelsesejendomme regnes normalt for at være en forholdsvis sikker form for ejendomsinvestering på grund af den lave udlejningsrisiko. Uanset om der er høj eller lav vækst, vil befolkningen skulle have et sted at bo.
- Ca. 80% af porteføljen forventes at være beboelsesejendomme, og ca. 20% forventes

at være butikker i gadeplan og kontorer på 1. sal.

- Ejendomsselskabet Nordtyskland vil give en god risikospredning med ca. 3.000 lejligheder fordelt på 7 store byområder. Tyskland udgør knap 40% af det totale lejeboligmarked i Euroland.

1.1 Investeringsstrategi

Dette prospekt beskriver en attraktiv investeringsmulighed i tyske boligudlejningsejendomme i udvalgte bycentre i Tyskland primært Berlin, Hamborg, Hannover, Frankfurt/Main og Düsseldorf/Køln/Bonn.

Ejendomsselskabets investeringsstrategi er at erhverve velbeliggende ejendomme i god stand, både nyere og ældre renoverede ejendomme. Velbeliggende ejendomme har normalt størst potentiale for værditilvækst. Hertil kommer at, udlejningsrisikoen er mindre på godt beliggende boligejendomme.

1.2 Lav prisstigning på tyske boliger

Tysk økonomi har gennemlevet næsten 10 år med lavvækst, som især kan henføres til omkostningerne ved genforeningen i 1990.

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 boliger. Der er i stigende grad mangel på boliger i vækstområderne.

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 kan en 90 m² lejlighed i god stand og med god beliggenhed i Berlin erhverves til 0,75 mio. DKK og i Hamborg til godt 1,1 mio. DKK og i Frankfurt til 1,0 mio. DKK. Til sammenligning koster en 90 m² lejlighed i København i dag ca. 3,0-3,5 mio. DKK.

1.3 Tyske vækstcentre

Urbaniseringsprocessen er ikke ny – og forventes at fortsætte med uformindsket styrke.

De Nord- og Midttske storbyer Hamburg, Hannover, Berlin, Frankfurt, Düsseldorf, Køln og Bonn forventes i de kommende 10-15 år at få en befolkningstilvækst og en højere økonomisk vækst end resten af Tyskland.

Stigende befolkningstal og høj vækst medfører øget sikkerhed for at boliger og butikker kan lejes ud, således at antallet af tomme lokaler og lejligheder minimeres. Der er også en øget

sandsynlighed for at lejen vil stige, og at priserne på fast ejendom i disse områder vil stige.

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

Forventet afkast på investering i Ejendomsselskabet Nordtyskland før værdiregulering

Beregning af afkast pr. investeret krone i ejendomsselskabet		Kommentar
Bruttoafkast på ejendomme	7,04%	Leje divideret med pris
Tomgang inkl. udg. på tomme lejligheder	-0,11%	
Lokal adm. & vedligehold	-0,59%	
Afkasttab på handelomkostninger på 8,25%	-0,52%	Mægler, statsafgift, notar m.m.
Nettoafkast på ejendomme før fees	5,82%	
Årlig management fee	-0,50%	til CPM
Afkasttab på engangsfee på 2,5% til udbyder	-0,13%	
Andre driftsomkostninger	-0,10%	Revisor, advokat m.m.
Nettoafkast på ejendomme efter fees/omk.	5,09%	Afkast pr. krone investeret er også afkastet pr. 1 krone egenkapital
Renter 3 mdr. EUR	-3,50%	
Rentemarginal	-0,55%	
Køb af renteloft	-0,15%	
Rentesats i alt	-4,20%	
Nettoafkast på portefølje som er belånt	0,89%	Afkast pr. krone belånt ejendom
Afkastbidrag fra egenkapital investeret	5,09%	Nettoafkast på ejendommene
Afkastbidrag fra den belånte del	1,79%	Der er lånt 2 gange egenkapitalen
Afkastbidrag fra EUR/DKK swap	0,20%	Renteforskel mellem EUR og DKK
Samlet afkast af egenkapital	7,08%	

1.4 Forventet afkast

Ejendomsporteføljen forventes at give et bruttoafkast på 7,0%.

Herfra skal trækkes tomgangsleje, lokal administration, vedligeholdelse og afkasttab på handelsomkostningerne. Herefter er afkastet reduceret til 5,8% (nettoafkast).

Fratrækkes yderligere managementfee samt afkasttab på engangsfee til udbyder (CPM) og andre driftsomkostninger er afkastet 5,1%.

Dette er afkastet for hver 1 krone investeret i ejendomme.

For at øge det løbende investeringsafkast og for at give en større ejendomseksposering lånes der for hver 1 krone indskudt i Ejendomsselskabet Nordtyskland 2 kroner.

Handelsomkostninger og engangsfee er ikke amortiseret i afkastberegningen.

Finansieringsomkostningerne er i alt skønnet til 4,2% inkl. rentemarginal til realkreditinstitut og køb af et renteloft (rentecap).

Dermed bidrager 1 krone lånt og investeret i ejendomme med $5,1\% - 4,2\% = 0,9\%$ i afkast.

Afkastet for hver 1 krone investeret egenkapital i ejendomsselskabet kan dermed opgøres som $5,1\%$ plus to gange $0,9\% = 6,9\%$. Hertil kan lægges forventet indtjening på valutaterminsforretning EUR/DKK på $0,2\%$, som omlægger egenkapitalen fra DKK til EUR. Afkastet er herefter $7,1\%$ før skat.

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, svarende til en belåningsprocent på ca. 67%.

Det viste afkast ovenfor er eksklusiv enhver form for værdiregulering. Såfremt det tyske ejendomsmarked retter sig, vil afkastet skulle suppleres med en værdistigning på ejendoms-selskabets ejendomme. I tabellen nedenfor er vist afkastet før skat ved forskellige værdistigningstakter.

Afkast ved værdistigning

Afkast ejd. netto	5,09%
Rente fremmedkapital	4,20%
Belåningsgrad	67,00%
	Afkast på
Værdistigning:	egenkapital
0%	7,08%
2%	13,14%
4%	19,20%
6%	25,26%

Stiger ejendommene med fx 2%, som er tæt på det forventede langsigtede inflationsniveau i Euroland, vil afkastet stige fra 7,1% til 13,1%. Stiger ejendomspriserne med 4%, dvs. en årlig realprisstigning på 2%, vil afkastet inkl. værdiregulering stige til 19,2%.

1.5 Formelle forhold

Der udbydes i den første tegningsrunde minimum 300 mio. DKK i Ejendomsselskabet Nordtyskland, og nyttegningen er maksimeret til 1.000 mio. DKK af hensyn til ønsket om inden for maksimalt 12 måneder at have erhvervet den fulde ejendomsportefølje. Der er mulighed for en anden tegningsrunde, hvor der udbydes et beløb, så den samlede tegning maksimalt udgør 1.750 mio. DKK.

Første tegningsrunde er i oktober og november 2006, og en eventuel anden tegningsrunde er i juni 2007. Såfremt der sker en overtegning i første tegningsrunde vil der være mulighed for forhåndstegning til anden tegningsrunde i juni 2007.

Ejendomsselskabet Nordtyskland er stiftet af Core Property Management A/S (CPM). Partner-gruppen hos CPM har indskudt 20 mio. DKK i mellemfinansiering, som er suppleret med en mellemfinansiering på 150 mio. DKK fra Spar Nord Bank og Nykredit. Partnernes lån konverteres ved første tegning til indskud. Mellemfinansieringen fra de to banker indfries, når endelig tegning har fundet sted.

Tegnes det maksimale beløb på 1,750 mia. DKK vil der således skulle købes ejendomme for et beløb på 5,25 mia. DKK.

Tegning af kapital sker som 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. Idet hver investor skal tegne for minimum DKK 400.000,00, er nærværende prospekt undtaget fra reglerne i prospekt-bekendtgørelse nr. 306 af 28. april 2005.

En investering i Ejendomsselskabet Nordtyskland bør have en lang tidshorisont som fx 10 år. Købs- og etableringsomkostningerne er store og bør afskrives over en længere årrække. Aktierne er unoterede og vanskeligt at omsætte.

1.5.1 Selskabsstruktur

Ejendomsselskabet Nordtyskland er struktureret med to niveauer af selskaber.

Alle ejendomme er ejet af et kommanditaktieselskab (KAS). Dette selskabs aktieandele er ejet af dels fire aktieselskaber (hvor igennem de fleste investorer vil investere via køb af aktier), og dels pensionskasser som direkte køber aktieandele i kommanditaktieselskabet.

Denne struktur er etableret for at skabe skatte-transparens for PAL beskattede pensionskasser.

Private investorer og institutionelle investorer, som ikke er PAL-beskattede, vil dermed investere via køb af aktier i et af de fire aktieselskaber benævnt:

- Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S
- Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S
- Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S
- Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S

De fire aktieselskaber investerer den tegnede aktiekapital i

- Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab,

som ejer alle de erhvervede ejendomme.

Se afsnit 8.1 for en nærmere beskrivelse af selskabsstrukturen.

1.5.2 Udbytte og Exit

Der forventes en udbytteprocent på 5%, som udbetales første gang for 2008. 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.

Selskabets aktier og aktieandele er unoterede og kan derfor kun omsættes, hvis der kan findes en anden køber. CPM 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 6 år og derefter hvert 3. år skabes "Exit Windows", hvor Ejendomsselskabet Nordtyskland kan tilbagekøbe egne aktier fra de investorer, der ønsker at sælge.

1.5.3 Ejendomsforvalter og udbyder

Projektet udbydes af Core Property Management A/S (CPM), der er ejet af tre store danske finansielle institutioner, Nykredit, Sydbank og Spar Nord Bank samt CPM's partnerkreds. Nærmere beskrivelse af selskabet findes i kapitel 12.

CPM varetager opkøb af ejendomme, forhandling af finansiering, løbende lånepleje, løbende optimering af selskabets indtjening samt overvågning og pleje af ejendomsporteføljen.

CPM modtager herfor et løbende årligt fee på 0,5% af balancen.

I forbindelse med etablering af ejendomsporteføljen betales et engangsfee på 2,5% af balancen. Feesatsen for institutionelle investorer er en kombination af et lavere engangsfee samt en performancefee, hvilket er nærmere beskrevet i kapitel 8.

1.6 Ejendomsselskabet Nordtyskland sammenlignet med andre projekter

Ejendomsselskabet Nordtyskland adskiller sig fra en række typiske ejendomsprojekter ved:

- ikke at være baseret på skattefradrag
- ikke at være baseret alene på forventede fremtidige værdistigninger
- at have en lav omkostningsstruktur
- at skabe en eksponering mod primært tyske boligudlejningsejendomme i store byer
- at gå efter bedre beliggende ejendomme med et lavere direkte, men mere sikkert afkast
- at byde på åbenhed og gennemsikkelighed i projektet, bl.a. om baggrund for investeringen, og projektets fee- og omkostningsstruktur.

Erhvervsejendomme indgår i de fleste ejendomsfonde og ejendomsprojekter, typisk fordi boligsejendomme giver et lavere afkast end erhvervsejendomme i form af kontorer, butikker, lager- og industribygninger

Erhvervsejendomme har dog en risiko for, at ejendommens værdi ikke udvikler sig positivt over tid, såfremt ejendommen ikke har et betydeligt element af geografisk unik placering. Mange erhvervsejendomme vil over tid bare blive utidssvarende og enten skulle nedrives eller ombygges/ moderniseres for et betydeligt beløb. Derfor er det ikke uproblematisk at forudsætte, at en erhvervsejendom automatisk vil stige i værdi i takt med den generelle inflation.

Dette problem har boligudlejningsejendomme i store byer normalt ikke. Det forventede mindre løbende afkast forventes suppleret af en positiv værdiregulering, som ofte kan sættes højere end pristallet, idet ejendommens beliggenhed i takt med metropolens udvikling får en øget beliggenhedsværdi.

2. Tysk økonomi og demografi

2.1 Tysk økonomi

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

Tyskland var Europas vækstlokomotiv fra efterkrigstiden og frem til midten af 90'erne. Herefter har genforeningsomkostningerne med det tidligere Østtyskland, stive arbejdsmarkedsstrukturer og en tung offentlig sektor lagt en betydelig dæmper på tysk økonomi.

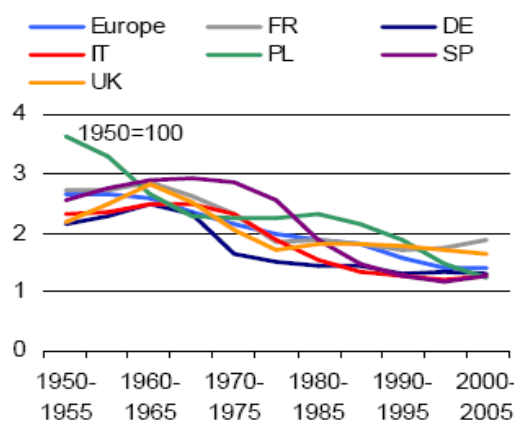
De større tyske virksomheder er – på trods af den svage generelle økonomiske udvikling i Tyskland – langt fremme i outsourcing-processen, specielt set i forhold til eksempelvis franske og italienske virksomheder. Tyske virksomheders eksport er steget kraftigt bl.a. som følge af eksport af kapitalgoder til bl.a. Kina.

Merkel regeringen har siden valget i 2005 overrasket positivt og skabt øget optimisme i befolkningen generelt. Der er i takt med gennemførelsen af strukturelle reformer skabt bedre grundlag for en mere permanent forøgelse af den tyske vækst.

2.2 Demografisk udvikling

I Tyskland forventes befolkningstallet at falde på grund af en lav fødselshyppighed (p.t. 1,4).

Udvikling i fertilitet



Source: UN Population Division

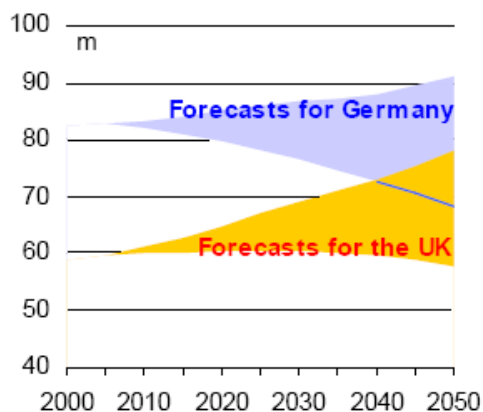
Kilde: Deutsche Bank Research m juli 2005

Den lave fertilitet bliver ikke opvejet af indvandring. Der er nedenfor vist en fremskrivning for den tyske befolkning frem mod 2050 udarbej-

det af United Nation. Det mest sandsynlige scenarium er et fald på 5-10%.

Dette scenarium kan dog udvikle sig mere positivt, såfremt fertilitetskvotienten øges. I Tyskland har den lange periode med moderat økonomisk udvikling og dårlige pasningsordninger for børn bidraget markant til den lave fødselshyppighed.

Forventet befolkningsudvikling

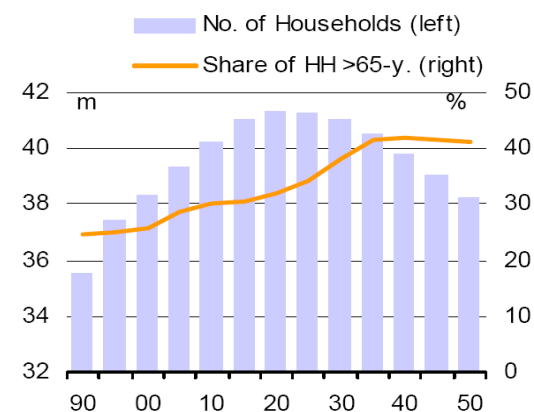


Source: UN Population Division, high and low variants

Kilde: Deutsche Bank Research m juli 2005

Mere afgørende for efterspørgslen efter boliger er dog udviklingen i antallet af husstande. Denne ser mere positiv ud. Som det fremgår af nedenstående tabel, vil antallet af husstande

Udvikling i antal husstande



Sources: Fed. Stat. Office, DB Research

Kilde: Deutsche Bank

stige helt frem til 2025, og man skal helt frem til 2045, før at antallet af husstande er nede på samme antal som i 2005.

CPM ser derfor god mulighed for, at det tyske ejendomsmarked på en 10 års sigt kan udvikle sig mere favorabelt end i de seneste 10 år.

3. Investeringsstrategi

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

3.1 Allokering på byområder

Valget af hvilke byområder, der skal investeres i, er den vigtigste beslutning i investeringsstrategien. Der er i kapitel 4 redegjort for valget af de tyske byområder, som indgår i de valgte investeringsområder.

Ejendomsporteføljen forventes allokere mellem byområderne, Hamborg, Berlin, Hannover, Frankfurt/Main samt Düsseldorf, Köln og Bonn. De tre sidst nævnte byer er som bekendt næsten et sammenhængende byområde. Det kan komme på tale at investere i andre byer, specielt beliggende i de attraktive sydtyske områder som München, Stuttgart, Nürnberg og Trier, men dette vil kun ske undtagelsesvist og kun, hvis de rette afkast kan opnås.

Investeringsområderne har det til fælles, at der er tale om store byområder, som CPM forventer vil opleve langsigtet vækst. Den økonomiske og sociale udvikling går i retning af centralisering i færre store byområder, som kan tilbyde indbyggerne uddannelser, jobmuligheder, kulturtilbud m.m. Ligesom virksomhederne efterspørger specialiseret arbejdskraft, logistik og supportfunktioner af enhver type m.m.

Den generelle udvikling mod flere, men mindre husholdninger som typisk også er ældre, peger også på en vandring mod de store bycentre.

I byområder foretrækkes de mere centrale lokaliteter på bekostning af yderområder. Det er CPM's opfattelse, at de bedre lokaliteter på sigt vil give den største værdistigning.

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

By	Allokering i %	Forventet bruttoafkast	Min allokering	Max allokering
Hamborg	30%	6,6%	25%	40%
Berlin	10%	6,6%	10%	30%
Hannover	15%	7,5%	5%	20%
Frankfurt/Main	15%	6,8%	10%	30%
Düsseldorf/Köln /Bonn	30%	7,5%	15%	35%
Andre	0%	5,8%	0%	25%
I ALT	100%	7,0%		

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 ovenfor.

Den største allokering vil finde sted til Hamborg fulgt af Düsseldorf/Köln/Bonn, herefter følger Hannover, Frankfurt/ Main og Berlin.

De sydtyske områder, som også er dem, der oplever den største befolknings- og økonomiske udvikling, er umiddelbart de meste attraktive områder. Men det er også de områder, hvor ejendomspriserne er højest, og hvor udlejnings-ejendomme både giver et lavt afkast og er vanskeligere at erhverve, idet mange allerede er udstykket og solgt som ejerboliger.

3.2 Erhvervelsesmetoder

Ejendommene erhverves på tre måder:

- Som "stock pick" (selektiv udvælgelse), hvor der erhverves en ejendom ad gangen.
- I form af køb af mindre porteføljer.
- Som projektkøb.

Langt de fleste ejendomme forventes erhvervet som "stock pick" eller køb af mindre porteføljer.

Fordelen ved køb af enkelte ejendomme som "stock pick" er, at det sker i et marked, som er forholdsvis illikvidt og med ringe gennemsigthed, hvilket giver mulighed for gode køb for en fokuseret investor. De ejendomme, som udvælges, skal ligge i attraktive områder, hvor der er meget lav eller ingen tomgang.

Markedet for investeringsejendomme kan groft opdeles i 3 investorsegmenter:

- Små ejendomme i prisintervallet 1-3 mio. EUR, der er domineret af tyske privatpersoner som købere.
- Større ejendomskomplekser over 10 mio. EUR, der er domineret af institutionelle investorer.
- Mellemstore ejendomme på 2-10 mio. EUR, hvor der ikke er en veldefineret købergruppe.

Ejendomsselskabet Nordtyskland forventes primært at erhverve ejendomme i prisintervallet 2-10 mio. EUR, der efter CPM's vurdering rummer de bedste muligheder for gode køb.

Det vil også komme på tale at erhverve mindre ejendomsporteføljer, 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, hvor det efterfølgende kan komme på tale at afhænde ejendomme, som ikke passer ind i investeringsstrategien.

Det kan komme på tale at erhverve ejendomme i form af 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. Denne form for køb kan eksempelvis blive aktuel i forbindelse med, at likviditet frigøres ved frasalgs af ejendomme, der er indkøbt som porteføljer.

Der vil derimod ikke blive erhvervet ejendomme i form af store engroskøb. Denne købsmetode er typisk for angelsaksiske Private Equity fonde, som har erhvervet meget store ejendomsporteføljer ofte placeret i mere marginale regioner eller i marginale områder i større byer.

Priserne på disse engros opkøb er typisk 800-900 EUR pr. m². Tendensen går mod højere priser og lavere afkast, idet efterspørgslen efter engrosporteføljer klart overstiger udbuddet. Porteføljerne udbydes typisk i licitation med op til 50 deltagere, hvor køberne byder hinanden op.

Prisen ved denne type handel er efter CPM's opfattelse høje set i forhold til kvaliteten af boligerne og især deres beliggenhed.

De amerikanske og engelske Private Equity fonde tror på en eksplosiv udvikling i de tyske ejendomspriser og forventer en "exit" via salg som ejerlejligheder til markant højere priser efter en kort investeringshorisont på 4-5 år. CPM er skeptiske over for denne forretningsmodel.

Det er bemærkelsesværdigt, at de betydelige handelsomkostninger, der er ved at købe enkelte ejendomme, og som i et vist omfang kan undgås ved store engroskøb, ganske enkelt er overvæltet i salgsprisen. Dermed er afkastet efter handelsomkostninger overraskende lavt for disse engrosporteføljer set i forhold til deres typisk sekundære placering. Med andre ord prisen for meget store porteføljer er konkurrenceret op set i forhold til prisen ved køb af enkelt-ejendomme eller små porteføljer.

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 store rene mæglerkæder (for boligejendomme). Dermed bliver det vigtigt at skabe et netværk hos de lokale mindre mæglere i de byområder, der investeres i, hvilket sker ved regelmæssige besøg af CPM's medarbejdere.

Mæglerhonoraret er højt typisk over 3% og betales af køber. En ejendom udbydes ofte gennem flere mæglere, hvilket giver en vis konkurrence om at finde en køber først hos mæglerne. Denne situation giver selvfølgelig mulighed for at forhandle mæglerhonoraret ned.

I den nuværende markedssituation opleves i de byområder, hvor den udenlandske interesse er størst, en stigende konkurrence mellem køberne hos én 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 mæglerlønnet, men sælger er typisk professionelle nok til at overvælte en del af det sparede salær i købsprisen. Kontakt direkte til sælger kan typisk ske, såfremt sælgerne er lokale pengeinstitutter, lokale myndigheder og boligforeninger eller store lokale firmaer. Selv om CPM forsøger direkte køb af ejendomme, forventes der ikke stor succes med denne strategi i de byområder, som er udvalgt. Der er derfor regnet med udgifter til mæglerløn i prognoserne.

3.4 Lokal investeringsstrategi

Det er CPM's opfattelse, at kvalitet betaler sig. Ved en forværring af udlejningsmulighederne i det tyske lejeboligmarked vil den rigtige placering, funktionalitet og rette kvalitet ved kvarter, ejendom og lejlighed blive afgørende for, om lejeniveauet kan holdes, og tomgangen holdes lav. Dårlig beliggenhed og manglende charme kan let resultere i meget høj tomgang, idet lavere leje ikke er nok til at kompensere for manglerne.

Det er CPM's opfattelse, at gode ejendomme med god placering ikke er prissat korrekt, set i forhold til ejendomme, som enten har tomgang og/eller ligger i ikke attraktive områder/bydele. De dårlige ejendomme kompenseres ikke nok i form af et højere afkast.

Retter det tyske boligmarked sig, vil prisstigningerne efter CPM's 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 omfatter:

- 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.
- Gadestøj er en vigtig faktor. Er der for kraftig støj, er ejendommen ikke attraktiv. Ved støjbelastning er det vigtigt med soveværelse mod gård.
- Lejlighedernes indretning, gerne stort køkken, ikke for store badeværelser og helst køkken / badeværelse / stue mod gade.
- Størrelse på 2-5 værelser er mest optimalt. 1 m² svarer dette til 50-100 m². Er alle lejlighederne for små – 1 eller små 2 værelses lejligheder – erhverves ejendommen 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 ejendoms-vurdering indgår et subjektivt element, som ikke kan kvantificeres, men som er meget vigtig for en lejers opfattelse af ejendommen og den enkelte lejlighed. Grimme og ucharmerende lejligheder er sværere at udleje.

Ejendomsporteføljen fordeles på både nyere og ældre renoverede ejendomme.

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

3.5 Typer af ejendomme

På grund af de særlige forhold, som de omfattende bombardementer under 2. verdenskrig gav for de tyske byområder, er den type ejendomme, som forventes erhvervet, grupperet på en særlig måde.

Der er typisk fire typer ejendomme:

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, idet de med bjælkelag i træ, ældre vand-, varme- og el-installationer har mange bygningselementer, som kan kræve vedligeholdelse. Mellem 10% og 20% af porteføljen forventes placeret i denne type ejendomme. De er typisk egnede til udstykning som ejerlejligheder på grund af placering og ejendommens 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. En stor del af porteføljens ejendoms masse forventes at være fra denne periode.

Betonbyggeri, fra 1960'erne og 1970'erne. Disse bygninger er ofte 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. CPM forventer ikke, at ejendomsporteføljen vil rumme mange af denne type ejendomme.

Nybyggeri, 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. En relativ stor del af ejendomsporteføljen forventes at ligge i denne kategori.

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. Dette er kombineret med billige lån. Det er CPM's vurdering, at disse ejendomme, såfremt bindingsperioden er rimelig, kan være meget attraktive investeringsmæssigt.

Når bindingsperioden er udløbet, vil lånet typisk skulle indfries helt, men til gengæld vil lejeafståttelsen blive frigivet og lejeanvisningsretten bortfalder. Der er ofte tale om ejendomme i god stand med attraktiv beliggenhed.

4. Det tyske boligmarked

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

I Tyskland bor kun 44 pct. af befolkningen i ejerbolig, mod 60-70 % i de skandinaviske lande og 70-80 % i Sydeuropa. Dette indebærer, at 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.

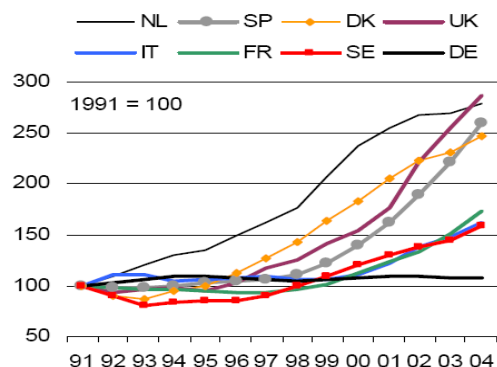
Andel af lejeboliger i Euroland	
Tyskland	39%
Frankrig	22%
Italien	10%
Holland	6%
Spanien	6%
Grækenland	4%
Belgien	4%
Østrig	3%
Portugal	3%
Finland	2%
Irland	1%

Kilde: CPM beregning på 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.

Udvikling i ejendomspriserne



Deutsche Bank

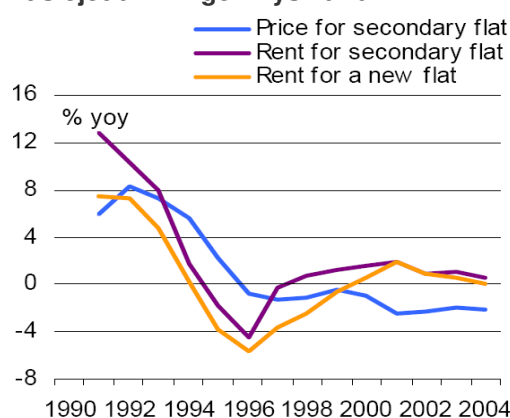
Da der i samme periode har været en vis inflation, er de tyske reale boligpriser direkte faldet, hvilket er enestående i den vestlige verden.

I ovenstående graf 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 lejeniveauer, har samme tendens gjort sig gældende som for huspriserne.

Huslejudviklingen Tyskland



Sources: BulwienGesa, DB Research

Kilde: Deutsche Bank

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

4.1 Udbud og efterspørgsel

Prisdannelsen på ejendomme er bestemt af både udbud af den bestående beholdning af ejendomme, tilgangen af nye ejendomme og efterspørgslen.

I Tyskland er udbuddet præget af et markant fald i nybyggeriet, som er reduceret til 220-250.000 enheder årligt. En halvering over 10 år. Set i forhold til en samlet beholdning på knap 40 mio. boliger er nyttilgangen så lav som 0,6% årligt.

Udbuddet vil komme under yderligere pres, idet den såkaldte "Eigenheimzulage", der var et skattetilskud til nybyggeri af eget hjem, er afskaffet i foråret 2006.

I lighed med en række andre Vesteuropæiske lande sparer tyskerne ikke nok op til deres pension. I takt med at befolkningen bliver ældre, vil fokus på dette problem blive øget. 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 CPM, 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 boligydelse.

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 marginale 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 befolkningen og især i antal husstande. Udviklingen i befolkning og 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 Ruhr-distriktet.

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 som fx Hamborg, Frankfurt og Düsseldorf.

Antal husstande frem til 2020



Kilde: Kempen & Co. research, juni 2005

I nedenstående tabel er vist en række nøgletal for de byområder, som ejendomsselskabet vil have særlig fokus på.

Nøgletal for investeringsområderne

	Indbyggere	Arbejdsløshed 2005	Købekraft/Tyskland
Berlin	3,4 mio.	19,8%	96,3
Hamburg	1,7 mio.	11,0%	108,5
Køln	1,0 mio.	13,1%	114,1
Frankfurt	0,65 mio.	10,3%	110,4
Düsseldorf	0,57 mio.	11,3%	124,9
Hannover	0,52 mio.	14,1%	105,4
Bonn	0,31 mio.	8,7%	116,0

Kilde: Länder statistic, EuroFinanz, juli 2006

På nær Berlin er der tale om byer, hvor befolkningens købekraft ligger over det tyske gennemsnit.

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 nedenstående figur.

Skøn over stigning i ejendomspriser

Graph 11: Forecast price development until 2020



Kilde: Kempen & Co, juni 2005

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). I det tidligere Østtyskland har der været en afindustrialisering på grund af omvekslingen af Østmark til D-mark i forholdet én til én. Dette ødelagde det tidligere Østtysklands konkurrenceevne.

De grønne områder omkring Hamburg, Berlin, Sydvesttyskland ved Frankfurt/Main og Stuttgart, samt Sydvesttyskland med bl.a. Nürnberg og München forventes at have en kraftig prisstigning.

En af forklaringerne på de stagnerende tyske boligpriser er, at prisniveauet tilbage i 1970'erne og 1980'erne var relativt højt, men efter stagnation i prisudviklingen siden 90'erne, er tyske boliger målt i absolutte priser i dag, billige sammenlignet med de fleste Vesteuropæiske lande.

Til sammenligning er i nedenstående tabel vist priser for ejerboligejendomme i København, Berlin og Hamburg. I det boligudlejningsejendomme i Tyskland normalt kan udstykket til ejerlejligheder er den relevante sammenligning med danske ejerboliger.

Priser på danske og tyske ejerboliger i DKK

	Nye boliger Pris pr. m ²	Gl. boliger Pris pr. m ²
København	30.000 - 50.000	30.000 - 35.000
Berlin	15.000 - 18.000	7.000 - 13.000
Hamburg	15.000 - 22.000	8.000 - 18.000

Ejerboliger i København er ca. 2-3 gange så dyre som i Tyskland.

4.3 Boligmarkedet i Hamburg

Hamburg er med 1,7 mio. indbyggere Tysklands anden største by. Hele delstaten Hamburg 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 anden største containerhavn med bred shipping virksomhed.

- Stor koncentration af flydelsfabrikation, idet 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/vest gående samhandel med Rusland og Østeuropa går gennem Hamborg havn.

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

Fra Hamborg går der hurtigtog til Tysklands nye hovedstad Berlin. Turen tager 1½ timer. 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.

Det er Ejendomsselskabets hensigt at erhverve dels ældre renoverede ejendomme fra forrige århundredskifte, efterkrigsbyggeri fra 1950'erne samt nyere ejendomme med P-kælder i områderne, som ligger i to bydeles ("bezirke") afstand rundt om Alster og langs den nordlige side af Elben mod Vest.

Prisniveauet i disse områder er 1.200-2.000 EUR/m². Der omsættes årligt mellem 375-450 udlejningsejendomme i Hamborg årligt. Lejeniveauet pr. måned er 6-10 EUR/m² og op mod 15 EUR/m² i gode områder og nye bygninger.

4.4 Boligmarkedet i Berlin

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

Økonomisk set er Berlin med et BNP pr. indbygger på 21.000 EUR mere end 20% "fattigere" end det gennemsnitlige niveau for Tyskland. Ca. 19% af arbejdsstyrken i Berlin er arbejdsløs mod godt 9% for hele Tyskland (medio 2006).

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 m² pr. indbygger er lavt med ca. 39 m² mod 44 m², 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 charneforladt.

Der er typisk tale om ejendomme opført i det tidligere Østberlin. Mange af disse ejendomme er renoveret, men svære at udleje. En række af disse boligblokke forventes senere nedrevet.

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. Der er kun 50 km til motorvejsovergangen til Polen, som er den vigtigste forbindelse mellem Vest- og Østeuropa. Hurtigtogsforbindelse til bl.a. Hamborg (1½ timer) samt etableringen af en forventet ny storlufthavn, som vil blive den tredje største i Tyskland (efter Düsseldorf og Frankfurt).
- "Spinn 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.

Ejendomsselskabet vil i Berlin investere i ældre renoverede ejendomme samt enkelte nyere ejendomme med P-kælder med fokus på områder som: Charlottenburg, Mitte, Friedrichshagen, Kreuzberg, Wilmersdorf, Steglitz og Zehlendorf.

Priserne for de erhvervede ejendomme forventes i niveauet 1.000-1.600 EUR/m². Berlin er et stort marked med en årlig omsætning af udlejningsejendomme på 1.100-1.300 stk. Lejeniveauet er lavt med 4-6 EUR/m² 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, hvilket har bragt bruttoafkastet ned på 6-7% for mere centralt beliggende ejendomme.

4.5 Boligmarkedet i Hannover

Hannover by har ca. 520.000 indbyggere, og Hannover og omegn har 1,2 mio. indbyggere. Hannover er Landeshauptstadt for Niedersachsen.

Hannover er erhvervsmæssigt kendetegnet ved:

- En god infrastruktur, med tog, lufthavn og logistik knudepunkt nær den nord-sydgående og den øst-vest gående 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, herunder bl.a. Expo 2000 udstillingen.

Byens erhvervsstruktur har hidtil formået at tilpasse sig, således at 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 krigen, så en stor del af byen er genopbygget efter krigen. Dette har resulteret i en meget effektiv infrastruktur.

Der er i byen kun få kvarterer med en stor koncentration af sociale problemer, hvor ejendomsselskabet ikke vil erhverve ejendomme. Udover opførelsen af ca. 1000 boliger nær Expo 2000 området, er der ikke opført nye udlejningsejendomme i de senere år. Der omsættes ca. 250-325 udlejningsejendomme årligt til priser på 1.000-1.400 EUR/m². Lejeniveauet pr. måned er 5-8 EUR/m² og med en topleje på 8-9 EUR/m². De mere centrale områder handles til et bruttoafkast på 7%-8%.

4.6 Boligmarkedet i Frankfurt/Main

Frankfurt am Main har ca. 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 ECB, 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 relativt 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.

Der omsættes årligt ca. 350 udlejningsejendomme til priser på 1.200- 2.000 EUR/m². Lejeniveauet pr. måned er 6-8 EUR/m² med top leje på 10 EUR/m². De bedste bydele handles til et bruttoafkast på 5,5-6,25%. De fleste gode områder handles til et bruttoafkast på 6,5-7,5%.

4.7 Boligmarkedet i Düsseldorf

Düsseldorf er Landeshauptstadt for 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, Thyssen-Krupp. Herudover har Düsseldorf et stort messeområde, universitet, og lufthavnen er Tysklands næststørste lufthavn 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 nettotilvækst på 5-10.000 personer om året, hvilket

betyder, at tomgangsrisikoen for boliger er forholdsvist 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. 300 udlejningsejendomme, og priserne ligger mellem 700-1300 EUR/m². Huslejeniveauet er med 5-8 EUR/m² pr. måned forholdsvist lavt. Bruttoafkastet af boligejendomme er ca. 8%.

4.8 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 en 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 1500-1800 EUR/m². Lejeniveauet ligger relativt højt med 6-10 EUR/m² pr. måned. Bruttoafkastet ligger i niveauet 7,5-8%.

4.9 Boligmarkedet i Köln

Köln er Tysklands 4. største by med 1 mio. indbyggere og i området bor 3 mio. indbyggere. Industrielt er byen førende inden for kemi- og medievirksomheder, og byen har mange uddannelsesinstitutioner. Byen er for en stor dels vedkommende opført efter krigen.

Der omsættes årligt 600-650 udlejningsejendomme til priser på 1.200-1.800 EUR/m². Bruttoafkastet ligger i niveauet 7,5%. Lejeniveauet ligger på 6,5 – 10 EUR/m².

5. Forvaltningsstrategi

Efter at erhvervsfasen er afsluttet, vil CPM rette fokus på optimering af den løbende drift og udvikling af de erhvervede ejendomme.

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 20-35% 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 ligesom i Danmark, men er ikke så detaljestyret. 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 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.

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 denne, at udlejer gennemfører denne 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 set 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 er 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 CPM.

5.2 Lokal administration

Den lokale administration i Tyskland af de enkelte ejendomme 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 og afregning af a conto regnskab for "Nebenkosten" og alle løbende vedligeholdelsesopgaver.

Det er CPM's 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. Denne opgave er det svært at sikre udført på optimal vis. Derfor er det nødvendigt med jævnlige besøg hos den lokale administrator for at gennemgå udførte nyudlejninger.

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 (fa-

cade, tag og fundamenter) eller på generelle mangler i de enkelte lejligheder.

Det vil være normalt, at der for hver ejendom fastlægges en standard renoveringskutyeme, 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 markeds-mæssige 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 investorenes side give sig udslag i, at ejendommene bliver handlet til et lavere afkast og dermed en højere pris.

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 CPM's opfattelse afhænge ikke bare af den generelle økonomiske og befolkningsmæssige udvikling i Tyskland, men også i meget høj grad af om ejendommen er placeret de rigtige steder.

Det er derfor, at investeringsstrategien, som beskrevet i kapitel 3, har fokuseret på udvæl-

gelse af de byområder, som CPM forventer vil være de langsigtede 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.

Udstykningsretten gælder dog ikke for ejendomme opført med særlig støtte 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 billig 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.

Den type ejendomme, som Ejendomsselskabet Nordtyskland udvælger til køb, er både velholdte og velbeliggende mindre og mellemstore ejendomme, som på sigt er meget egnede til udstykning som ejerlejligheder.

5.6 Tilpasninger af ejendomsporteføljen

De erhvervede ejendomme er erhvervet som en langsigtet anlægsinvestering.

I forbindelse med køb af samlede porteføljer kan der dog blive erhvervet ejendomme, der ikke passer ind i den langsigtede investeringsstrategi, og som derfor vil blive afhændet.

I forbindelse med Exit Windows kan det ligeledes være nødvendigt at sælge ejendomme.

5.7 Finansiering og belåningsgrad

Der er beskrevet en række formelle finansieringsdetaljer i afsnit 8.8.

Den indskudte kapital i ejendomsselskabet suppleres med en realkreditbelåning, som øger balancen med en faktor 3. Dermed lånes for hver krone indskudt kapital 2 kroner, hvilket svarer til en belåningsgrad af balancen på ca. 67% (beregnet uden hensyn til initiale fees).

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%.

Især erhvervelse af ejendomme som projektkøb vil være en meget hensigtsmæssig måde at disponere et forventet likviditetsoverskud, idet betalinger finder sted 2-3 år efter projektkøbet.

5.8 Rente- og valutastyring

Det er en integreret del af CPM's 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. 5,1%.

Det er samtidig et mål, at selskabets finansiering skal være så fleksibel, at det er muligt at sælge ejendomme i forbindelse med Exit Windows m.v., 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 låneoptagel-

sen. Valget af obligationstype og valuta vil blive bestemt af hvilken type og valuta, som vil give den mest optimale finansiering.

Enten kan finansieringen ske i DKK med DKK obligationer. Ejendomsselskabets egenkapital er også denomineret i DKK. Dermed vil eliminering af valutarisiko kræve, at Ejendomsselskabets aktiver i EUR swappes til DKK. Med de nuværende rentestrukturer på EUR og DKK vil swappen give anledning til en indtjening, som svarer til renteforskellen mellem DKK og EUR, idet EUR er lavere forrentet end DKK (i den korte ende af rentekurven).

Alternativt kan finansiering finde sted ved EUR obligationer. Dermed vil det være naturligt at swappe egenkapitalen i DKK til EUR, således at finansieringssiden matcher aktiverne, som er ejendomme denomineret i EUR. En sådan omlægning vil med de nuværende rentesatser på DKK og EUR give anledning til en mindre renteindtjening.

Hovedparten af finansieringen forventes at ske ved at realkreditlånene optages med en 3 mdr. variabel rente.

Alternativt kan det komme på tale helt eller delvist at fastlåse renten i 1-5 år ved enten et fastrentelån eller via renteswap.

I det omfang finansieringen sker ved 3 mdr. rente eller korte fastrente lån, vil en del af renterisikoen blive afdækket gennem køb af en 5-årig rentecap med et renteloft på 4,0-4,5%.

Afdækning af renterisikoen på fremmedkapitalfinansieringen er i de efterfølgende prognoser vist med en afdækningsgrad på 70%, men kan vælges foretaget op til 100%.

Rentestrategien vil blive fastlagt, når lånene hjemtages i 2007 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 valutaterminforretninger.

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 efterfølgende prognose, som belyser indtægter, udgifter, cash flow m.m., er der taget udgangspunkt i de bruttoafkast, som der aktuelt kan erhverves boligudlejningsejendomme til og den allokering på byområder, som er vist i kapitel 3.

Prognosen er vist samlet for Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab og de fire aktieselskaber, Ejendomsselskabet Nordtyskland I-IV A/S. Der er ikke vist beregninger for aktionærerne i de fire aktieselskaber, og 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 2,5%, som er gældende for Private Bank investorer. Der er ikke vist prognoser for en institutionel investor, som betaler

et lavere engangsfee mod til gengæld at betale performancefee.

Prognosen er vist med et forventet indskud på 750 mio. DKK, som vil resultere i en samlet balance på 2.250 mio. DKK inkl. alle handelsomkostninger og engangsfees.

Prognosen er vist for det første fulde driftsår, som er 2008 beregnet med de forudsætninger, som er vist nedenfor.

Der er i bilagene i kapitel 18 vist skøn over 2006 og 2007 (og øvrige driftsår), hvor ejendomsselskabets balance er under opbygning.

De viste prognoser for 2006 og 2007 er beregnet som henholdsvis 5% og 70% af et fuldt driftsår beregnet for 2006 under den forudsætning, at ejendomsselskabet gennem hele 2006 havde erhvervet den fulde ejendomsportefølje.

Forventet allokering på byområder samt forventet brutto- og nettoafkast

Byområde	Allokering i %	Allokering excl. omk. og fees	Allokering incl. omk. og fees	Forventet bruttoafkast	Forventet nettoafkast
Hamburg	30%	608.347.885	675.000.000	6,60%	5,50%
Berlin	10%	202.782.628	225.000.000	6,60%	5,29%
Hannover	15%	304.173.942	337.500.000	7,50%	6,22%
Frankfurt/Main	15%	304.173.942	337.500.000	6,80%	5,69%
Düsseldorf/Köln/Bonn	30%	608.347.885	675.000.000	7,50%	6,22%
Andre	0%	0	0	5,75%	
I ALT	100%	2.027.826.283	2.250.000.000	7,04%	5,83%

Forventet pris pr. m², størrelse og antal lejligheder samt tomgang

Byområde	Pris pr. m ² i EUR	Gns. størrelse	Antal lejligheder	Antal m ²	Forventet tomgang	Faktor Pris/leje	Brutto afkast
Hamburg	1.500	65	836	54.365	1,0%	15,2	6,6%
Berlin	1.200	80	283	22.652	3,0%	15,2	6,6%
Hannover	1.200	65	523	33.978	1,0%	13,3	7,5%
Frankfurt/Main	1.600	75	340	25.484	1,0%	14,7	6,8%
Düsseldorf/Köln/Bonn	1.200	70	971	67.957	1,0%	13,3	7,5%
Andre	2.000	75	0	0	1,0%	17,4	5,8%
I ALT	1.350	69,5	2.953	204.436	1,2%	14,2	7,0%

6.1 Indtægter

Indtægterne er skønnet ved brug af de antagelser om allokering på byområder og afkast, som er vist i ovenstående tabel.

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

Det er forudsat, at 30% af porteføljen anskaffes i Hamburg til et bruttoafkast på 6,6%, og at 30% anskaffes i Düsseldorf/Köln/Bonn til bruttoafkast på 7,5%.

De resterende 40% af porteføljen fordeles med 10% på Berlin og 15% på Hannover og Frankfurt til bruttoafkast på henholdsvis 6,6%, 7,5% og 6,8%.

Der forventes en gennemsnitlig pris på knap 1.350 EUR/m², svarende til ca. 10.000 DKK/m².

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 ekskl. mur, andel i fællesarealer og ter-

rasser/altaner. Dermed er priserne, når man sammenligner med boligudlejningsejendomme, reelt endnu lavere i Tyskland sammenlignet med Danmark.

Prognosen forudsætter en balance på 2,25 mia. DKK efter tegning af 750 mio. DKK (i 2006 kroner), hvilket giver mulighed for at erhverve knap 3.000 lejemål med godt 200.000 m² lejeareal.

Den gennemsnitlige lejlighedsstørrelse er sat til 70 m² 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 4,5% inkl. tysk moms af lejeindtægterne.

2. Vedligeholdelsesomkostninger

Udgifterne til vedligeholdelse (den del som ikke betales af lejerne) er sat til 30 DKK/m² årligt (4 EUR/m²), idet de erhvervede ejendomme forventes at være i god stand.

3. Renteudgifter og låneomkostninger

I prognosen tages udgangspunkt i et rentemax lignende lån (lån med rentecap), hvor der betales 3 mdr. Euribor, plus 0,15%, som betaling for rentecap plus rentemarginal, svarende til i alt 4,2% p.a.

	Rente
3 mdr. euribor	3,50%
Lånemarginal	0,55%
Køb af rentecap p.a.	0,15%
Rente i alt	4,20%
EUR/DKK valutatermin	0,20%

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

I 2007 fratrækkes 1,0 promille af lånebeløbet, som skal dække dels etableringsprovision på 0,5 promille til Nykredit og dels skønnede vurderingsomkostninger på 0,5 promille.

4. EUR/ DKK swap

I forbindelse med omlægning af egenkapitalen i DKK til EUR opnås en renteindtjening på ca. 0,2% 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 1 mio. DKK (2006 kroner). Posten omfatter bl.a. tysk skatteregnskab, dansk skatteregnskab og årsrapport for Ejendomsselskabet.

6. Fee for ledelse og udvikling

I løbende fee er afsat 0,5% p.a. af balancen.

7. Engangsfee

I 2006 og 2007 betales et engangsfee på 2,5% af ejendomsbalancen inkl. handelsomkostninger.

Beløbet er fordelt med 1% af den skønnede fulde balance, som betales i 2006 og 1,5% af balancen, som betales i 2007 i takt med, at ejendommene erhverves.

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

Engangsfee'et er regnskabsmæssigt delt i 1,25%, som fratrækkes over driften i 2006 og 2007 som initiale finansieringsomkostninger, og 1,25% som aktiveres på kommanditaktieselskabets ejendomme.

8. Tomgangsleje og følgeudgifter

I Berlin forventes en tomgangsleje på 3% i de erhvervede ejendomme. Denne tomgang er lavere end som gældende for Berlin som helhed og skyldes valg af lokaliteter. I de øvrige byområder forventes en tomgang på 1%.

I forbindelse med tomgang vil udlejer skulle betale "Nebenkosten" for de ikke udlejede lejligheder. Dette beløb af sat til 25% af tomgangslejen og udgør 430.000 DKK (2006 kroner).

- 9. Bestyrelshonorar, advokat, m.m.**
Der er indregnet 400.000 DKK (2006 kroner) til eksterne bestyrelsesmedlemmer og til dækning af rejseudgifter med mere. Bestyrelsesmedlemmer ansat i CPM aflønnes ikke af Ejendomsselskabet. Herudover er der afsat 200.000 DKK til generalforsamlinger og diverse kontorhold (2006 kroner) samt 150.000 DKK til advokatbistand.

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 øget 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 5% årligt fra 2008, som er første fulde driftsår.

Omkostninger ved køb af tyske ejendomme er relativt store. De er skønnet til 8,25% og omfatter:

- 1. Ejendomsmægler salær**
I Tyskland betales salæret af køber, standardsatsen er 3-5%, men vil typisk kunne forhandles ned til 3% eller lavere. Dette beløb er momspligtigt.
- 2. Notar**
Udgifter til notar (tinglysning) af ejendom og pant udgør 0,5-1%, og er sat til 0,75%.
- 3. Omsætningsafgift (Grunderwerbsteuer)**
Der er en omsætningsafgift på 3,5%, som under visse betingelser kan udgå ved køb af ejendommen i et selskab. Køb ved erhvervelse af et selskab kan derfor komme på tale. Købes via et selskab, fx GmbH, kræver dette dog, at ejerskabet deles med anden investor (juridisk person), som skal erhverve mindst 6% af selskabet. Denne anden investor må, hvis der fx er tale om

et selskab, ikke have samme ejerkreds (vurderes som bestemmende indflydelse).

- 4. Byggeteknisk gennemgang, valuar- og advokatomkostninger**
Der er hensat udgifter på 0,50% 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 omkostninger ca. 5,1%.

Omkostningerne ved handel med tyske ejendomme er således ca. 3%-point 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.

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 inkl. omsætningsafgiften på 3,5%.

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

6.3 Prognose for fuldt driftsår 2008

Nedenfor er vist en prognose for første fulde driftsår, som er 2008. Prognosen er vist for et tegnet beløb på 750 mio. DKK, som vil resultere i en forventet balance på 2,25 mia. DKK (i 2006 priser).

De samlede lejeindtægter efter fradrag for tomgang (i 2008) vil være 143,4 mio. DKK. Efter fradrag af udgifter til lokal tysk administration af ejendommene (opkrævning af leje, lokal bogføring, styring af viceværter og håndværkere) på 6,5 mio. DKK, vedligeholdelse, som er skønnet til 6,2 mio. DKK og udgifter til ledelse

og udvikling, revision og regnskab, udgifter på tomme lejemaal samt bestyrelse mv. på 13,4 mio. DKK, vil overskuddet udgøre 117,3 mio. DKK før finansielle poster.

Dette overskud før renter svarer til 5,2% af balancen på 2,27 mia. DKK. Renteudgiften er 63 mio. DKK og indtjening fra EUR/DKK swap er 1,4 mio. DKK, hvilket giver et ordinært overskud før skat på 55,7 mio. DKK svarende til 7,4% af den indskudte kommanditaktiekapital på 750 mio. DKK.

Prognose med leje og værdistigning 1,75% p.a. og rente 4,2% p.a.

Driftsprogno	2008	2016
Lejeindtægter efter tomgang	143.412.238	164.763.707
LEJEINDTÆGTER I ALT	143.412.238	164.763.707
Tysk administration	-6.453.551	-7.414.367
Ejendomsudgifter, tomme lejemaal	-435.462	-500.295
Vedligeholdelse	-6.207.134	-7.131.263
Ledelse og udvikling	-11.210.042	-12.879.013
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-763.125	-876.740
Revision og regnskab	-1.017.500	-1.168.987
DRIFTSUDGIFTER I ALT	-26.086.814	-29.970.665
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	117.325.424	134.793.042
Renter finansiering	-63.000.000	-55.571.162
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	1.390.244	1.390.244
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	55.715.668	80.612.124
Værdiregulering af ejendomme	38.894.817	44.685.547
OVERSKUD FØR SKAT	94.610.485	125.297.671
Skat af årets resultat	-24.977.168	-33.078.585
OVERSKUD EFTER SKAT	69.633.317	92.219.086
Ordinært overskud i % af KAS-kapital	7,43%	10,75%
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	9,28%	12,30%

Balanceprognose ultimo	2008	2016
Ejendomme incl. erhvervsesomk.	2.261.455.793	2.598.145.363
Likvide beholdninger	13.199.294	31.523.086
Ejendomme incl. erhvervsesomk.	2.274.655.087	2.629.668.449
Egenkapital	792.448.752	1.149.586.107
Hensat til udskudt skat	19.528.391	185.954.937
Realkreditlån	1.462.677.944	1.294.127.405
Passiver i alt	2.274.655.087	2.629.668.449

Akk. skattemæssige afskrivninger på ejd.	58.082.447	328.790.373
Akk. værdireguleringer på ejd.	38.894.817	375.584.388

Der er i prognoserne indregnet tysk skat med 26,4%, jf. afsnit 10.1.1. På grund af bygningsafskrivninger 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.

Det ordinære overskud før skat er 55,7 mio. DKK ekskl. værdireguleringer. Efter værdireguleringer på 1,75% af ejendommenes værdi er overskuddet før skat 94,6 mio. DKK og efter skat af årets resultat er overskuddet dermed 69,6 mio. DKK, svarende til 9,3% af den indbetalte kommanditaktiekapital.

Likviditetsprogno

Likviditetsprogno	2008	2016
Lejeindtægter	143.412.238	164.763.707
Driftsudgifter	-26.086.814	-29.970.665
Renteudgifter	-63.000.000	-55.571.162
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	1.390.244	1.390.244
Løbende skattebetaling	-5.016.374	-11.589.038
Afdrag på lån	-37.322.056	-28.995.509
Likviditet primo	37.322.056	28.995.503
Udbyttebetaling	-37.500.000	-37.500.000
Likviditetsoverskud	13.199.294	31.523.086

Det likviditetsmæssige overskud i 2008 er 13,2 mio. DKK, efter at der er hensat 37,5 mio. DKK til udbytte for 2008.

I prognosen forudsættes, at både indtægter, udgifter og ejendommenes værdi følger den almindelige prisudvikling, der er skønnet til 1,75% p.a.

I dette forløb vil det ordinære resultat før skat og ekskl. værdiregulering af ejendomme forrente kommanditaktiekapitalen med 7,4% i 2008 stigende til 10,7% i 2016.

Overskuddet efter værdireguleringer og skat vil forrente aktiekapitalen med 9,3% i 2008 stigende til 12,3% i 2016.

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

Afkast inkl. udbytte reinvesteret (før skat)

	2008	2016
Akkumuleret udbytte og 5% afkast heraf	37.500.000	413.496.162
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.	829.948.752	1.563.082.269

Der er taget hensyn til den årlige udbyttebetaling på 5% fra 2008. Endvidere forudsættes at denne reinvesteres til 5% p.a.

Under disse forudsætninger vil egenkapitalen være vokset fra 829 mio. DKK i 2008 til 1.563 mio. DKK i 2016, hvilket svarer til et afkast på 188% over 9 år, efter at der er hensat 186 mio. DKK til hensat skat.

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 udtømmende og ej heller prioriterede efter sandsynligheden for, at 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. 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.

Såfremt der sker 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. Selv om der købes en "forsikring" i form af en rentecap for en 5 års periode, vil dette ikke dække hele den forventede investeringshorisont, ligesom den købte rentecap har et renteloft, som ligger noget over det aktuelle renteniveau og forventes købt for ca. 70% af lånebeløbet. Renterisikoen er nedenfor illustreret i en prognose med en markant højere rente.

Ved vurdering af Ejendomsselskabets renterisiko skal man være opmærksom på, at lejeindtægterne vil være positivt påvirket af dels en stigende inflation og dels øget økonomisk vækst i Tyskland. Dermed vil en stigning i renten, som typisk følger i kølvandet på de oven-

stående to forhold, næsten altid være fulgt af mulighed for højere lejeindtægter – om end der på kort sigt kan være en tidsforskydning.

Det er således en vis naturlig risikoafdækning ved at vælge variabelt forrentede lån på en boligudlejningsejendom.

Renterisikoen vil blive reduceret ved køb af en rentecap, hvor renteloftet er valgt, så det svarer til nettoafkastet på ejendomsporteføljen efter alle omkostninger for fees. Det kan dog også sættes lavere.

For den del af låneporteføljen som er afdækket på denne måde, vil afkastet på ejendommene i det væsentligste modsvare låneomkostningerne.

Ad. 3. Der kan ske ændringer i udlejningssituationen, som dels giver en højere tomgang end forventet og/eller dels 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.

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 18.

1. En **konservativ** prognose med 0-inflation, hvor indtægter, udgifter og ejendommens værdi slet ikke reguleres over tid. Renten er inkl. rentemarginal og rentecap sat til 4,2% p.a.
2. En **optimistisk** prognose, hvor indtægter og udgifter reguleres med 1,75% p.a. og

ejendommens værdi reguleres med 4% årligt. Renten er sat til 4,2% p.a. inkl. rentemarginal og rentecap.

3. En **højrente** prognose, hvor prisstignings-takten er sat til 1,75% p.a., men hvor renten forudsættes at stige øjeblikkeligt til samme niveau som den forventede tilkøbte rente maksimum på 4,4%, hvilket giver en samlet rente inkl. marginal til realkreditinstitut på 5,1% p.a.
4. En **tomgangs** prognose, hvor tomgangsprocenten øjeblikkeligt tredobles, det vil sige til 9% i Berlin og 3% i alle øvrige byer.
5. En **lavafkast** prognose, som viser konsekvenserne af, at afkastet på de ejendomme, som skal erhverves, bliver lavere end forudsat. Der er benyttet et bruttoafkast på 6,50% i stedet for 7,04%

De viste prognoser er beregnet med den forudsætning, at det frie cash flow anvendes til den forventede årlige udlodning af udbytte på 5% af kommanditaktiekapitalen og til at nedbringe realkreditlån.

Alle risikoprognoserne viser tal for 2008, som er første fulde driftsår og for 2016.

Konservativ prognose

I den konservative prognose uden leje- og værdistigninger de næste 10 år forventes overskuddet efter værdiregulering og skat i 2008 at være 5,3% af kommanditaktiekapitalen stigende til 5,8% i 2016.

Konservativ prognose: Uændret leje og ingen værdistigning samt rente på 4,2% p.a.

Driftsprognose	2008	2016
Lejeindtægter efter tomgang	140.945.688	140.945.688
LEJEINDTÆGTER I ALT	140.945.688	140.945.688
Tysk administration	-6.342.556	-6.342.556
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-427.973	-427.973
Vedligeholdelse	-6.100.377	-6.100.377
Ledelse og udvikling	-11.112.805	-11.112.805
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-750.000	-750.000
Revision og regnskab	-1.000.000	-1.000.000
DRIFTSUDGIFTER I ALT	-25.733.711	-25.733.711
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	115.211.977	115.211.977
Renter finansiering	-63.000.000	-57.471.856
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	1.390.244	1.390.244
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	53.602.221	59.130.365
Værdiregulering af ejendomme	0	0
OVERSKUD FØR SKAT	53.602.221	59.130.365
Skat af årets resultat	-14.150.986	-15.610.416
OVERSKUD EFTER SKAT	39.451.235	43.519.949
Ordinært overskud i % af KAS-kapital	7,15%	7,88%
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	5,26%	5,80%

Balanceprognose ultimo	2008	2016
Ejendomme incl. erhvervsessomk.	2.222.560.976	2.222.560.976
Likvide beholdninger	11.643.797	15.712.511
Ejendomme incl. erhvervsessomk.	2.234.204.773	2.238.273.487
Egenkapital	762.266.670	798.350.002
Hensat til udskudt skat	9.260.159	86.800.659
Realkreditlån	1.462.677.944	1.353.122.826
Passiver i alt	2.234.204.773	2.238.273.487
Akk. skattemæssige afskrivninger på ejd.	58.082.447	328.790.373
Akk. værdireguleringer på ejd.	0	0

	2008	2016
Akkumuleret udbytte og 5% afkast heraf	37500000	413496162
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.	799.766.670	1.211.846.164

Over en 9-årig periode vil selskabets egenkapital inkl. udbytte og afkast af udbytte reinvesteret være steget (efter skat i selskabet) fra 799 mio. DKK til 1.211 mio. DKK, efter at der er hensat 86,8 mio. DKK til udskudt skat på foretagne skattemæssige afskrivninger.

Optimistisk prognose

I det optimistiske forløb, som er vist nedenfor, stiger lejen og omkostningerne med 1,75% p.a. og ejendommenes værdi reguleres med 4% p.a.

I denne prognose stiger afkastet efter værdireguleringer og skat fra 14,2% i 2008 til 19,6% i 2016 målt i forhold til kommanditaktiekapitalen.

Egenkapitalen på 867 mio. DKK inkl. udbytter og afkast på udbytter reinvesteret stiger med 127% til 1.970 mio. DKK i 2016, efter at der er hensat 335 mio. DKK til udskudt skat.

Optimistisk prognose: Prisstigning 1,75% p.a., værdistigning 4% p.a. og rente 4,2% p.a.

Driftsprognose	2008	2016
Lejeindtægter efter tomgang	143.412.238	164.763.707
LEJEINDTÆGTER I ALT	143.412.238	164.763.707
Tysk administration	-6.453.551	-7.414.367
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-435.462	-500.295
Vedligeholdelse	-6.207.134	-7.131.263
Ledelse og udvikling	-11.335.061	-15.512.814
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-763.125	-876.740
Revision og regnskab	-1.017.500	-1.168.987
DRIFTSUDGIFTER I ALT	-26.211.833	-32.604.466
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	117.200.405	132.159.241
Renter finansiering	-63.000.000	-55.788.837
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	1.390.244	1.390.244
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	55.590.649	77.760.648
Værdiregulering af ejendomme	88.902.439	121.669.127
OVERSKUD FØR SKAT	144.493.088	199.429.775
Skat af årets resultat	-38.146.175	-52.649.461
OVERSKUD EFTER SKAT	106.346.912	146.780.314
Ordinært overskud i % af KAS-kapital	7,41%	10,37%
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	14,18%	19,57%

Balanceprognose ultimo	2008	2016
Ejendomme incl. erhvervsbesomk.	2.311.463.415	3.163.397.290
Likvide beholdninger	13.107.280	29.424.399
Ejendomme incl. erhvervsbesomk.	2.324.570.694	3.192.821.690
Egenkapital	829.162.348	1.556.553.201
Hensat til udskudt skat	32.730.403	335.181.446
Realkreditlån	1.462.677.944	1.301.087.044
Passiver i alt	2.324.570.694	3.192.821.690

Akk. skattemæssige afskrivninger på ejd.	58.082.447	328.790.373
Akk. værdireguleringer på ejd.	88.902.439	940.836.315

	2008	2016
Akkumuleret udbytte og 5% afkast heraf	37.500.000	413.496.162
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.	866.662.348	1.970.049.363

Højrente prognose

I nedenstående prognose er prisstigningstakten for leje og ejendomsværdistigningen fortsat 1,75% p.a., men det forudsættes, at renten stiger øjeblikkeligt til den maksimale rente, som der forventes købt en renteafdækning på.

Bemærk at rentecap'en ikke dækker hele prognoseperioden og heller ikke hele lånebeløbet. Renten er i prognosen sat til 4,4% p.a. plus tillæg for rentecap og rentemarginal, hvilket giver en rente på i alt 5,1% p.a.

I dette forløb er overskuddet efter skat og værdireguleringer i 2008 8,0% målt i forhold til kommanditaktiekapitalen på 750 mio. DKK stigende til 10,7% i 2016.

Egenkapitalen inkl. udbytter og afkast på udbytter reinvesteret vil i prognosen med høj rente stige fra 813 mio. DKK i 2008 til 1.459 mio. DKK i 2016, efter at der er hensat 186 mio. DKK til udskudt skat på værdireguleringer og af foretagne skattemæssige afskrivninger på ejendommene.

Dette svarer til et afkast på 179% over 9 år.

Højrente prognose: Prisstigning 1,75% p.a., værdistigning 1,75% p.a. og rente 5,1% p.a.

Driftsprognose	2008	2016
Lejeindtægter efter tomgang	143.412.238	164.763.707
LEJEINDTÆGTER I ALT	143.412.238	164.763.707
Tysk administration	-6.453.551	-7.414.367
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-435.462	-500.295
Vedligeholdelse	-6.207.134	-7.131.263
Ledelse og udvikling	-11.210.042	-12.879.013
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-763.125	-876.740
Revision og regnskab	-1.017.500	-1.168.987
DRIFTSUDGIFTER I ALT	-26.086.814	-29.970.665
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	117.325.424	134.793.042
Renter finansiering	-76.500.000	-71.593.644
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	1.390.244	1.390.244
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	42.215.668	64.589.642
Værdiregulering af ejendomme	38.894.817	44.685.547
OVERSKUD FØR SKAT	81.110.485	109.275.189
Skat af årets resultat	-21.413.168	-28.848.650
OVERSKUD EFTER SKAT	59.697.317	80.426.539
Ordinært overskud i % af KAS-kapital	5,63%	8,61%
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	7,96%	10,72%

Balanceprognose ultimo	2008	2016
Ejendomme incl. erhvervsbesomk.	2.261.455.793	2.598.145.363
Likvide beholdninger	3.263.294	19.730.539
Ejendomme incl. erhvervsbesomk.	2.264.719.087	2.617.875.902
Egenkapital	775.557.552	1.045.574.820
Hensat til udskudt skat	19.528.391	185.954.937
Realkreditlån	1.469.633.144	1.386.346.146
Passiver i alt	2.264.719.087	2.617.875.902

Akk. skattemæssige afskrivninger på ejd.	58.082.447	328.790.373
Akk. værdireguleringer på ejd.	38.894.817	375.584.388

	2008	2016
Akkumuleret udbytte og 5% afkast heraf	37.500.000	413.496.162
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.	813.057.552	1.459.070.982

Tomgangsprognose

I nedenstående prognose er prisstigningstakten for leje og ejendomsværdistigningen fortsat 1,75% p.a. og renten 4,2% p.a., mens det forudsættes, at tomgangen stiger øjeblikkeligt fra 3% til 9% i Berlin og fra 1% til 3% i de øvrige byer.

I dette forløb er overskuddet efter skat i 2008 8,9% målt i forhold til kommanditaktiekapitalen på 750 mio. DKK stigende til 11,7% i 2016.

Egenkapitalen inkl. udbytte og afkast på udbytter reinvesteret vil i prognosen med høje tomgangsprocenter stige fra 824 mio. DKK til 1.527 mio. DKK i 2016, efter at der er hensat 186 mio. DKK til udskudt skat. Dette svarer til et afkast på 185% over 9 år.

Tomgangsprognose: Prisstigning 1,75% p.a., værdistigning 1,75% p.a., rente 4,2% p.a. og tomgang på 9% i Berlin og 3% i øvrigt

Driftsprognose	2008	2016
Lejeindtægter efter tomgang	139.928.540	160.761.350
LEJEINDTÆGTER I ALT	139.928.540	160.761.350
Tysk administration	-6.296.784	-7.234.261
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-1.306.387	-1.500.884
Vedligeholdelse	-6.207.134	-7.131.263
Ledelse og udvikling	-11.210.042	-12.879.013
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-763.125	-876.740
Revision og regnskab	-1.017.500	-1.168.987
DRIFTSUDGIFTER I ALT	-26.800.972	-30.791.148
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	113.127.568	129.970.201
Renter finansiering	-63.000.000	-56.705.776
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	1.390.244	1.390.244
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	51.517.811	74.654.670
Værdiregulering af ejendomme	38.894.817	44.685.547
OVERSKUD FØR SKAT	90.412.629	119.340.216
Skat af årets resultat	-23.868.934	-31.505.817
OVERSKUD EFTER SKAT	66.543.695	87.834.399
Ordinært overskud i % af KAS-kapital	6,87%	9,95%
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	8,87%	11,71%

Balanceprognose ultimo	2008	2016
Ejendomme incl. erhvervsomk.	2.261.455.793	2.598.145.363
Likvide beholdninger	10.109.672	27.138.399
Ejendomme incl. erhvervsomk.	2.271.565.464	2.625.283.762
Egenkapital	787.081.768	1.113.987.451
Hensat til udskudt skat	19.528.391	185.954.937
Realkreditlån	1.464.955.306	1.325.341.374
Passiver i alt	2.271.565.464	2.625.283.762

Akk. skattemæssige afskrivninger på ejd.	58.082.447	328.790.373
Akk. værdireguleringer på ejd.	38.894.817	375.584.388

	2008	2016
Akkumuleret udbytte og 5% afkast heraf	37.500.000	413.496.162
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.	824.581.768	1.527.483.613

Lavafkastprognose: Prisstigning og værdistigning på 1,75% p.a., rente på 4,2% p.a. og bruttoafkast på 6,5%

Driftsprognose	2008	2016
Lejeindtægter efter tomgang	132.512.908	152.241.665
LEJEINDTÆGTER I ALT	132.512.908	152.241.665
Tysk administration	-5.963.081	-6.850.875
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-402.367	-462.272
Vedligeholdelse	-6.207.134	-7.131.263
Ledelse og udvikling	-11.210.042	-12.879.013
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-763.125	-876.740
Revision og regnskab	-1.017.500	-1.168.987
DRIFTSUDGIFTER I ALT	-25.563.249	-29.369.151
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	106.949.659	122.872.515
Renter finansiering	-63.000.000	-58.375.566
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	1.390.244	1.390.244
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	45.339.903	65.887.192
Værdiregulering af ejendomme	38.894.817	44.685.547
OVERSKUD FØR SKAT	84.234.720	110.572.739
Skat af årets resultat	-22.237.966	-29.191.203
OVERSKUD EFTER SKAT	61.996.754	81.381.536
Ordinært overskud i % af KAS-kapital	6,05%	8,78%
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	8,27%	10,85%

Balanceprognose ultimo	2008	2016
Ejendomme incl. erhvervsomk.	2.261.455.793	2.598.145.363
Likvide beholdninger	5.562.731	20.685.536
Ejendomme incl. erhvervsomk.	2.267.018.523	2.618.830.899
Egenkapital	779.183.273	1.061.597.554
Hensat til udskudt skat	19.528.391	185.954.937
Realkreditlån	1.468.306.860	1.371.278.408
Passiver i alt	2.267.018.523	2.618.830.899

Akk. skattemæssige afskrivninger på ejd.	58.082.447	328.790.373
Akk. værdireguleringer på ejd.	38.894.817	375.584.388

	2008	2016
Akkumuleret udbytte og 5% afkast heraf	37.500.000	413.496.162
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.	816.683.273	1.475.093.716

Lavafkastprognose

I nedenstående prognose er prisstigningstakten for leje og ejendomsværdistigningen fastlagt til 1,75% p.a. og renten 4,2% p.a., mens det forudsættes, at de erhvervede ejendomme købes til et lavere bruttoafkast på 6,50% i stedet for et bruttoafkast på 7,04%.

I dette forløb er overskuddet efter skat i 2008 8,3% målt i forhold til kommanditiekapitalen på 750 mio. DKK stigende til 10,9% i 2016.

Egenkapitalen inkl. udbytte og afkast på udbytte reinvesteret vil i prognosen med lavafkast stige fra 817 mio. DKK til 1.475 mio. DKK i 2016, efter at der er hensat 186 mio. DKK til udskudt skat. Dette svarer til et afkast på 181% over 9 år.

8. Formelle forhold

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

8.1 Selskabsstruktur

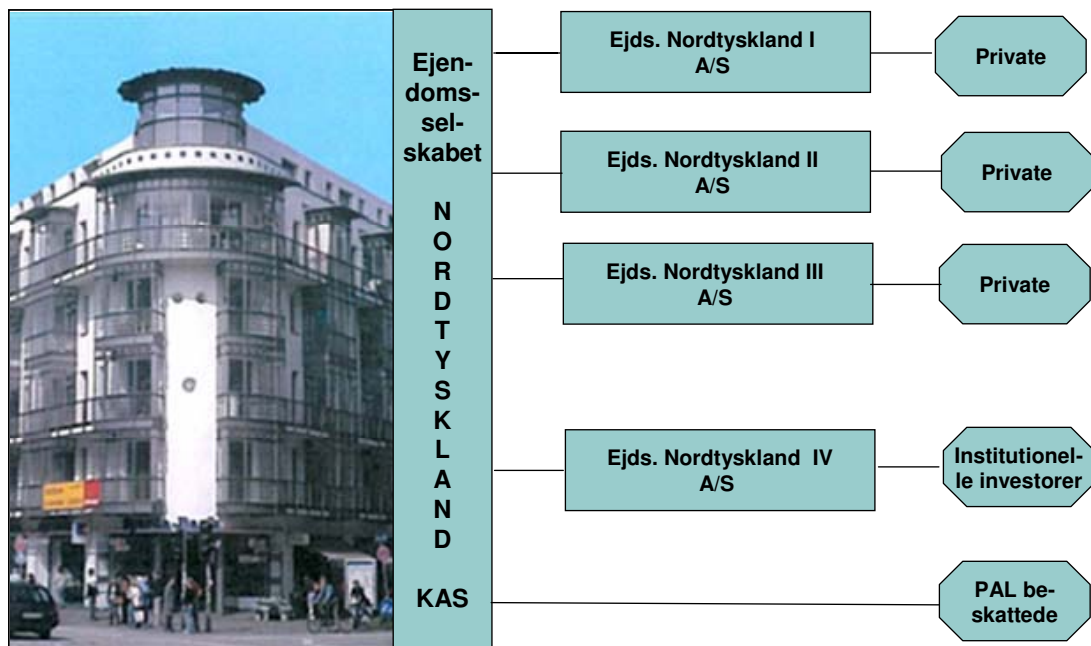
Ejendomsselskabet Nordtyskland er struktureret, så det er attraktivt for både personligt be-

skattede, selskabsbeskattede investorer og PAL-beskattede pensionskasser.

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

Ejendomsselskabet Nordtyskland er fællesbetegnelsen for følgende selskabsstruktur:

Oversigt selskabsstruktur



Alle ejendomme ejes af et **kommanditaktieselskab** (ovenfor betegnet et KAS). I dette selskab kan PAL beskattede investorer tegne aktieandele direkte. Alle øvrige investorer investerer via fire aktieselskaber som ejer en forholdsmæssig andel af kommanditaktieselskabet. Disse fire aktieselskaber er:

Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S, som henvender sig til Private Bank kunder i Nykredit Bank.

Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S, som henvender sig til Private Bank kunder i Sydbank.

Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S, som henvender sig til Private Bank kunder i Spar Nord Bank.

Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S, som henvender sig til institutionelle investorer, som ikke er PAL-beskattet.

Det provenu, som hvert af de fire aktieselskaber opnår ved udstedelse af aktier til investorerne, placeres i aktieandele i "Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab".

8.2 Stiftelse og initial køb af ejendomme

CPM har den 3. oktober 2006 stiftet "Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab" med en kapital på 500.000 DKK, og som komplementar "Komplementarselskabet Nordtyskland ApS" med en anpartskapital på DKK 125.000 den 13. september 2006.

Endvidere er de fire aktieselskaber, som er omtalt i afsnit 8.1, stiftet den 3. oktober 2006

med indskud fra CPM på 500.000 DKK for hvert selskab.

De fire aktieselskaber har efterfølgende udlånt hver 500.000 DKK til kommanditaktieselskabet.

På samme måde har partnerkredsen udlånt 20 mio. DKK til kommanditaktieselskabet. Et beløb som ved første tegningsperiodes udløb konverteres til tegning i Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S.

Denne lånekapital på i alt 22 mio. DKK samt kommanditaktieselskabets aktiekapital på 0,5 mio. DKK er suppleret med en låneramme (kassekredit) på i alt 150 mio. DKK, som Nykredit og Spar Nord Bank har stillet til rådighed.

Kassekreditten forventes tilbagebetalt når porteføljen er fuldt opbygget, senest ultimo 2007.

Idet en mellemfinansiering dermed er på plads, er erhvervelse af ejendomme til kommanditaktieselskabet allerede påbegyndt. Hensigten er at reducere risikoen for "arbejdsløs" kapital, når første tegning har fundet sted ultimo november 2006.

8.3 Tegning af aktier og andele

Udbuddet af aktier og andele sker med en minimums tegning på 400.000 DKK pr. investor, hvorfor prospektbekendtgørelsen nr. 206 af 28. april 2005 ikke er gældende.

Følgende investorer kan med fordel investere i selskabet:

- Selskaber som ønsker en 10% ejerandel, således at 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. Der kan være tale om indskud under de nye regler for investering i noterede aktier, som er vedtaget for rate- og kapitalpensioner. Under disse regler kan værdien af noterede kapitalandele for pensionsformuer mellem 2 og 4 mio. DKK højst udgøre 50% af den nævnte pensionsformue på investeringstidspunktet, og for pensionsformuer over 4 mio. DKK højst 75% af pensionsformuen.

Tegning sker i to typer af juridiske selskaber.

For PAL-beskattede investorer sker tegning i "Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab", hvori der tegnes andele. Hver andel har en størrelse på 50.000 DKK.

For andre investorer sker tegning i selskaberne "Ejendomsselskabet Nordtyskland I – IV A/S". Der er et aktieselskab for Private Bank kunder i henholdsvis Nykredit Bank, Sydbank og Spar Nord Bank, samt et for institutionelle kunder.

Tegningskursen er for både aktieandele og aktier 100,00 franko for første tegningsrunde.

Der er fastlagt to tegningsperioder.

1. tegningsperiode

Tegningsperioden for eksterne investorer er fastlagt til 9. oktober - 30. november 2006.

Den samlede tegning vil blive lukket ved 1.000 mio. DKK.

Tegningen kan blive lukket, såfremt det maksimale beløb nås før den 30. november 2006.

Ved overtegning vil der blive foretaget en diskretionær fordeling af de tegnede beløb af CPM. Ved overtegning vil der være mulighed for, at investorer kan forhåndstegne beløb til 2. tegningsrunde i juni 2007.

Tegning for andre investorer end PAL-beskattede pensionskasser vil finde sted i et af de fire aktieselskaber. Tegningsperioderne for disse er:

Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S, som henvender sig til Private Bank kunder i Nykredit Bank har tegningsperiode 30. oktober – 30. november 2006.

Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S, som henvender sig til Private Bank kunder i Sydbank har tegningsperiode 30. oktober – 30. november 2006.

Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S, som henvender sig til Private Bank kunder i Spar Nord Bank har tegningsperiode 30. oktober – 30. november 2006.

Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S, som henvender sig til institutionelle investorer, der ikke er PAL beskattet, har tegningsperiode 9. oktober – 30. november 2006.

Tegnede beløb betales den 15. december 2006.

2. tegningsperiode

Tegningsperioden er fastlagt til 2. juni - 30. juni 2007.

Tegnede beløb betales den 15. juli 2007.

Der kan i anden tegningsrunde være investorer, som har forhåndstegnet fra første tegningsrunde på grund af overtegning.

Den samlede tegning vil blive lukket ved DKK 1.750 mio. inkl. det tegnede beløb ved første tegning.

Tegning i 2. tegningsperiode sker til indre værdi opgjort i henhold til halvårsregnskab pr. 30. juni 2007 med tillæg af en rente frem til betaling finder sted.

8.4 Incitamentsstruktur for CPM m.m.

Der er tale om en langsigtet illikvid investering, hvor investorer ikke umiddelbart kan udskifte de medarbejdere i CPM, 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 CPM, herunder aflønningsformen for CPM og især de medarbejdere hos CPM, som har ansvaret for forvaltning af ejendomsporteføljen, er struktureret på en sådan måde, at 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 to nuværende partnere i CPM samlet investere minimum 20 mio. DKK i Ejendomsselskabet. Denne investering opretholdes så længe partnerne er ansat i CPM. Dermed har forvalterteamet (partnergruppen) et betydeligt incitament til at forvalte ejendomsselskabet på en sådan måde, at indskuddet ikke tabes.

For det andet vil den nævnte investering samt den aftalte performancefee struktur for institutionelle investorer tilsikre, 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 8.7. Dermed har partnergruppen et incitament til ikke at øge ejendomsselskabets risikoprofil markant for herved at indtjene en stor performancefee, uden at skulle deltage i et eventuelt stort tab som følge af den høje risikoprofil. Performancefee beregnes med en såkaldt "High Water Mark" klausul for 3 års perioderne, således at 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.

Hertil kommer, at de tre ejerbanker hver især har investeret et beløb i ejendomsselskabet, hvilket sikrer et pres på CPM's partnerkreds og forvalterteamet for at sikre en fornuftig forvaltning i ejendomsselskabet.

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 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.

Dette forbud er kontraktbundet i partnerens ansættelseskontrakt med CPM.

8.5 Ledelse

Ledelsen af selskaberne nævnt i afsnit 8.1 er som følger:

I selskaberne:

- Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab
- Komplementarselskabet Nordtyskland ApS

Indgår som direktion

- Niels Lorentz Nielsen
- John Bødker

I selskaberne:

- Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S
- Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S
- Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S
- Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S

Indgår som direktion

- Niels Lorentz Nielsen

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

Bestyrelsen for de øvrige selskaber består for de fire aktieselskaber og kommanditaktieselskabet af 3-5 personer.

I Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab indgår som bestyrelse:

- Mogens Jørgensen, formand
- Niels Lorentz Nielsen
- John Bødker
- Morten Jensen

I selskaberne:

- Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S
- Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S
- Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S
- Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S

sidder følgende i bestyrelsen:

- Mogens Jørgensen, formand
- Niels Lorentz Nielsen
- John Bødker

Det er hensigten, at Niels Lorentz Nielsen og John Bødker afdækker fra bestyrelserne i alle selskaber tilknyttet Ejendomsselskabet Nordtyskland ved førstkommande generalforsamling.

CPM vil lægge op til, at Morten Jensen og Mogens Jørgensen fortsætter som medlemmer af bestyrelsen i kommanditaktieselskabet. Sidst nævnte som bestyrelsesformand. Endvidere vil CPM lægge op til, at bestyrelsen suppleres med repræsentanter fra et eller flere af de fire aktieselskaber samt enkelte institutionelle investorer. Den nye bestyrelse vælges på den førstkommande generalforsamling efter første tegningsrunde.

I de fire aktieselskaber (se liste ovenfor) vil CPM lægge op til, at Mogens Jørgensen ligeledes fortsætter som formand for bestyrelsen.

Som det fremgår af administrationsaftalen, kan ledelsen af kommanditaktieselskabet, der er stillet til rådighed af CPM, ikke ændres i administrationsaftalens uopsigelsesperiode.

Formålet med denne bestemmelse er bl.a. at sikre de investorer, der har besluttet investering i ejendomsselskabet i tiltro til partnergruppens kompetencer.

Nedenfor er vist CV for Mogens Jørgensen og Morten Jensen. Der er også vist CV for de to øvrige bestyrelsesmedlemmer i kapital 12.

Mogens Jørgensen (53 år):

Statsautoriseret revisor (deponeret beskikkelse)

- 1973 - 1984: Revisionsfirmaet C. Jespersen (KPMG)
- 1984 -1986: Regnskabschef i Baltica-Nordisk Re
- 1986 -1987: Underdirektør i Baltica Forsikring
- 1988 -1989: Underdirektør i Baltica Holding
- 1989 -1996: Økonomidirektør i Baltica Forsikring
- 1996 -2000: Direktør i Danica Forsikring og Pension
- 2000 -2000: Bestyrelsesformand i FORAS Holding A/S
- 2000 -2006: Adm. direktør i FORAS Holding A/S

Morten Jensen (44 år):

HD (R) 1986, Cand. Jur. 1991

- 1980 - 1984: Økonomelev og -assistent A.P. Møller
- 1986 - 1991: Økonomichef- og analytiker i konsulentfirmaet Habberstad
- 1991 - 1992: Advokatfirmaet Kroman & Munter, København
- 1992 - : Advokatfirmaet Børge Nielsen, Aalborg (partner fra 1995)

8.6 Administration

Der er indgået en ledelses- og administrationsaftale mellem CPM og Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab og Komplementarselskabet Nordtyskland ApS, som er gældende indtil 31/12 2012. Herefter kan aftalen opsiges med 6 måneders varsel ved kvalificeret flertal blandt aktionærerne. Administrationsaftalen er gengivet i kapitel 17, hvoraf den nærmere opgavefordeling fremgår, ligesom aftalen også beskriver beregning og opkrævning af fee fra CPM.

Der er også indgået administrationsaftaler mellem CPM og selskaberne: Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S og Ejendomsselskabet Nordtysk-

land IV A/S. Disse aftaler er alle gengivet i kapitel 17.

Der benyttes i det følgende betegnelsen CPM om dels CPM og det ledelsesteam CPM 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 varetager 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 serviceabonementer 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.

CPM vil i henhold til administrationsaftalen tilsige, 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 CPM.

8.7 Fees

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

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

(I) Årligt fee

Det årlige fee er fastlagt til 0,5% p.a. af ejendomsselskabets balance. Det årlige fee dækker den selskabs- og ejendomsadministration samt udvikling af ejendomsporteføljen, som CPM står for.

(II) Engangsfee

Engangsfee er fastlagt afhængig af investortype, hvilket er beskrevet nedenfor. Beløbet dækker arbejdet med at udarbejde investeringskoncept, stifte ejendomsselskabet, markedsundersøgelser, udvælgelse af ejendomme, købsforhandlinger, setup 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 på 2,5%, der er fordelt på:

- 1% som opkræves af ejendomsselskabets forventede balance ved betaling af de tegnede aktier. Der foretages ikke efterfølgende regulering af beløbet, selv om ejendomsselskabet balance efter ejendomskøb ligger over eller under den forventede balance.
- 1,5% som betales i takt med, at porteføljen af ejendomme opbygges. Fee'et beregnes med udgangspunkt i den enkelte ejendoms anskaffelsespris tillagt de direkte handelsomkostninger, som er maksimeret til 7,5%.

Fee for institutionelle investorer

For de institutionelle investorer opkræves i første omgang samme fee som for Private Banking investorer. Herefter refunderer CPM de opkrævede engangsfees således, at den typiske institutionelle investor vil betale et engangsfee på 1,5%, som betales i takt med, at porteføljen af ejendomme opbygges. Fee'et beregnes med udgangspunkt i den enkelte ejendoms anskaffelsespris tillagt de direkte handelsomkostninger, som er maksimeret til 7,5%.

Herudover betales et performancefee, som beregnes første gang i 2013 med udgangspunkt i ejendomsselskabets årsrapport pr. 31/12 2012. 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 10% p.a. for perioden 31/12 2006 - 31/12 2012, dvs. for 6 år. Der beregnes ikke performancefee for afkast over 20% p.a.

Det tidsvægtede afkast beregnes ved at sætte den initiale investering den 31/12 2006 til kurs 100 og beregne den indre værdi pr. 31/12 2012 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 vis ved hvert af de efterfølgende "Exit Windows" hvert tredje år, dog med High Water Mark, således at 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 CPM i henhold til særskilt administrationsaftale og vil typisk tilfalde CPM's partnerkreds.

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

(III) Efterfølgende salgs- og købsfee

Såfremt der efterfølgende sker salg af ejendomme fra porteføljen opkræves et salgsfee på 0,5% af ejendommens handelspris ekskl. handelsomkostninger. Der kan forekomme salg, inden at den fulde portefølje er erhvervet fx i forbindelse med køb af mindre porteføljer.

Ved køb af ejendomme, efter at den fulde ejendomsportefølje er erhvervet, fx i forbindelse med omlægninger af porteføljen eller i forbindelse med en senere forøgelse af ejendomsbalancen med henblik på at opretholde belåningsgraden, opkræver CPM et købsfee på 0,5% beregnet på ejendommens købspris inkl. alle handelsomkostninger (dog maksimalt til 7,5%). Disse fees forfalder til betaling ved notarregistrering af handleerne.

De nøjagtige vilkår for beregning af fee og betaling heraf fremgår af administrationsaftalen, som er gengivet i afsnit 17.

Fee for ejendomsforvalterteam

Der er for ejendomsforvalterteamet ansat i CPM og nærtbeslægtede hertil aftalt en særlig fee struktur for egeninvesteringer i Ejendomsselskabet. Der betales halv fee af den struktur, som er gældende for institutionelle investorer, dog er performancefee helt udeladt.

8.8 Finansiering

I første omgang erhverves der ejendomme for den tegnede kapital. Der lyses pant på 100% af købsprisen ekskl. erhvervsomkostninger til finansieringskilden – Nykredit – samtidig med at den enkelte ejendom registreres erhvervet hos 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 inkl. erhvervsomkostninger.

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 ejendommens købspris ekskl. anskaffelsesomkostninger. Udmåling vil finde sted efter danske realkreditregler. Dermed vil 80% belåning af købsprisen ekskl. 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 med en 60% belåning.

Der er i prognoserne regnet med en 67% belåning af balancen, som er inkl. 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.

Rentemarginalen er aftalt til 0,55%. Der betales en stiftelsesprovision på 0,05% til långiver, som forfalder ved lånets udbetaling. Endvidere dækkes långivers udgifter til ekstern vurdering af ejendommene. Dette beløb er skønnet til 0,05% af lånebeløbene.

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

Euribor (3 mdr.) er pt. 3,4%.

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 for at opretholde den ønskede belåningsgrad.

Er der fx tale om en ejendom, som er opført som støttet byggeri, kan det komme på tale at overtage lån med enten lav rente (tilskud) eller højt forrentede lån, som kompenseres af lejetilskud.

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 5% fra 2008. Udbyttet udbetales fra kommanditaktieselskabet direkte til investorer, som har investeret direkte heri, og til hvert af de fire aktieselskaber, som herefter udlodder til aktionærerne.

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 2012.

Indløsning sker til indre værdi opgjort i henhold til årsrapporten pr. 31/12 2012 med betaling den 31. marts 2013. Til den indre værdi tillægges et rentetillæg, som er opgjort som 3 mdr. Euribor pr. 31/12 2012 for 1. kvartal 2013. Ejendomsselskabet har dermed 12 måneder til at afhænde ejendomme, såfremt dette er 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 finde en køber, der er villig 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, hvor særregler ikke omtales, ligesom der ikke er taget højde for individuelle skatteforhold for investorerne.

Det anbefales, at investorer, som overvejer at tegne aktier i Ejendomsselskabet, søger rådgivning hos sædvanlig rådgiver med henblik på konkret rådgivning, der er tilpasset den enkelte investors særlige forhold.

Afsnittet beskriver udbyderens opfattelse af gældende skatteregler og skattepraksis pr. den 9. oktober 2006.

10.1 Skattemæssige forhold for ejendomsselskabet

10.1.1 Skattemæssige forhold i Tyskland

Resultatet af en investering i fast ejendom beliggende i Tyskland er skattepligtig til Tyskland, dette gælder såvel resultat af løbende drift som eventuel fortjeneste ved salg. Der skal derfor 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 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.

Eventuel skattepligtige avance ved salg opgøres som differencen imellem salgssummen og den nedskrevne værdi.

Det må forudses, at visse omkostninger i Ejendomsselskabet, der ikke har relation til ejendommens 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 skat (Körperschaftsteuer), der er fælles for hele Tyskland, og som er på 25% med tillæg af 5,5% (Solidaritätszuschlag) i alt 26,375%, samt en lokal skat (Gewerbesteuer), der er forskellig fra delstat til delstat, men som ligger indenfor intervallet 14-20%.

Såfremt aktiviteten udelukkende omfatter udlejning af fast ejendom vil indkomsten være fritaget for Gewerbesteuer og vil således alene blive beskattet med 26,375%. Ved gentagne salg (som hovedregel salg af mere end 3 ejendomme i en femårig periode) vil man efter tysk praksis blive omfattet af Gewerbesteuer,

Såfremt såvel den daglige som den overordnede ledelse, samt administration og bogføring mv. foregår udenfor Tyskland, vil ikke personlige investorer efter tysk praksis dog sædvanligvis kunne fritages for Gewerbesteuer.

10.1.2 Skattemæssige forhold i Danmark

Som det fremgår af afsnit 8.1 er Ejendomsselskabet opbygget med et kommanditaktieselskab som den enhed, hvor igennem ejendommene erhverves og ejes.

Kommanditisterne i kommanditaktieselskabet er dels de PAL skattepligtige investorer, dels de fire aktieselskaber, hvor igennem de ikke PAL skattepligtige investorer gennemfører investeringer.

Et kommanditaktieselskab er ikke et selvstændigt skattesubjekt. 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 indkomst vedrørende en investering i en tysk ejendom som hovedregel ikke er skattepligtig til Danmark (eneste undtagelse er, såfremt 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 fire 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

For et aktieselskab gælder, at der opgøres en skattepligtig indkomst, som aktieselskabet be-

skattes af, hvorimod aktionærerne ikke er skattepligtige af nogen del af aktieselskabets drift.

For investorer, der er omfattet af PAL-beskatning gælder, at indkomst vedrørende en direkte investering i tysk ejendom er skattepligtig også til Danmark.

10.2 Skattemæssige forhold for investorer

10.2.1 Personlige investorer

Personlige investorer investerer i Ejendoms-selskabet Nordtyskland ved køb af unoterede aktier i Ejendomsselskabet Nordtyskland (I-III) A/S, der ejer kommanditaktieselskabsandele i Ejendoms-selskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab.

Investeringer via privat formue

Personers afkast af aktieinvesteringer er reguleret i personskatteloven og aktieavancebeskatningsloven.

Personer beskattes af deres aktieindkomst med 28% af aktieindkomst under DKK 44.300 (for 2006) og med 43% af aktieindkomst over dette beløb. For ægtefæller er der et samlet grundbeløb på DKK 88.600 (for 2006). 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), hvilket 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. Der er dog ikke mulighed for at fradrage urealiserede tab.

10.2.2 Selskabsbeskattede (ApS og A/S)

Selskabsbeskattede investorer investerer i Ejendoms-selskabet Nordtyskland ved køb af unoterede aktier i Ejendoms-selskabet Nordtyskland (I-IV) A/S, der ejer kommanditaktieselskabsandele i Ejendoms-selskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab.

Modtagne udbytter

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

Modtagne udbytter er skattefrie, såfremt det udbyttmodtagende selskab ejer mindst 20% af aktiekapitalen i en sammenhængende periode på mindst 1 år, og at udlodningen ligger inden for denne periode.

Kravet til ejerandelen nedsættes fra 20% til 10% frem til 1. januar 2009. Nedsættelsen sker trinvis til 15% fra 1. januar 2007 og til 10% fra 1. januar 2009.

Når det udbyttmodtagende selskab ejer mindre end 20% (henholdsvis 15% og 10% for de efterfølgende år), medregnes 66% af det modtagne udbytte ved opgørelsen af selskabets skattepligtige indkomst.

Aktieavancer/-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 unoterede aktier ejet under 3 år skal aktieavance beskattes, og aktietab kan fratrækkes i avance på andre aktier ejet under 3 år. For unoterede 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 hidrører fra 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 foreligger der mulighed for at opnå en lempelse i den danske skat. Lempelsen beregnes som den skat, der er betalt til Tyskland, dog maksimalt 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, forstået som forskellen imellem handelsværdien ved indkomstårets udløb og handelsværdien ved indkomstårets begyndelse.

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

11. Indkøbt portefølje og referenceprojekt

Med henblik på at give et indtryk af den type ejendomme, som løbende indkøbes til ejendomsselskabet, kan der rekvireres en opdateret oversigt herover hos CPM.

Der er i september og oktober 2006 aftalt køb af 6 ejendomme i Hannover, 2 ejendomme i Köln og 1 ejendomme i Bonn.

Som yderligere illustration af, hvilken type ejendomme der forventes indkøbt til Ejendomsselskabet Nordtyskland, er der nedenfor vist, hvilke ejendomme der er erhvervet til Ejendomsselskabet Berlin & Hamborg A/S i perioden december 2005 - juni 2006. Indkøb som partnergruppen i CPM Niels Lorentz Nielsen og John Bødker, har været medvirkende til.

Indkøbt portefølje

Den indkøbte portefølje til Ejendomsselskabet Nordtyskland omfatter i alt 9 ejendomme med et samlet areal på 8.920 m² og 135 lejemål.

Der nedenfor vist billeder af 7 af disse 9 ejendomme. Indkøb vil blive fortsat i oktober og november måned, idet den opnåede mellemfinansiering søges udnyttet fuldt ud.

Ejendommene er ikke notarberigtiget, hvilket betyder, at købene ikke er endelige.



Bödecker Strasse 43, Hannover. Bygget 1890 med 850 m² og 6 lejemål.



Spielhagenstrasse 17, Hannover. Bygget 1935 med 1.042 m² og 15 lejemål.



Lange Laube 24, Hannover. Bygget 1954 med 1.771 m² og 19 lejemål.



Lange Laube 26, Hannover. Bygget 1954 med 823 m² og 10 lejemål.



Ricklinger Strasse 83, Hannover. Bygget 1953 med 992 m² og 15 lejemål.



Alteburger Strasse 101, m.fl., Köln Bygget 1940 med 2.458 m² og 42 lejemål.



Palanter Strasse 24, 24a, Köln. Bygget 1930 med 786 m² og 12 lejemål.

Referenceportefølje

Ejendomsselskabet Berlin & Hamborg A/S blev stiftet den 20. december 2005. Selskabet har en aktiekapital på 140 mio. DKK, heraf ejer Niels Lorentz Nielsen, Lars Lorentz Nielsen samt John Bødker 21 mio. DKK. Den øvrige aktiekapital, 119 mio. DKK, er via et "private placement" tegnet af en mindre kreds af kunder hos Spar Nord Bank Den indskudte aktiekapital er suppleret med lån fra HSH Nordbank.

Porteføljen udgør i alt 475 mio. DKK inkl. handelsomkostninger og fees. Porteføljen er erhvervet til et bruttoafkast på 6,6% og et nettoafkast på 5,7%. Der er erhvervet i alt 30.000 m² og knap 400 lejemål fordelt på 14 ejendomme. Porteføljen er en god illustration af den type ejendomme, som forventes erhvervet til Ejendomsselskabet Nordtyskland.

Ejendomme erhvervet i Ejendomsselskabet Berlin & Hamborg A/S i 2006



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



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



Grindelallee 104-106, Hamborg. Bygget 1988 med 1.577 m² og 14 lejemål



Bornstrasse 24-26, Hamborg. Bygget 1964/1991 med 1.348 m² og 42 lejemål



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



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



Laeiszstrasse 13-15, Hamborg. Bygget 2002/1900 med 2.318 m² og 22 lejemål



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



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



Fühlsbüttler Strasse 533, Hamborg. Bygget 1992 med 1.736 m² og 14 lejemål



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



Missundestrassen 15-17, Hamburg. Bygget 1993 med 1.195 m² og 18 lejemål



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



Wetkesgarten 7-9, Hamburg. Bygget 1959 med 825 m² og 16 lejemål

12. Core Property Management A/S

Core Property Management A/S (CPM) 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.

Incitamentsstrukturen er vigtig, idet der er tale om illikvide investeringer (ejendomme) i unoterede selskaber, hvor CPM er bundet som forvalter og administrator i mange år. Der er derfor indarbejdet en performancestruktur for de institutionelle investorer, som giver CPM's ejendomsforvaltere/partnere et incitament for at yde det optimale. Der er også krav om en pæn egeninvestering fra ejendomsforvalternes/partnernes side, der vil tilskynde til en optimal forvaltning.

CPM forvalter via en forvaltnings- og administrationsaftale de selskaber, som udbydes.

De udbudte ejendomsselskaber vil være karakteriseret ved:

- Belåning/gearing hvor ejendomsbalancen belånes mellem 50-70%.
- 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 "bottom up", hvor den enkelte ejendom udvælges (lokal ekspertise udnyttes).
- Det initiale ejendomskøb er den vigtigste beslutning, men efterfølgende sker der optimering af indtægter (forbedringer og lejerudskiftninger) samt minimering af drifts- og låneomkostninger.
- Løbetiden for ejendomsselskaberne er normalt valgt 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 investorenes interesse. Dette sikres bedst via krav om egeninvestering fra management-teamets side og et betydeligt element af performancefee aflønning, som primært vil tilfalde det ansvarlige managementteam.

CPM's ejendomsprodukter tilbydes to typer af investorer - institutionelle investorer i form af pensionskasser, fonde og meget store private investeringselskaber samt Private Banking kunder hos de tre ejerbanker.

Fokus er på investeringsprodukter med ejendomsinvesteringer uden for Danmarks grænser. Det første produkt omfatter som beskrevet tyske boligejendomme, men senere forventes en række investeringsprodukter med andre typer af ejendomme og lande/regioner at blive lanceret .

CPM's kapital er ejermæssigt fordelt som følger:

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

CPM ledes af seniorpartnerne:

- Niels Lorentz Nielsen, direktør
- John Bødker, vicedirektør

Og bestyrelsen består af repræsentanter for de tre ejerbanker:

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

Ledelsen af "Ejendomsselskabet Nordtyskland" vil være partnergruppen i CPM, som p.t. er Niels Lorentz Nielsen og John Bødker. Der forventes senere i 2007 tilknyttet yderligere en til to ejendomsforvaltere/partnere til "Ejendomsselskabet Nordtyskland".

CV'er for CPM ledelsesteam:

Niels Lorentz Nielsen (48 år):

Cand. Oecon, Århus Universitet, M.Sc. Econ., London School of Economics

- 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 København Universitet og Handelshøjskolen i København, siden 1991 som ekstern lektor ved Institut for Finansiering, HHK i København

John Fisker Bødker (48 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

Ejendomserfaring:

- Fælles 15 års erfaring med investering i danske boligudlejningsejendomme
- Niels Lorentz Nielsen etablerede sammen med Lars Lorentz Nielsen i 1992 "De Københavnske Ejendomsselskaber", som i dag ejer 42.000 m² med 430 lejligheder i København og har en ejendomsbalance på 800 mio. DKK
- Etablerede i 2006 "Ejendomsselskabet Berlin & Hamborg A/S", som har erhvervet 30.000 m² med 400 lejemål og en ejendomsbalance på 475 mio. DKK i Hamborg

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
Skelagervej 1A
9000 Aalborg

PwC Deutsche Revision AG
New-York-Ring 13
D- 22237 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 erhvervsomkostninger (typisk 8,25%).

Collar

Finansiell 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.

CPM

Core Property Management A/S, som via administrationskontrakt varetager forvaltningen af Ejendomsselskabet Nordtyskland.

Ejendomsselskabet Nordtyskland

En samlet betegnelse for de selskaber som indgår i selskabsstrukturen, dvs.:

- Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab
- Komplementarselskabet Nordtyskland ApS
- Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S
- Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S
- Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S
- Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S

Faktor

Prisen for en ejendom ekskl. 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 CPM.

Nebenkosten

Udover lejen betaler lejer 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, tomgangeleje, andel af Nebenkosten på tomme lejemål og vedligeholdelse set i forhold til ejendommens købspris tillagt alle erhvervsomkostninger (typisk 8,25%).

Mietspiegel

Lejen for eksisterende lejekontrakter må ikke fastsættes højere end 20% over et såkaldt "Mietspiegel" (et gennemsnits niveau), 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 ekskl. 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 CPM. Partnergruppen er betegnelsen for samtlige partnere i CPM. Partnergruppen varetager forvaltningen af de ejendomsselskaber/fonde, som CPM udbyder.

PwC

PricewaterhouseCoopers, der er Ejendomsselskabets revisor.

Rentecap

Finansiell 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

Finansiell 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. mdr. 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 de prospekt- og projektansvarlige



CPM Core Property
Management

Core Property
Management A/S
Skoubogade 1, 2.
1158 København K
Telefon 33 18 84 42
Fax 35 36 46 36
CVR 28666056
www.cpm.dk

Dato 9. oktober 2006

Erklæring fra de prospekt- og projektansvarlige

Dette prospekt er udarbejdet af Core Property Management A/S (CPM) i forbindelse med, at Ejendomsselskabet Nordtyskland indbyder investorer til nytægning af op til nominelt DKK 1.750 mio. i to tegningsrunder.

Investering i "Ejendomsselskabet Nordtyskland" kan ske enten via Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab eller via fire unoterede aktieselskaber Ejendomsselskabet Nordtyskland I – IV A/S, som investerer det tegnede provenu i Kommanditaktieselskabet.

Udbuddet 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.

Ejendomsselskabet Nordtysklands formål er at investere i tyske boligudlejningsejendomme med vægt på ejendomme i Berlin, Hamborg, Hannover, Frankfurt samt Düsseldorf/Køln/Bonn.

CPM eller ejendomsforvalterne i CPM vil ikke for egen regning erhverve ejendomme i de nævnte byer i den tidsperiode hvor "Ejendomsselskabet Nordtyskland" 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 vor 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 2006-2016, relaterede følsomhedsberegninger samt beskrivelsen af de skattemæssige forhold.

Der er udarbejdet advokaterklæring for gennemgang af vedtægter og administrationsaftaler omfattende de selskaber, som indgår i "Ejendomsselskabet Nordtyskland".

Core Property Management A/S



Niels Lorentz Nielsen



John Bødker

Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab



Mogens Jørgensen



Niels Lorentz Nielsen



John Bødker

Erklæring afgivet af uafhængig revisor

Til investorerne i Ejendomsselskabet Nordtyskland

Core Property Management A/S har udarbejdet et prospekt for Ejendomsselskabet Nordtyskland, der er fællesbetegnelse for en selskabsstruktur bestående af:

- Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab
- Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S (kommanditist)
- Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S (kommanditist)
- Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S (kommanditist)
- Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S (kommanditist)

Prospektet er udarbejdet i forbindelse med, at Ejendomsselskabet Nordtyskland indbyder investorer til nytegning af unoterede aktier på op til nominelt DKK 1.000 mio. Prospektet er dateret den 9. oktober 2006. Vi har efter aftale med ledelsen i Core Property Management A/S udført en gennemgang af afsnit 6, 7, 10 og 18 i dette prospekt, omfattende drifts-, balance- og likviditetsprognose for årene 2006-2016, relaterede følsomhedsberegninger samt skattemæssige forhold.

Ledelsen i Core Property Management A/S og ledelsen i Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab har ansvaret for prospektet for Ejendomsselskabet Nordtyskland. Vort ansvar er, på grundlag af vor gennemgang, at udtrykke en konklusion om afsnit 6, 7, 10 og 18 i prospektet.

Den udførte gennemgang

Vi har udført vor gennemgang i overensstemmelse med danske revisionsstandarder med henblik på at opnå begrænset sikkerhed for, at prospektets afsnit 6, 7, 10 og 18 ikke indeholder væsentlig fejlinformation. En gennemgang er begrænset til først og fremmest at omfatte forespørgsler til selskabernes ledelse og medarbejdere samt analytiske handlinger og giver derfor mindre sikkerhed end en revision. Vi har ikke udført revision og udtrykker derfor ingen revisionskonklusion om prospektet.

Arbejdet har omfattet en gennemgang af prospektets afsnit 6, 7, 10 og 18 med henblik på at vurdere indholdets relevans og fuldstændighed samt sikre, at afsnittene ikke indeholder væsentlige uoverensstemmelser eller faktuelle fejl i relation til prognosen for Ejendomsselskabet Nordtyskland. Vi har vurderet de i prognosen og for følsomhedsberegningerne anvendte forudsætninger og regnskabspraksis. Vi har efterprøvet om prognosen og følsomhedsberegningerne er udarbejdet i overensstemmelse hermed, ligesom vi har kontrolleret de talmæssige sammenhænge i prognosen og følsomhedsberegningerne. Det er vor opfattelse, at det udførte arbejde giver et tilstrækkeligt grundlag for vor konklusion.

Konklusion

Ved den udførte gennemgang er vi ikke blevet bekendt med forhold, der afkræfter, at de til grund for prognosen anvendte forudsætninger er velbegrundede, og det er vor opfattelse, at

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

drifts-, likviditets-, og balanceprognosen samt følsomhedsberegningerne er udarbejdet i overensstemmelse med de i prospektet angivne forudsætninger og regnskabspraksis.

Ved den udførte gennemgang er vi ikke blevet bekendt med forhold, der afkræfter, at de beskrevne skattemæssige forhold er i overensstemmelse med gældende skattelovgivning og -praksis.

Supplerende oplysninger

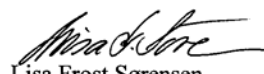
Da prognosen omfatter en periode på 10 år, og ejendommene endnu ikke er indkøbt og endeligt finansieret, indeholder de forudsætninger, der har dannet grundlag for prognosen, hypotetiske forudsætninger om begivenheder og ledelsesbeslutninger, der ikke nødvendigvis vil indtræffe. Disse afvigelser kan være væsentlige, jf. prospektet og de hertil knyttede følsomhedsberegninger.

Endvidere kan ændringer i skattelovgivning og -praksis inden for den periode, som prognosen dækker, påvirke de i prospektet beregnede resultater, pengestrømme og økonomiske stilling for selskabet.

Aalborg, den 9. oktober 2006

PricewaterhouseCoopers
Statsautoriseret Revisionsaktieselskab


Jørn Holm Jensen
statsautoriseret revisor


Lisa Frost Sørensen
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)
FEDER FIHL (H)
MORTEN JENSEN (H)
JAN HELLMUND JENSEN (L)

ANDERS TOLBORG (H)
SVEND JACOB HARBO (L)
THOMAS SCHULTZ
ULLA SKOV (L)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

J.nr. 05389/MJ/MJ/BP

06.10.2006

ADVOKATERKLÆRING

Vedr.: Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab

Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S

Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S

Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S

Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S

Efter anmodning fra de ovennævnte selskaber har jeg gennemgået selskabernes vedtægter samt de mellem selskaberne og Core Property Management A/S indgåede administrationsaftaler.

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

Vedrørende Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab:

- at Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab er et dansk kommanditaktieselskab under stiftelse med en aktiekapital på kr. 500.000,00;
- at Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab er lovligt og gyldigt stiftet og er p.t. under registrering i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, således at selskabet kan påtage sig forpligtelser og erhverve rettigheder og
- at den i prospektet indeholdte beskrivelse af Ejendomsselskabet Nordtyskland 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 til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen indsendte 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.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

Vedrørende Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S og Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S (i det følgende under ét kaldet Aktieselskaberne):

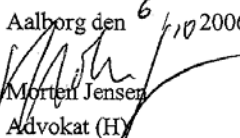
- at Aktieselskaberne er dansk indregistrerede aktieselskaber, hver med en registreret aktiekapital på kr. 500.000,00,
- at Aktieselskaberne er lovligt og gyldigt stiftet og er registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, således at Aktieselskaberne kan påtage sig forpligtelser og erhverve rettigheder og
- at den i prospektet indeholdte beskrivelse af Aktieselskabernes selskabsretlige forhold efter min opfattelse er korrekt og fyldestgørende, herunder at de i prospektet gengivne vedtægter er i overensstemmelse med de i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen registrerede og at der mig bekendt ikke er truffet registreringspligtige beslutninger eller på anden måde indtruffet registreringspligtige begivenheder, som ikke er registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Vedrørende administrationsaftalerne:

- at den i prospektet indeholdte beskrivelse af administrationsaftalerne 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 Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab, herunder har jeg ikke forholdt mig til de i prospektet indeholdte budgetter og øvrige økonomiske oplysninger, forholdene vedrørende erhvervelsen af tyske ejendomme eller selskabernes skattemæssige forhold.

Aalborg den 6/10 2006

Morten Jensen
Advokat (H)

16. Vedtægter for Ejendomsselskabet Nordtyskland

Der er nedenfor vedlagt vedtægter for de fem selskaber, som indgår i selskabskonstruktionen omkring "Ejendomsselskabet Nordtyskland".

Disse selskaber er:

- 16.1 Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab
- 16.2 Komplementarselskabet Nordtyskland ApS
- 16.3 Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S
- 16.4 Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S
- 16.5 Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S
- 16.6 Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S

16.1 Vedtægter for Ejendomsselskabet Nordtyskland 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)

ANDERS TOLBORG (H)
SVEND JACOB HARBO (L)
THOMAS SCHULTZ
ULLA SKOV (L)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

J.nr. 05389 MJ/BP
03.10.2006

VEDTÆGTER for Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab CVR nr. xx xx xx xx

1 Navn og hjemsted

- 1.1 Selskabets navn er: Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab.
- 1.2 Selskabets hjemsted er Københavns Kommune.

2 Formål

- 2.1 Kommanditaktieselskabets formål er at investere i, udvikle, udleje og administrere fast ejendom i Tyskland, primært boligudlejningsejendomme. Selskabet kan belåne ejendommene.

3 Komplementar og hæftelsesforhold

- 3.1 Som personligt hæftende komplementar deltager følgende:

Komplementarselskabet Nordtyskland ApS.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

- 3.2 Komplementaren ejer ingen del af Kommanditaktieselskabet.
- Komplementaren yder lån stort kr. 125.000,00 til Kommanditaktieselskabet og modtager herfor forrentning på 10 % p.a. Lånet kan alene kræves tilbagebetalt i tilfælde af Kommanditaktieselskabets likvidation.
- 3.3 Komplementaren og kommanditaktionærerne betegnes under et som selskabsdeltagerne.
- 3.4 Hæftelsesforholdene i Kommanditaktieselskabet er som følger:
- 3.4.1 Komplementarselskabet, Komplementarselskabet Nordtyskland ApS med en nominal anpartskapital på 125.000,00 DKK hæfter som komplementar personligt, direkte og ubegrænset for selskabets forpligtelser.
- 3.4.2 Kommanditaktionærerne hæfter solidarisk for selskabets forpligtelser, idet hæftelsen for hver kommanditaktionær er begrænset til den tegnede kommanditaktiekapital. Kommanditaktionærerne 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 aktier á DKK 50.000,00 eller multipla heraf.
- Kommanditaktiernes pålydende er fuldt indbetalt ved stiftelsen.
- 4.2 Komplementaren er i perioden fra 9. oktober og frem til 30. november 2006 bemyndiget til at forhøje kommanditaktiekapitalen i selskabet ad en eller flere gange op til en samlet kapital på DKK 1.000.000.000,00 skriver en milliard danske kroner 00/100.
- Eventuel kapitalforhøjelse i henhold hertil sker til kurs 100 og i kommanditaktier á DKK 50.000,00 eller multipla heraf. Tegning kan ske uden fortegningsret for de hidtidige kommanditaktionærer og skal ske mod samtidig kontant indbetaling af den/de tegnede kommanditaktier. Bortset fra tegningskursen fastsættes vilkårene for tegningen af nye kommanditaktier af komplementaren.
- 4.3 Endvidere er Komplementaren i perioden fra 2. juni 2007 og frem til 30. juni 2007 bemyndiget til at forhøje kapitalen i Kommanditaktieselskabet ad en eller flere gange op til

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

en samlet kapital på DKK 1.750.000.000,00 skriver en milliardsyvhundrede-
ogfentimillioner danske kroner 00/100.

Eventuel kapitalforhøjelse i henhold hertil sker til indre værdi opgjort pr. 30. juni 2007 med tillæg af en rentekompensation for perioden 30/6 – 15/7 2007 (betalingsdato) fastlagt af komplementaren. Tegning sker i kommanditaktier a DKK 50.000,00 eller multipla heraf. Tegning kan ske uden fortegningsret for de hidtidige kommanditaktionærer og skal ske mod samtidig kontant indbetaling af den/de tegnede kommanditaktier. Bortset fra tegningskursen fastsættes vilkårene for tegningen af nye kommanditaktier af komplementaren.

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

5 Stemmeret

- 5.1 Hver kommanditaktie på nominelt DKK 50.000,00 giver en stemme på Kommanditaktieselskabets generalforsamling. Såfremt en kommanditaktie ikke er navnenoteret har kommanditaktien 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.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

- 6.3 Ekstraordinær generalforsamling afholdes, når direktionen eller bestyrelsen finder det hensigtsmæssig eller på begæring af revisor eller navnenoterede kommanditaktionærer, som repræsenterer mindst 15% af selskabets kapital.
- 6.4 Generalforsamlinger indkaldes af direktionen med mindst 3 ugers varsel ved brev til alle navnenoterede kommanditaktionærer og til komplementaren. Indkaldelsen skal indeholde dagsordenen for mødet og angive indholdet af eventuelle forslag til beslutning.
- 6.5 Forslag fra en kommanditaktionær 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 kommanditaktionær 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 selskabets kapital.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

- 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 3-5 medlemmer. Medlemmer af Bestyrelsen vælges for et år ad gangen, og kan genvælges.
- 7.2 Kommanditaktieselskabets direktion på 2 medlemmer udgøres af direktionen i komplementaren.
- 7.3 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 **Tilbagekøb af aktier**

- 8.1 Kommanditaktieselskabets bestyrelse og direktion skal efter meddelelse fra kommanditaktionærer senest den 31. marts 2012 foranledige, at de kommanditaktionærer som måtte ønske dette, kan indløse deres kommanditaktier efter, at der er skaffet provenu hertil ved rebeblåning af ejendomme, brug af likvide beholdninger, eller ved salg af dele af eller hele selskabets ejendomsportefølje senest den 31/12 2012. Indløsning sker til indre værdi opgjort pr. 31/12 2012. Den indre værdi skal tage hensyn til evt. behov for hensat skat på ikke afhændede ejendomme i form af genvundne afskrivninger og skat på værdireguleringer. Alle omkostninger i forbindelse med salg af ejendomme skal fratrækkes ved opgørelse af den indre værdi på grundlag af hvilken tilbagekøb/kapitalnedsættelse sker.
- 8.2 Denne procedure gentages herefter hvert 3die år, dvs. i 2015, 2018, 2021 osv.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

9 Tegning

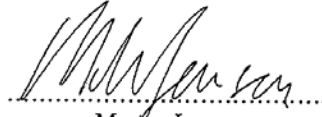
- 9.1 Kommanditaktieselskabet tegnes af komplementaren.
- 9.2 Komplementaren vil i henhold til administrationsaftalen bindende for Kommanditaktieselskabet kunne indgå alle aftaler vedr. køb og salg af ejendomme, optagelse af lån, etablering af finansielle aftaler til afdækning af finansielle risici, 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 2006.
- 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.

0-00-000-0-000-00-0

Således vedtaget på Kommanditaktieselskabets stiftende generalforsamling den 3. oktober 2006.


.....
Morten Jensen
Advokat

16.2 Vedtægter for Komplementarselskabet Nordtyskland ApS

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

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

FOTOKOPI

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

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

ANDERS TOLBORG (H)
SVEND JACOB HARBO (L)
THOMAS SCHULTZ
ULLA SKOV (L)
MIKKI NIELSEN (L)

J.nr. 05389 MJ/BP

13.09.2006

VEDTÆGTER

For

Komplementarselskabet Nordtyskland ApS

§ 1

Selskabets navn er: Komplementarselskabet Nordtyskland ApS. Selskabets hjemsted er København Kommune.

§ 2

Selskabets formål er at være komplementar i Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab og dermed stille ledelse til rådighed for kommanditselskabet.

§ 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 den til enhver tid værende Administrator af Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

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 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.

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.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

Dagsordenen 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..

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

§ 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 2006.

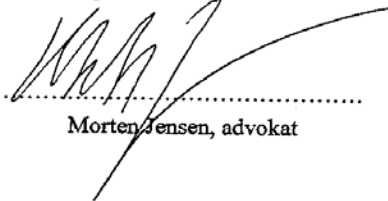
§ 12

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

0-00-000-0-000-00-0

Således vedtaget i forbindelse med stiftelsen af selskabet, idet vedtægterne indgår som en integreret del af stiftelsesdokumentet.

Aalborg, den 13. september 2006



.....
Morten Nielsen, advokat

16.3 Vedtægter for Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S

ADVOKATFIRMAET BØRGE NIELSEN

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

J.nr. 05389 MJ/BP
03.10.2006 (NYK)

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

ANDERS TOLBORG (H)
SVEND JACOB HARBO (L)
THOMAS SCHULTZ
ULLA SKOV (L)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

VEDTÆGTER

FOR

EJENDOMSSELSKABET NORDTYSKLAND I A/S

1 Selskabets navn og hjemsted

- 1.1 Selskabets navn er Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S.
- 1.2 Selskabets hjemsted er Københavns Kommune.

2 Selskabets formål

- 2.1 Selskabets formål er at eje kommanditaktier i Ejendomsselskabet Nordtyskland 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.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

- 3.2 Selskabets bestyrelse er i perioden fra 9. oktober og frem til 30. november 2006 bemyndiget til at forhøje kapitalen i selskabet med DKK 300.000.000,00 skriver tre hundrede millioner danske kroner 00/100.

Eventuel kapitalforhøjelse i henhold hertil sker til kurs 100 og 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 Endvidere er selskabets bestyrelse i perioden fra 2. juni 2007 og frem til 30. juni 2007 bemyndiget til at forhøje kapitalen i selskabet ad en eller flere gange op til en samlet kapital på DKK 400.000.000,00 skriver fire hundrede millioner danske kroner 00/100.

Eventuel kapitalforhøjelse i henhold hertil sker til indre værdi opgjort pr. 30. juni 2007 med tillæg af en rentekompensation for perioden 30/6 – 15/7 2007 (betalingsdato). Tegning sker i anparter 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.

Bortset fra tegningskursen fastsættes vilkårene for aktietegningen af bestyrelsen.

- 3.4 De nye aktier tegnet på grundlag af bestemmelserne i punkt 3.2. og 3.3. 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.
- 3.5 Selskabets aktier skal lyde på navn. Der oprettes en aktiebog med fortegnelse over aktionærer, hvilken aktiebog føres af selskabet.
- 3.6 Ingen aktier skal have særlige rettigheder.
- 3.7 Selskabets aktier er frit omsættelige omsætningspapirer og ingen aktionær er forpligtet til at lade sine aktier indløse, hverken helt eller delvist.
- 3.8 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 aktionærene 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 aktionærene 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.h.t. 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.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

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

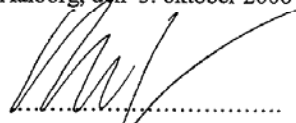
- 6.1 Selskabet tegnes af et medlem af direktionen sammen med et medlem af bestyrelsen, eller den samlede bestyrelse.

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 2006.
- 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.

---oo0oo---

Aalborg, den 3. oktober 2006



.....
Morten Jensen
advokat

16.4 Vedtægter for Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S

ADVOKATFIRMAET BØRGE NIELSEN

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

J.nr. 05389 MJ/BP
03.10.2006 (SYD)

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

ANDERS TOLBORG (H)
SVEND JACOB HARBO (L)
THOMAS SCHULTZ
ULLA SKOV (L)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

VEDTÆGTER

FOR

EJENDOMSSELSKABET NORDTYSKLAND II A/S

1 Selskabets navn og hjemsted

- 1.1 Selskabets navn er Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S.
- 1.2 Selskabets hjemsted er Københavns Kommune.

2 Selskabets formål

- 2.1 Selskabets formål er at eje kommanditaktier i Ejendomsselskabet Nordtyskland 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.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

- 3.2 Selskabets bestyrelse er i perioden fra 9. oktober og frem til 30. november 2006 bemyndiget til at forhøje kapitalen i selskabet med DKK 600.000.000,00 skriver seks hundrede millioner danske kroner 00/100.

Eventuel kapitalforhøjelse i henhold hertil sker til kurs 100 og 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 Endvidere er selskabets bestyrelse i perioden fra 2. juni 2007 og frem til 30. juni 2007 bemyndiget til at forhøje kapitalen i selskabet ad en eller flere gange op til en samlet kapital på DKK 700.000.000,00 skriver syv hundrede millioner danske kroner 00/100.

Eventuel kapitalforhøjelse i henhold hertil sker til indre værdi opgjort pr. 30. juni 2007 med tillæg af en rentekompensation for perioden 30/6 – 15/7 2007 (betalingsdato). Tegning sker i anparter 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.

Bortset fra tegningskursen fastsættes vilkårene for aktietegningen af bestyrelsen.

- 3.4 De nye aktier tegnet på grundlag af bestemmelserne i punkt 3.2. og 3.3. 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.
- 3.5 Selskabets aktier skal lyde på navn. Der oprettes en aktiebog med fortegnelse over aktionærer, hvilken aktiebog føres af Sydbank, Peberlyk 4, Postboks 1038, 6200 Åbenrå. Aktierne kan registreres i Værdipapircentralen.
- 3.6 Ingen aktier skal have særlige rettigheder.
- 3.7 Selskabets aktier er frit omsættelige omsætningspapirer og ingen aktionær er forpligtet til at lade sine aktier indløse, hverken helt eller delvist.
- 3.8 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 aktionærene 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 aktionærene 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.h.t. 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.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

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

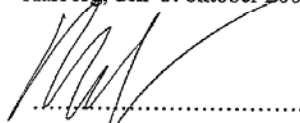
- 6.1 Selskabet tegnes af et medlem af direktionen sammen med et medlem af bestyrelsen, eller den samlede bestyrelse.

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 2006.
- 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.

---oo0oo---

Aalborg, den 3. oktober 2006


.....
Morten Jensen
advokat

16.5 Vedtægter for Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S

ADVOKATFIRMAET BØRGE NIELSEN

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

J.nr. 05389 MJ/BP
03.10.2006 (NORD)

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

ANDERS TOLBORG (H)
SVEND JACOB HARBO (L)
THOMAS SCHULTZ
ULLA SKOV (L)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

VEDTÆGTER

FOR

EJENDOMSSELSKABET NORDTYSKLAND III A/S

1 Selskabets navn og hjemsted

- 1.1 Selskabets navn er Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S.
- 1.2 Selskabets hjemsted er Københavns Kommune.

2 Selskabets formål

- 2.1 Selskabets formål er at eje kommanditaktier i Ejendomsselskabet Nordtyskland 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.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

- 3.2 Selskabets bestyrelse er i perioden fra 9. oktober og frem til 30. november 2006 bemyndiget til at forhøje kapitalen i selskabet med DKK 300.000.000,00 skriver tre hundrede millioner danske kroner 00/100.

Eventuel kapitalforhøjelse i henhold hertil sker til kurs 100 og 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 Endvidere er selskabets bestyrelse i perioden fra 2. juni 2007 og frem til 30. juni 2007 bemyndiget til at forhøje kapitalen i selskabet ad en eller flere gange op til en samlet kapital på DKK 400.000.000,00 skriver fire hundrede millioner danske kroner 00/100.

Eventuel kapitalforhøjelse i henhold hertil sker til indre værdi opgjort pr. 30. juni 2007 med tillæg af en rentekompensation for perioden 30/6 – 15/7 2007 (betalingsdato). Tegning sker i anparten 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.

Bortset fra tegningskursen fastsættes vilkårene for aktietegningen af bestyrelsen.

- 3.4 De nye aktier tegnet på grundlag af bestemmelserne i punkt 3.2. og 3.3. 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.
- 3.5 Selskabets aktier skal lyde på navn. Der oprettes en aktiebog med fortegnelse over aktionærer, hvilken aktiebog føres af Spar Nord Bank A/S, Skelagervej 15, 9000 Aalborg. Aktierne kan registreres i Værdipapircentralen.
- 3.6 Ingen aktier skal have særlige rettigheder.
- 3.7 Selskabets aktier er frit omsættelige omsætningspapirer og ingen aktionær er forpligtet til at lade sine aktier indløse, hverken helt eller delvist.
- 3.8 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.h.t. 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.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

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 2006.
- 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.

---oo0oo---

Aalborg, den 3. oktober 2006


.....
Morten Jensen
advokat

16.6 Vedtægter for Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S

ADVOKATFIRMAET BØRGE NIELSEN

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

J.nr. 05389 MJ/BP
03.10.2006

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

ANDERS TOLBORG (H)
SVEND JACOB HARBO (L)
THOMAS SCHULTZ
ULLA SKOV (L)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

VEDTÆGTER

FOR

EJENDOMSSELSKABET NORDTYSKLAND IV A/S

1 Selskabets navn og hjemsted

- 1.1 Selskabets navn er Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S.
- 1.2 Selskabets hjemsted er Københavns Kommune.

2 Selskabets formål

- 2.1 Selskabets formål er at eje kommanditaktier i Ejendomsselskabet Nordtyskland 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.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

- 3.2 Selskabets bestyrelse er i perioden fra 9. oktober og frem til 30. november 2006 bemyndiget til at forhøje kapitalen i selskabet med DKK 500.000.000,00 skriver fem hundrede millioner danske kroner 00/100.
- Eventuel kapitalforhøjelse i henhold hertil sker til kurs 100 og 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 Endvidere er selskabets bestyrelse i perioden fra 2. juni 2007 og frem til 30. juni 2007 bemyndiget til at forhøje kapitalen i selskabet ad en eller flere gange op til en samlet kapital på DKK 700.000.000,00 skriver syv hundrede millioner danske kroner 00/100.
- Eventuel kapitalforhøjelse i henhold hertil sker til indre værdi opgjort pr. 30. juni 2007 med tillæg af en rentekompensation for perioden 30/6 – 15/7 2007 (betalingsdato). Tegning sker i anparter 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.
- Bortset fra tegningskursen fastsættes vilkårene for aktietegningen af bestyrelsen.
- 3.4 De nye aktier tegnet på grundlag af bestemmelserne i punkt 3.2. og 3.3. 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.
- 3.5 Selskabets aktier skal lyde på navn. Der oprettes en aktiebog med fortegnelse over aktionærer.
- 3.6 Ingen aktier skal have særlige rettigheder.
- 3.7 I tilfælde af pantsætning af aktier er selskabet forpligtet til at notere pantsætningen i aktionærfortegnelsen.
- 3.8 Selskabets aktier er ikke-omsætningspapirer.

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.h.t. 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**

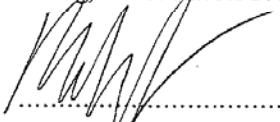
- 6.1 Selskabet tegnes af et medlem af direktionen sammen med et medlem af bestyrelsen, eller den samlede bestyrelse.

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 2006.
- 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.

---oo0oo---

Aalborg, den 3. oktober 2006



.....
Morten Jensen
advokat

17. Administrationsaftaler

Der er nedenfor vedlagt administrationsaftaler mellem de følgende fem selskaber og Core Property Management A/S.

Disse selskaber er:

- 17.1 Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab
- 17.2 Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S
- 17.3 Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S
- 17.4 Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S
- 17.5 Ejendomsselskabet Nordtyskland IV 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)

ANDERS TOLBORG (H)
SVEND JACOB HARBO (L)
THOMAS SCHULTZ
ULLA SKOV (L)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

J.nr. 05389/MJ/MJ/BP
03.10.2006

ADMINISTRATIONSÅFTALE

Mellem:

Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab
(incl. alle datterselskaber)
c/o Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 2.
1158 København K

(herefter benævnt "Ejendomsselskabet")

samt

Komplementarselskabet Nordtyskland Aps (komplementar)
c/o Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 2.
1158 København K

(herefter benævnt "Komplementaren")

og

Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 2.
1158 København K
CVR 28 66 60 55

(herefter benævnt "Administrator")

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

1 Administrators opgaver/forpligtelser

- 1.1 Administrator påtager sig at etablere, erhverve, udvikle og administrere en portefølje af overvejende boligudlejningsejendomme primært beliggende i Nord- og Midtyskland, herunder at udvælge og kontrollere eksterne samarbejdspartnere. Hertil at foretage salg af ejendommene når det 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.
- 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 Årligt fee
- 2.1.1.1 Et årligt fee beregnet som 0,5% p.a. 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.
- 2.1.2 Engangsfee – køb af ejendomme
- 2.1.2.1 Et engangsfee på 1,5% beregnet af ejendommenes anskaffelsesværdi incl. alle erhvervesomkostninger. I beregningsgrundlaget kan dog maksimalt indgå erhvervesomkostninger på 7,5% (notar, advokat, mæglerhonorar, omsætningsskat 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, projektudbud, udvikling af investeringskoncept, prospektudarbejdelse, samt betaling af fee til formidlingsbankerne for forhandling og fremskaffelse af kapitalindskud i Ejendomsselskabet. Endvidere dækker det etablering af selskab, initiale rådgiverhonorarer samt de udgifter Administrator har til rejser og besigtigelser i

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

forbindelse med sonderinger i ejendomsmarkedet i Nordtyskland samt indkøb af ejendomme til porteføljen før den 30. september 2006.

- 2.1.2.3 Engangsfee'et er fordelt med 0,75%, som er projekthonorar i forbindelse med søgning af ejendomme, fastlæggelse af investeringsstrategi og kontakt til ejendomsmæglere og forhandling af finansiering og 0,75% som dækker udgifter til prospektudarbejdelse og andet materiale, samt forhandling og fremskaffelse af kapitalindskud i Ejendomsselskabet.
- 2.1.2.4 Endvidere betaler Ejendomsselskabet et engangsfee på 3 % af det i Ejendomsselskabet indskudte beløb (aktiekapital + eventuel overkurs) til Administrator og de rådgivende banker, jfr. nærmere nedenfor, idet fordelingen af fee'et sker i henhold til nærmere aftale mellem disse.

Beløbet skønnes at modsvare 1 % af Ejendomsselskabets balance, beregnet som ejendommenes anskaffelsessværdi incl. alle erhvervsomkostninger. I beregningsgrundlaget indgår skønnede erhvervsomkostninger på 7,5 % af købesummerne for ejendommene, idet erhvervsomkostninger omfatter udgifter til notar, advokat, mæglerhonorar, omsætningsskat samt mindre fees og gebyrer.

Uanset eventuelle ændringer i ejendommenes anskaffelsessværdi sker der ikke regulering af engangsbeløbet i henhold til nærværende punkt 2.1.2.4.

Engangsfee'et dækker betaling til rådgivende banker (Sydbank, Spar Nord Bank og Nykredit Bank) samt Administrator for arbejde med at kontakte, rådgive og forhandle med investorer vedr. placering af kapital i Ejendomsselskabet via tegning af aktiekapital i Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S, Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S og Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S og via direkte tegning i Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab uden om de 4 aktieselskaber.

Dette engangsfee forfalder til betaling ultimo 2006.

- 2.1.3 Engangsfee – omlægning af portefølje
- 2.1.3.1 Et engangsfee på 0,5% kan opkræves ved efterfølgende omlægnings af ejendomsporteføljen. Ved køb af ejendomme opkræves 0,5% beregnet på købspris incl. erhvervsomkostninger, dog maksimeret til 7,5% (notar, advokat, mæglerhonorar,

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

omsætningsskat samt mindre fees og gebyrer). Ved salg af ejendomme kan opkræves et engangsfee på 0,5% af ejendommens salgspris excl. salgsomkostninger. Både købs- og salgsfee forfalder til betaling ved notarens registrering af Ejendomsselskabets erhvervelse/afhændelse af den enkelte ejendom.

- 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 Udgifter vedrørende udliciterede opgaver

- 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 herfor
 - 3.1.2 Lokal tysk og dansk advokatbistand
 - 3.1.3 Revision 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, bospising 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 30. september 2006.
- 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.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

- 3.4 Eventuel aflønning af de medlemmer af Bestyrelsen, som ikke er stillet til rådighed af Administrator, betales af Ejendomsselskabet.

4 Administrators opgaver (I)

- 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 f.s.a. lejersammensætning, evt. renoveringer af klimaskærm, fællesarealer og enkelte lejemål.
- 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 Administrators opgaver (II)

- 5.1 Følgende opgaver af løbende administrativ karakter udføres af Administrator:
- 5.1.1 Udarbejdelse af budgetprognose og regnskabsberetning for Ejendomsselskabet.
- 5.1.2 Påse at lejerne betaler husleje, at udgifter på ejendommene afholdes, og at de lokale administratorer og andre samarbejdspartnere udfører deres arbejde tilfredsstillende.
- 5.1.3 Indkaldelse og afholdelse af generalforsamling.
- 5.1.4 Forhandling af udgifter til alle eksterne samarbejdspartnere.
- 5.1.5 Sikring af at ejendommene er passende forsikret
- 5.1.6 Tager stilling til afholdelse af alle større udgifter til vedligeholdelse på ejendomme, dvs. udgifter over 5.000 EUR.
- 5.1.7 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 Administratorsopgaver (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 til særlig pantsat konto.
 - * Modtagelse af opsigelser, opgørelse af flytterapporter, afregning af deposita
 - * Udlejning af lejemål, herunder udarbejdelse af lejekontrakt, opkrævning af deposita.
 - * Varsling af leje og årlig afregning af fællesudgifter.
 - * Betaling af alle løbende udgifter på ejendommene, dvs. forsikring, forsyning

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

som vand, varme, el, gas, serviceabonnemeter 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 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 incl. bogføring af udgifter og indtægter, som ikke varetages af de tyske administratorer.

6.1.3 Tysk advokatkontor til varetagelse af løbende opgaver samt juridisk due diligence ved køb og salg af ejendomme.

6.1.4 Dansk advokat.

6.1.5 Arkitekt/ingeniør til gennemgang af tekniske forhold.

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 2012. 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 anparterkapital

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

Komplementaren til 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.

København, den 3. oktober 2006

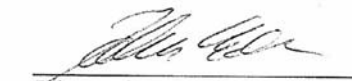
Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab:


Niels Lorentz Nielsen


John Bødker


Komplementarselskabet Nordtyskland ApS (komplementar):


Niels Lorentz Nielsen


John Bødker

Core Property Management A/S:


Niels Lorentz Nielsen


John Bødker

17.2 Administrationsaftale for Ejendomsselskabet Nordtyskland I 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)

ANDERS TOLBORG (H)
SVEND JACOB HARBO (L)
THOMAS SCHULTZ
ULLA SKOV (L)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

J.nr. 05389/MJ/MJ/BP
03.10.2006

ADMINISTRATIONSÅFTALE

Mellem:

Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S
c/o Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 2.
1158 København K

(herefter benævnt "Aktieselskabet")

og

Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 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, bestyrelsesmøder, samt at være behjælpelig med udarbejdelse af regnskab, herunder varetage kontakt til revisor og advokat.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN


- 1.2 Administratør 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

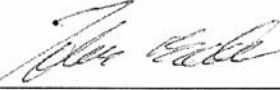
- 2.1 Som honorar for de udførte ydelser vil Administrator kunne opkræve et honorar baseret på 1000 kr. pr. medgået time, baseret på et skønnet faktisk tidsforbrug, herunder vedrørende direktions- og bestyrelsesfunktioner i henhold til punkt 1.3. og 1.4.

København, den 3. oktober 2006

Ejendomsselskabet Nordtyskland I A/S



Niels Lorentz Nielsen




John Bødker

Core Property Management A/S:



Niels Lorentz Nielsen



John Bødker

17.3 Administrationsaftale for Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

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

J.nr. 05389/MJ/MJ/BP
03.10.2006

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

ANDERS TOLBORG (H)
SVEND JACOB HARBO (L)
THOMAS SCHULTZ
ULLA SKOV (L)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

ADMINISTRATIONSÅFTALE

Mellem:

Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S
c/o Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 2.
1158 København K

(herefter benævnt "Aktieselskabet")

og

Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 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, bestyrelsesmøder, samt at være behjælpelig med udarbejdelse af regnskab, herunder varetage kontakt til revisor og advokat.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

- 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 1000 kr. pr. medgået time, baseret på et skønnet faktisk tidsforbrug, herunder vedrørende direktions- og bestyrelsesfunktioner i henhold til punkt 1.3. og 1.4.

København, den 03. oktober 2006


Ejendomsselskabet Nordtyskland II A/S


Niels Lorentz Nielsen


John Bødker

Core Property Management A/S:


Niels Lorentz Nielsen


John Bødker

17.4 Administrationsaftale for Ejendomsselskabet Nordtyskland III 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)

ANDERS TOLBORG (H)
SVEND JACOB HARBO (L)
THOMAS SCHULTZ
ULLA SKOV (L)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

J.nr. 05389/MJ/MJ/BP
03.10.2006

ADMINISTRATIONSÅFÅTÅLE

Mellem:

Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S
c/o Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 2.
1158 København K

(herefter benævnt "Aktieselskabet")

og

Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 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, bestyrelsesmøder, samt at være behjælpelig med udarbejdelse af regnskab, herunder varetage kontakt til revisor og advokat.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

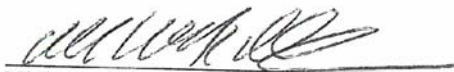
- 1.2 Administrator vil endvidere efter aftale med Aktieselskabets bestyrelse føre aktiebog og stå for det praktiske arbejde i forbindelse med kapitalforhøjelser og evt. efterfølgende kapitalreduktioner foranlediget af udnyttelse af "Exit Windows".
- 1.3 Administrator stiller direktion til rådighed for 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 1000 kr. pr. medgået time, baseret på et skønnet faktisk tidsforbrug, herunder vedrørende direktions- og bestyrelsesfunktioner i henhold til punkt 1.3. og 1.4.

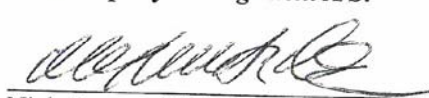
København, den 3. oktober 2006


Ejendomsselskabet Nordtyskland III A/S


Niels Lorentz Nielsen


John Bødker

Core Property Management A/S:


Niels Lorentz Nielsen


John Bødker

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)

ANDERS TOLBORG (H)
SVEND JACOB HARBO (L)
THOMAS SCHULTZ
ULLA SKOV (L)
MIKKI NIELSEN (L)
LUISE CHRISTENSEN

J.nr. 05389/MJ/MJ/BP
03.10.2006

ADMINISTRATIONSÅFTALE

Mellem:

Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S
c/o Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 2.
1158 København K

(herefter benævnt "Aktieselskabet")

og

Core Property Management A/S
Skoubogade 1, 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, bestyrelsesmøder, samt at være behjælpelig med udarbejdelse af regnskab, herunder varetage kontakt til revisor og advokat.

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

- 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 er på Aktieselskabets anfordring forpligtet til at stille direktion på to medlemmer til rådighed for Aktieselskabet.
- 1.4 Administrator er på Aktieselskabets anfordring forpligtet til at stille bestyrelsesmedlemmer til rådighed for Aktieselskabet.
- 1.5 Eventuel aflønning af de medlemmer af bestyrelsen for Aktieselskabet, 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 1000 kr. pr. medgået time, baseret på et skønnet faktisk tidsforbrug, herunder vedrørende direktions- og bestyrelsesfunktioner i henhold til punkt 1.3. og 1.4.

3 Performancefee

- 3.1 Administrator er berettiget til at opkræve et performancefee fra Aktieselskabet.
- 3.2 Performancefee beregnes af det afkast, som Aktieselskabet opnår på investering i Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskab (i det følgende kaldet Ejendomsselskabet) og beregnes første gang i 2013 med udgangspunkt i Ejendomsselskabet regnskab pr. 31/12 2012. Dermed tages udgangspunkt i den indre værdi der beregnes i forbindelse med eventuel indløsning af aktier/andele i Ejendomsselskabets såkaldte første "Exit Window".
- 3.3 Performancefee beregnes som 10% af det tidsvægtede afkast, som ligge over 10% p.a. for perioden 1/12 2006 – 31/12 2012, dvs. for godt 6 år. Der beregnes ikke performancefee for afkast over 20% p.a. Det tidsvægtede afkast beregnes ved at sætte den initiale investering den 31/12 2006 til kurs 100 og beregne den indre værdi pr. 31/12 2012 (under hensyntagen til udskudt skat), som en kurs. Perioden omfatter dermed 72 måneder. Herudover tages der hensyn til udbytte betalt i perioden. Der beregnes

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

efterfølgende performancefee på samme vis ved hver af de efterfølgende "Exit Windows" hver tredje år. Performancefee for 3 års-perioderne beregnes med High Water mark. Det tidsvægtede afkast er dermed beregnet efter betaling af løbende skat i, men før hensat (udskudt) skat til genvundne afskrivninger og urealiserede værdireguleringer.

- 3.4 Som kompensation for Administrators ret til performancefee betaler Administrator til Aktieselskabet et engangsbeløb på 3 % af det i Aktieselskabet indskudte beløb (aktiekapital + eventuel overkurs).

Beløbet skønnes at modsvare 1 % af Aktieselskabets forholdsmæssige andel af Ejendomsselskabet Nordtyskland Kommanditaktieselskabs balance, beregnet som ejendommenes anskaffelsesværdi incl. alle erhvervelsesomkostninger. I beregningsgrundlaget indgår skønnede erhvervelsesomkostninger på 7,5 % af købesummerne for ejendommene, idet erhvervelsesomkostninger omfatter udgifter til notar, advokat, mæglerhonorar, omsætningsskat samt mindre fees og gebyrer.

Uanset eventuelle ændringer i ejendommenes anskaffelsesværdi sker der ikke regulering af engangsbeløbet i henhold til nærværende punkt 3.1., stk. 1.

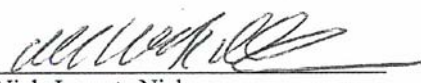
Dette engangsfee forfalder til betaling ultimo 2006.

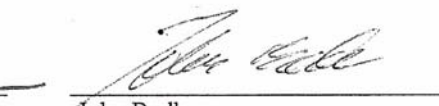
4 Opsigelse

- 4.1 Nærværende aftale kan af begge parter opsiges med 6 måneders varsel til et kalenderhalvårs udløb, dog tidligst til ophør den 31.12.2012.

København, den 3. oktober 2006

Ejendomsselskabet Nordtyskland IV A/S



Niels Lorentz Nielsen


John Bødker

ADVOKATFIRMAET
BØRGE NIELSEN

Core Property Management A/S:


Niels Lorentz Nielsen


John Bødker

18. Prognoser

Der er vist seks prognoser i det følgende.

- 18.1 Prognose for 2006-2016
- 18.2 Følsomhedsprognose for 2006-2016 (Konservativ)
- 18.3 Følsomhedsprognose for 2006-2016 (Optimistisk)
- 18.4 Følsomhedsprognose for 2006-2016 (Højrente)
- 18.5 Følsomhedsprognose for 2006-2016 (Tomgangsprognose)
- 18.6 Følsomhedsprognose for 2006-2016 (Lavafkastprognose)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skatteberegning											
Overskud før afskr. og initiale fin. omk.	5.636.971	37.317.591	55.715.668	59.336.389	61.979.885	64.771.865	67.682.760	70.717.811	73.881.356	77.177.908	80.612.124
Initiale fin. omk. periodiseret	-181.415	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	-557.012	-23.686.944	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491
Indkomst til løbende beskatning	4.898.544	10.754.887	19.001.416	22.622.137	25.265.633	28.057.613	30.968.508	34.003.559	37.167.104	40.463.656	43.887.872
Løbende beskatning 26,4%	-1.293.216	-2.839.290	-5.016.374	-5.972.244	-6.670.127	-7.407.210	-8.175.686	-8.976.940	-9.812.116	-10.682.405	-11.589.038
Årlig værdiregulering	0	0	38.894.817	39.575.476	40.268.047	40.972.738	41.689.761	42.419.332	43.161.670	43.916.999	44.685.547
Initiale finansieringsomkostninger	-21.951.220	-6.987.805	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale fin. omk. periodiseret	181.415	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	557.012	23.686.944	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491
Årets bereg. grundlag udskudt skat	-21.212.792	19.574.900	75.609.069	76.289.728	76.982.299	77.686.990	78.404.013	79.133.584	79.875.922	80.631.251	81.399.799
Årets udskudte skat	-5.600.177	5.167.774	19.960.794	20.140.488	20.323.327	20.509.365	20.698.659	20.891.266	21.087.243	21.286.650	21.489.547
Akkumulerede værdireguleringer	0	0	38.894.817	78.470.293	118.738.341	159.711.079	201.400.840	243.820.171	266.981.841	330.898.841	375.594.388
Akkumulerede afskrivninger	557.012	24.243.956	58.082.447	91.920.938	125.759.428	159.597.919	193.436.410	227.274.901	261.113.392	294.951.883	328.790.373
Akk. initiale finansieringsomkostninger	-21.769.804	-25.881.848	-23.006.087	-20.130.327	-17.254.566	-14.378.805	-11.503.044	-8.627.283	-5.751.522	-2.875.761	0
Beregningsgrundlag udskudt skat	-21.212.792	-1.637.893	73.971.176	150.260.904	227.243.203	304.930.193	383.334.206	462.467.790	542.343.711	622.974.962	704.374.761
Hensat til udskudt skat	-5.600.177	-432.404	19.528.391	39.668.879	59.992.206	80.501.571	101.200.230	122.091.496	143.176.740	164.465.390	185.954.937
Likviditetsprognose											
Lejendtgæfter	7.047.284	98.661.982	143.412.238	145.921.952	148.475.586	151.073.909	153.717.702	156.407.762	159.144.898	161.929.933	164.763.707
Driftsudgifter	-1.429.826	-18.217.561	-26.086.814	-26.543.333	-27.007.841	-27.480.479	-27.961.387	-28.450.711	-28.948.599	-29.455.199	-29.970.665
Renteudgifter	-50.000	-44.100.000	-63.000.000	-61.432.474	-60.878.103	-60.211.809	-59.463.799	-58.629.484	-57.705.187	-56.687.070	-55.571.162
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	69.512	973.171	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244
Løbende skattebetaling	-1.293.216	-2.839.290	-5.016.374	-5.972.244	-6.670.127	-7.407.210	-8.175.686	-8.976.940	-9.812.116	-10.682.405	-11.589.038
Kapitalindsat	750.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Låneoptagelse	0	1.500.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Afdrag på lån	0	0	-37.322.056	-13.199.294	-15.864.145	-17.809.758	-19.864.655	-22.007.073	-24.240.871	-26.569.241	-28.995.503
Køb af ejendomme	-731.707.317	-1.490.853.659	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-21.951.220	-6.987.805	37.322.056	13.199.294	15.864.145	17.809.758	19.864.655	22.007.073	24.240.871	26.569.241	28.995.503
Likviditet primo	0	685.219	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000
Udbyttebetaling	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likviditetsoverskud	685.219	37.322.056	13.199.294	15.864.145	17.809.758	19.864.655	22.007.073	24.240.871	26.569.241	28.995.503	31.523.086

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skattekategori											
Overskud før atskr. og initiale fin. omk.	5.636.971	37.317.591	53.602.221	55.169.747	55.658.787	56.196.282	56.748.894	57.318.121	57.904.430	58.508.336	59.130.365
Initiale fin. omk. periodiseret	-181.415	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	-557.012	-23.686.944	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491
Indkomst til løbende beskatning	4.898.544	10.754.887	16.887.969	18.455.496	18.944.535	19.482.030	20.034.642	20.603.869	21.190.178	21.794.084	22.416.113
Løbende beskatning 26,4%	-1.293.216	-2.839.290	-4.458.424	-4.872.251	-5.001.357	-5.143.256	-5.289.145	-5.439.421	-5.594.207	-5.753.638	-5.917.854
Årlig værdiregulering	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-21.951.220	-6.987.805	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	181.415	23.686.944	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491
Årets bereg. grundlag udskudt skat	-21.212.792	19.574.900	36.714.252	36.714.252	36.714.252	36.714.252	36.714.252	36.714.252	36.714.252	36.714.252	36.714.252
Årets udskudte skat	-5.600.177	5.167.774	9.692.562	9.692.562	9.692.562	9.692.562	9.692.562	9.692.562	9.692.562	9.692.562	9.692.562
Akkumulerede værdireguleringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Akkumulerede afskrivninger	557.012	24.243.956	58.082.447	91.920.938	125.759.428	159.597.919	193.436.410	227.274.901	261.113.392	294.951.883	328.790.373
Akk. initiale finansieringsomkostninger	-21.769.804	-25.881.848	-23.006.087	-20.130.327	-17.254.566	-14.378.805	-11.503.044	-8.627.283	-5.751.522	-2.875.761	0
Beregningsgrundlag udskudt skat	-21.212.792	-1.637.893	35.076.359	71.790.611	108.504.863	145.219.115	181.933.366	218.647.618	255.361.870	292.076.122	328.790.373
Hensat til udskudt skat	-5.600.177	-432.404	9.260.159	18.952.721	28.645.284	38.337.846	48.030.409	57.722.971	67.415.534	77.108.096	86.800.659
Likviditetsprognose											
Lejendatægter	7.047.284	98.661.982	140.945.688	140.945.688	140.945.688	140.945.688	140.945.688	140.945.688	140.945.688	140.945.688	140.945.688
Driftsudgifter	-1.429.826	-18.217.561	-25.733.711	-25.733.711	-25.733.711	-25.733.711	-25.733.711	-25.733.711	-25.733.711	-25.733.711	-25.733.711
Renteudgifter	-50.000	-44.100.000	-63.000.000	-61.432.474	-60.943.434	-60.405.939	-59.853.327	-59.284.100	-58.697.791	-58.093.885	-57.471.856
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	69.512	973.171	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244
Løbende skattebetaling	-1.293.216	-2.839.290	-4.458.424	-4.872.251	-5.001.357	-5.143.256	-5.289.145	-5.439.421	-5.594.207	-5.753.638	-5.917.854
Kapitalindskud	750.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Låneoptagelse	0	1.500.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Afdrag på lån	0	0	-37.322.056	-11.643.797	-12.797.497	-13.157.430	-13.553.026	-13.959.748	-14.378.699	-14.810.223	-15.254.697
Køb af ejendomme	-731.707.317	-1.490.853.659	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-21.951.220	-6.987.805	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likviditet primo	0	685.219	37.322.056	11.643.797	12.797.497	13.157.430	13.553.026	13.959.748	14.378.699	14.810.223	15.254.697
Udbyttebetaling	0	0	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000
Likviditetsoverskud	685.219	37.322.056	11.643.797	12.797.497	13.157.430	13.553.026	13.959.748	14.378.699	14.810.223	15.254.697	15.712.511

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skattekategori											
Overskud for atskr. og initiale fin. omk.	5.636.971	37.317.591	55.590.649	58.954.143	61.321.845	63.814.711	66.401.904	69.087.224	71.873.494	74.763.640	77.760.648
Initiale fin. omk. periodiseret	-181.415	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	-557.012	-23.686.944	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491
Indkomst til løbende beskatning	4.898.544	10.754.887	18.876.397	22.239.891	24.607.593	27.100.459	29.687.652	32.372.972	35.159.243	38.049.388	41.046.396
Løbende beskatning 26,4%	-1.293.216	-2.839.290	-4.983.369	-5.871.331	-6.496.405	-7.154.521	-7.837.540	-8.546.465	-9.282.040	-10.045.038	-10.836.249
Årlig værdiregulering	0	0	88.902.439	92.458.537	96.156.878	100.003.153	104.003.279	108.163.410	112.489.947	116.989.545	121.669.127
Initiale finansieringsomkostninger	-21.951.220	-6.987.805	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale fin. omk. periodiseret	181.415	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	557.012	23.686.944	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491
Årets bereg. grundlag udskudt skat	-21.212.792	19.574.900	125.616.691	129.172.788	132.871.130	136.717.405	140.717.531	144.877.662	149.204.199	153.703.797	158.383.378
Årets udskudte skat	-5.600.177	5.167.774	33.162.806	34.101.616	35.073.978	36.093.395	37.149.428	38.247.703	39.389.908	40.577.802	41.813.212
Akkumulerede værdireguleringer	0	0	88.902.439	181.360.976	277.517.854	377.521.007	481.524.286	589.687.697	702.177.643	819.167.188	940.836.315
Akkumulerede afskrivninger	557.012	24.243.956	58.082.447	91.920.938	125.759.428	159.597.919	193.436.410	227.274.901	261.113.392	294.951.883	328.790.373
Akk. initiale finansieringsomkostninger	-21.769.804	-25.881.848	-23.006.087	-20.130.327	-17.254.566	-14.378.805	-11.503.044	-8.627.283	-5.751.522	-2.875.761	0
Beregningsgrundlag udskudt skat	-21.212.792	-1.637.893	123.978.798	253.151.587	386.022.716	522.740.121	663.457.652	808.335.315	957.539.513	1.111.243.310	1.269.626.688
Hensat til udskudt skat	-5.600.177	-432.404	32.730.403	66.832.019	101.909.997	138.003.392	175.152.820	213.400.523	252.790.432	293.368.234	335.181.446

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Likviditetsprognose											
Lejendtægter	7.047.284	98.661.982	143.412.238	145.921.952	148.475.586	151.073.909	153.717.702	156.407.762	159.144.898	161.929.933	164.763.707
Driftsudgifter	-1.429.826	-18.217.561	-26.211.833	-26.925.579	-27.662.017	-28.421.952	-29.206.220	-30.015.689	-30.851.257	-31.713.860	-32.604.466
Renteudgifter	-50.000	-44.100.000	-63.000.000	-61.432.474	-60.881.968	-60.227.490	-59.499.821	-58.695.093	-57.810.390	-56.842.678	-55.788.837
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	69.512	973.171	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244
Løbende skattebetaling	-1.293.216	-2.839.290	-4.983.369	-5.871.331	-6.496.405	-7.154.521	-7.837.540	-8.546.465	-9.282.040	-10.045.038	-10.836.249
Kapitalindskud	750.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Låneoptagelse	0	1.500.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Afdrag på lån	0	0	-37.322.056	-13.107.280	-15.582.812	-17.325.440	-19.160.189	-21.064.364	-23.040.759	-25.091.454	-27.218.601
Køb af ejendomme	-731.707.317	-1.490.853.659	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-21.951.220	-6.987.805	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likviditet primo	0	685.219	37.322.056	13.107.280	15.582.812	17.325.440	19.160.189	21.064.364	23.040.759	25.091.454	27.218.601
Udbyttebetaling	0	0	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000
Likviditetsoverskud	685.219	37.322.056	13.107.280	15.582.812	17.325.440	19.160.189	21.064.364	23.040.759	25.091.454	27.218.601	29.424.399

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skateregning											
Overskud før atskr. og initiale fin. omk.	5.636.971	27.867.591	42.215.668	45.817.572	48.073.126	50.500.441	53.049.619	55.727.760	58.540.100	61.492.153	64.589.642
Initiale fin. omk. periodiseret	-181.415	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	-557.012	-23.686.944	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491
Indkomst til løbende beskatning	4.898.544	1.304.887	5.501.416	9.103.320	11.358.874	13.786.189	16.335.367	19.013.508	21.825.848	24.777.901	27.875.391
Løbende beskatning 26,4%	-1.293.216	-344.490	-1.452.374	-2.403.277	-2.998.743	-3.639.554	-4.312.537	-5.019.566	-5.762.024	-6.541.366	-7.359.103
Årlig værdiregulering	0	0	38.894.817	39.575.476	40.268.047	40.972.738	41.689.761	42.419.332	43.161.670	43.916.999	44.685.547
Initiale finansieringsomkostninger	-21.951.220	-6.987.805	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale fin. omk. periodiseret	181.415	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	557.012	23.686.944	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491
Årets bereg. grundlag udskudt skat	-21.212.792	19.574.900	75.609.069	76.289.728	76.982.299	77.686.990	78.404.013	79.133.584	79.875.922	80.631.251	81.399.799
Årets udskudte skat	-5.600.177	5.167.774	19.960.794	20.140.488	20.323.327	20.509.365	20.698.659	20.891.266	21.087.243	21.286.650	21.489.547
Akkumulerede værdireguleringer	0	0	38.894.817	78.470.293	118.738.341	159.711.079	201.400.840	243.820.171	286.981.841	330.898.841	375.584.388
Akkumulerede afskrivninger	557.012	24.243.956	58.082.447	91.920.938	125.759.428	159.597.919	193.436.410	227.274.901	261.113.392	294.951.883	328.790.373
Akk. initiale finansieringsomkostninger	-21.769.804	-25.881.848	-23.006.087	-20.130.327	-17.254.566	-14.378.805	-11.503.044	-8.627.283	-5.751.522	-2.875.761	0
Beregningsgrundlag udskudt skat	-21.212.792	-1.637.893	73.971.176	150.260.904	227.243.203	304.930.193	383.334.206	462.467.790	542.343.711	622.974.962	704.374.761
Hensat til udskudt skat	-5.600.177	-432.404	19.528.391	39.668.879	59.992.206	80.501.571	101.200.230	122.091.496	143.178.740	164.465.390	185.954.937
Likviditetsprognose											
Lejendtægter	7.047.284	98.661.982	143.412.238	145.921.952	148.475.586	151.073.909	153.717.702	156.407.762	159.144.898	161.929.933	164.763.707
Driftsudgifter	-1.429.826	-18.217.561	-26.086.814	-26.543.333	-27.007.841	-27.480.479	-27.961.387	-28.450.711	-28.948.599	-29.455.199	-29.970.665
Renteudgifter	-50.000	-53.550.000	-76.500.000	-74.951.290	-74.784.862	-74.483.233	-74.096.940	-73.619.534	-73.046.443	-72.372.825	-71.593.644
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	69.512	973.171	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244
Løbende skattebetaling	-1.293.216	-344.490	-1.452.374	-2.403.277	-2.998.743	-3.639.554	-4.312.537	-5.019.566	-5.762.024	-6.541.366	-7.359.103
Kapitalindskud	750.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Låneoptagelse	0	1.500.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Afdrag på lån	0	0	-30.366.856	-3.263.294	-5.914.296	-7.574.383	-9.360.887	-11.237.082	-13.208.194	-15.278.076	-17.450.787
Køb af ejendomme	-731.707.317	-1.490.853.659	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-21.951.220	-6.987.805	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likviditet primo	0	685.219	30.366.856	3.263.294	5.914.296	7.574.383	9.360.887	11.237.082	13.208.194	15.278.076	17.450.787
Udbyttebetaling	0	0	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000
Likviditetsoverskud	685.219	30.366.856	3.263.294	5.914.296	7.574.383	9.360.887	11.237.082	13.208.194	15.278.076	17.450.787	19.730.539

18.5 Følsomhedsprognose for 2006-2016 (tomgangsprognose):

Lejestigning og værdiregulering 1,75% p.a., rente på 4,2% p.a. og stigning i tomgang til 9% i Berlin og 3% i øvrige byer

Driftsprognose	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Lejendtgæfter efter tomgang	6.876.095	96.265.334	139.928.540	142.377.289	144.868.892	147.404.097	149.983.669	152.608.383	155.279.030	157.996.413	160.761.350
LEJENDTGÆFTER I ALT	6.876.095	96.265.334	139.928.540	142.377.289	144.868.892	147.404.097	149.983.669	152.608.383	155.279.030	157.996.413	160.761.350
Tryk administration	-309.424	-4.331.940	-6.296.784	-6.406.978	-6.519.100	-6.633.184	-6.749.265	-6.867.377	-6.987.556	-7.109.839	-7.234.261
Ejendomsudgifter, tomme lejemål	-64.196	-898.743	-1.306.387	-1.329.249	-1.352.510	-1.376.179	-1.400.262	-1.424.767	-1.449.700	-1.475.070	-1.500.884
Vedligeholdelse	-305.019	-4.270.264	-6.207.134	-6.315.759	-6.426.285	-6.538.745	-6.653.173	-6.769.603	-6.888.071	-7.008.612	-7.131.263
Ledelse og udvikling	-548.780	-7.682.927	-11.210.042	-11.406.218	-11.605.826	-11.808.928	-12.015.585	-12.225.857	-12.439.810	-12.657.507	-12.879.013
Diverse, advokat, rejseudg., etc.	-37.500	-525.000	-763.125	-776.480	-790.068	-803.894	-817.962	-832.277	-846.842	-861.661	-876.740
Revision og regnskab	-200.000	-1.000.000	-1.017.500	-1.035.306	-1.053.424	-1.071.859	-1.090.617	-1.109.702	-1.129.122	-1.148.882	-1.168.987
DRIFTSUDGIFTER I ALT	-1.464.920	-18.708.874	-26.800.972	-27.269.989	-27.747.214	-28.232.790	-28.726.864	-29.229.258	-29.741.102	-30.261.571	-30.791.148
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER	5.411.176	77.556.461	113.127.568	115.107.300	117.121.678	119.171.307	121.256.805	123.378.799	125.537.928	127.734.842	129.970.201
Renter finansiering	-50.000	-44.100.000	-63.000.000	-61.528.123	-61.103.517	-60.572.214	-59.965.518	-59.279.040	-58.509.341	-57.652.826	-56.705.776
Omlægning DKK til EUR-rentendeigt	69.512	973.171	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244
ORDINÆRT OVERSKUD FØR SKAT	5.430.688	34.429.631	51.517.811	54.969.421	57.408.405	59.989.337	62.681.531	65.490.003	68.418.831	71.472.259	74.654.670
Værdiregulering af ejendomme	0	0	38.894.817	39.575.476	40.268.047	40.972.738	41.689.761	42.419.332	43.161.670	43.916.999	44.685.547
Initiale finansieringsomkostninger	-21.951.220	-6.987.805	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OVERSKUD FØR SKAT	-16.520.532	27.441.826	90.412.629	94.544.897	97.676.452	100.962.075	104.371.292	107.909.395	111.580.501	115.389.259	119.340.216
Skat af årets resultat	4.361.420	-7.244.642	-23.868.934	-24.959.853	-25.786.583	-26.653.988	-27.554.021	-28.488.064	-29.457.252	-30.462.784	-31.505.817
OVERSKUD EFTER SKAT	-12.159.111	20.197.184	66.543.695	69.585.044	71.889.869	74.308.087	76.817.271	79.421.270	82.123.249	84.926.494	87.834.399
Lån ultimo året	0	1.500.000.000	1.484.955.306	1.454.845.635	1.442.195.578	1.427.750.430	1.411.405.715	1.393.079.546	1.372.686.342	1.350.137.520	1.325.341.374

Ordinært overskud i % af KAS-kapital	0,72%
Ovs. incl. værdireg. f. skat i % af KAS-kap.	-2,20%
Ovs. incl. værdireg. e. skat i % af KAS-kap.	-1,62%

Rente	4,20%
Lobbytte	5,00%
Afkast udbytte	5,00%

Stigningsstakt på leje og omkostninger	1,75%
Stigningsstakt på ejendomsværdi	1,75%
Andel af fuldt 2006 / 2007 år	5,00%
Afskrivningsprocent ansættel	1,52%

Balanceprognose ultimo	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ejendomme incl. erhvervelsesomk.	731.707.317	2.222.560.976	2.261.455.793	2.301.031.269	2.341.299.316	2.382.272.054	2.423.961.815	2.466.381.147	2.509.542.817	2.553.459.816	2.598.145.363
Udskudt skatteaktiv	5.600.177	432.404	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvide beholdninger	533.395	35.044.694	10.109.672	12.650.056	14.445.149	16.344.714	18.326.169	20.393.205	22.548.822	24.796.145	27.138.399
Aktiver i alt	737.840.889	2.258.038.073	2.271.565.464	2.313.681.325	2.355.744.465	2.398.616.769	2.442.287.984	2.486.774.352	2.532.091.639	2.578.255.962	2.625.283.762
Kommandikapital	750.000.000	750.000.000	750.000.000	750.000.000	750.000.000	750.000.000	750.000.000	750.000.000	750.000.000	750.000.000	750.000.000
Overført resultat med udbytte fra drøget	-12.159.111	8.038.073	37.081.768	69.166.812	103.556.681	140.364.768	179.682.039	221.603.309	266.226.558	313.653.052	363.987.451
Egenkapital	737.840.889	758.038.073	787.081.768	819.166.812	853.556.681	890.364.768	929.682.039	971.603.309	1.016.226.558	1.063.653.052	1.113.987.451
Hensat til udskudt skat	0	0	19.528.391	39.668.879	59.992.206	80.501.571	101.200.230	122.091.496	143.178.740	164.465.390	185.954.937
Hensættelser	0	0	19.528.391	39.668.879	59.992.206	80.501.571	101.200.230	122.091.496	143.178.740	164.465.390	185.954.937
Realkreditlån	0	1.500.000.000	1.464.955.306	1.454.845.635	1.442.195.578	1.427.750.430	1.411.405.715	1.393.079.546	1.372.686.342	1.350.137.520	1.325.341.374
Bankgæld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gældsforpligtelser	0	1.500.000.000	1.464.955.306	1.454.845.635	1.442.195.578	1.427.750.430	1.411.405.715	1.393.079.546	1.372.686.342	1.350.137.520	1.325.341.374
Passiver i alt	737.840.889	2.258.038.073	2.271.565.464	2.313.681.325	2.355.744.465	2.398.616.769	2.442.287.984	2.486.774.352	2.532.091.639	2.578.255.962	2.625.283.762
Akkumuleret udbytte og 5% afkast heraf	0	0	37.500.000	76.875.000	118.218.750	161.629.668	207.211.172	255.071.730	305.325.317	358.091.583	413.496.162
Egenkapital inkl. udbytte og afkast akk.	737.840.889	758.038.073	824.581.768	896.041.812	971.775.431	1.051.994.455	1.136.893.210	1.226.675.039	1.321.551.875	1.421.744.635	1.527.483.612

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skateregning											
Overskud før atskr. og initiale fin. omk.	5.430.688	34.429.631	51.517.811	54.969.421	57.408.405	59.989.337	62.681.531	65.490.003	68.418.831	71.472.259	74.654.670
Initiale fin. omk. periodiseret	-181.415	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	-557.012	-23.686.944	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491
Indkomst til løbende beskatning	4.692.261	7.866.927	14.803.560	18.255.169	20.694.153	23.275.085	25.967.279	28.775.751	31.704.579	34.758.008	37.940.418
Løbende beskatning 26,4%	-1.238.757	-2.076.869	-3.908.140	-4.819.365	-5.463.256	-6.144.622	-6.855.362	-7.596.798	-8.370.009	-9.176.114	-10.016.270
Årlig værdiregulering	0	0	38.894.817	39.575.476	40.268.047	40.972.738	41.689.761	42.419.332	43.161.670	43.916.999	44.685.547
Initiale finansieringsomkostninger	-21.951.220	-6.987.805	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale fin. omk. periodiseret	181.415	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	557.012	23.686.944	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491
Årets bereg. grundlag udskudt skat	-21.212.792	19.574.900	75.609.069	76.289.728	76.982.299	77.686.990	78.404.013	79.133.584	79.875.922	80.631.251	81.399.799
Årets udskudte skat	-5.600.177	5.167.774	19.960.794	20.140.488	20.323.327	20.509.365	20.698.659	20.891.266	21.087.243	21.286.650	21.489.547
Akkumulerede værdireguleringer	0	0	38.894.817	78.470.293	118.738.341	159.711.079	201.400.840	243.820.171	286.981.841	330.898.841	375.584.388
Akkumulerede afskrivninger	557.012	24.243.956	58.082.447	91.920.938	125.759.428	159.597.919	193.436.410	227.274.901	261.113.392	294.951.883	328.790.373
Akk. initiale finansieringsomkostninger	-21.769.804	-25.881.848	-23.006.087	-20.130.327	-17.254.566	-14.378.805	-11.503.044	-8.627.283	-5.751.522	-2.875.761	0
Beregningsgrundlag udskudt skat	-21.212.792	-1.637.893	73.971.176	150.260.904	227.243.203	304.930.193	383.334.206	462.467.790	542.343.711	622.974.962	704.374.761
Hensat til udskudt skat	-5.600.177	-432.404	19.528.391	39.668.879	59.992.206	80.501.571	101.200.230	122.091.496	143.178.740	164.465.390	185.954.937

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Likviditetsprognose											
Lejeindtægter	6.876.095	96.265.334	139.928.540	142.377.289	144.868.892	147.404.097	149.983.669	152.608.383	155.279.030	157.996.413	160.761.350
Driftsudgifter	-1.464.920	-18.708.874	-26.800.972	-27.269.989	-27.747.214	-28.232.790	-28.726.864	-29.229.584	-29.741.102	-30.261.571	-30.791.148
Renteudgifter	-50.000	-44.100.000	-63.000.000	-61.528.123	-61.103.517	-60.572.214	-59.965.518	-59.279.040	-58.509.341	-57.652.826	-56.705.776
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	69.512	973.171	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244
Løbende skattebetaling	-1.238.757	-2.076.869	-3.908.140	-4.819.365	-5.463.256	-6.144.622	-6.855.362	-7.596.798	-8.370.009	-9.176.114	-10.016.270
Kapitalindskud	750.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Låneoptagelse	0	1.500.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Afdrag på lån	0	0	-35.044.694	-10.109.672	-12.650.056	-14.445.149	-16.344.714	-18.326.169	-20.393.205	-22.548.822	-24.796.145
Køb af ejendomme	-731.707.317	-1.490.853.659	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-21.951.220	-6.987.805	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likviditet primo	0	533.395	35.044.694	10.109.672	12.650.056	14.445.149	16.344.714	18.326.169	20.393.205	22.548.822	24.796.145
Udbyttebetaling	0	0	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000
Likviditetsoverskud	533.395	35.044.694	10.109.672	12.650.056	14.445.149	16.344.714	18.326.169	20.393.205	22.548.822	24.796.145	27.138.399

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skatteberegning											
Overskud før afskr. og initiale fin. omk.	5.127.105	30.179.473	45.339.903	48.542.633	50.680.641	52.950.977	55.321.313	57.796.333	60.379.732	63.075.360	65.887.192
Initiale fin. omk. periodiseret	-181.415	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761	-2.875.761
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	-557.012	-23.686.944	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491	-33.838.491
Indkomst til løbende beskatning	4.388.678	3.616.768	8.625.651	11.828.382	13.966.389	16.236.725	18.607.061	21.082.081	23.665.480	26.361.108	29.172.940
Løbende beskatning 26,4%	-1.158.611	-954.827	-2.277.172	-3.122.693	-3.687.127	-4.286.495	-4.912.264	-5.565.669	-6.247.687	-6.959.332	-7.701.656
Årlig værdiregulering	0	0	38.894.817	39.575.476	40.268.047	40.972.738	41.689.761	42.419.332	43.161.670	43.916.999	44.685.547
Initiale finansieringsomkostninger	-21.951.220	-6.987.805	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale fin. omk. periodiseret	181.415	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761	2.875.761
Skattemæssige afskrivninger på ejd.	557.012	23.686.944	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491	33.838.491
Årets bereg. grundlag udskudt skat	-21.212.792	19.574.900	75.609.069	76.289.728	76.982.299	77.686.990	78.404.013	79.133.584	79.875.922	80.631.251	81.399.799
Årets udskudte skat	-5.600.177	5.167.774	19.960.794	20.140.488	20.323.327	20.509.365	20.698.659	20.891.266	21.087.243	21.286.650	21.489.547
Akkumulerede værdireguleringer	0	0	38.894.817	78.470.293	118.758.341	159.711.079	201.400.840	243.820.171	266.981.841	330.898.841	375.594.388
Akkumulerede afskrivninger	557.012	24.243.956	58.082.447	91.920.938	125.759.428	159.597.919	193.436.410	227.274.901	261.113.392	294.951.883	328.790.373
Akk. initiale finansieringsomkostninger	-21.769.804	-25.881.848	-23.006.087	-20.130.327	-17.254.566	-14.378.805	-11.503.044	-8.627.283	-5.751.522	-2.875.761	0
Beregningsgrundlag udskudt skat	-21.212.792	-1.637.893	73.971.176	150.260.904	227.243.203	304.930.193	383.334.206	462.467.790	542.343.711	622.974.962	704.374.761
Hensat til udskudt skat	-5.600.177	-432.404	19.528.391	39.668.879	59.992.206	80.501.571	101.200.230	122.091.496	143.176.740	164.465.390	185.954.937
Likviditetsprognose											
Lejendtgæfter	6.511.691	91.163.671	132.512.908	134.831.883	137.191.441	139.592.292	142.035.157	144.520.772	147.049.885	149.623.258	152.241.665
Driftsudgifter	-1.404.098	-17.857.369	-25.563.249	-26.010.606	-26.465.791	-26.928.943	-27.400.199	-27.879.703	-28.367.597	-28.864.030	-29.369.151
Renteudgifter	-50.000	-44.100.000	-63.000.000	-61.668.888	-61.435.253	-61.102.616	-60.703.888	-60.234.980	-59.692.800	-59.074.112	-58.375.566
Omlægning DKK til EUR renteindtægt	69.512	973.171	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244	1.390.244
Løbende skattebetaling	-1.158.611	-954.827	-2.277.172	-3.122.693	-3.687.127	-4.286.495	-4.912.264	-5.565.669	-6.247.687	-6.959.332	-7.701.656
Kapitalindskud	750.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Låneoptagelse	0	1.500.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Afdrag på lån	0	0	-31.693.140	-5.562.731	-7.919.941	-9.493.514	-11.164.481	-12.909.049	-14.730.664	-16.632.045	-18.616.027
Køb af ejendomme	-731.707.317	-1.490.853.659	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Initiale finansieringsomkostninger	-21.951.220	-6.987.805	31.693.140	5.562.731	7.919.941	9.493.514	11.164.481	12.909.049	14.730.664	16.632.045	18.616.027
Likviditet primo	0	309.958	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000	-37.500.000
Udbyttebetaling	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likviditetsoverskud	309.958	31.693.140	5.562.731	7.919.941	9.493.514	11.164.481	12.909.049	14.730.664	16.632.045	18.616.027	20.685.536